

**Værdiansættelse af Ørsted A/S
- i lyset af den fremadrettede kapitalstruktur**



**Copenhagen Business School, 2019 | Institut for Finansiering
HD Finansiering | Afgangsprøjet**

Afleveret: 29. april 2019

Forfatter: Thomas Just Svendsen (studienr. 62073)

Vejleder: Palle Nierhoff

Antal sider: 78

Antal anslag: 124.379

Indholdsfortegnelse

1.	Indledning og problemstilling	4
	Problemformulering.....	5
	Metode.....	7
	Dataindsamling og metodevalg.....	7
	Kildekritik.....	7
	Afgangsprojektets struktur.....	8
	Afgrænsning.....	9
2.	Beskrivelse af virksomheden Ørsted.....	11
	Historie.....	11
	Forretningsenheder	12
	Offshore	13
	Onshore.....	14
	Bioenergy.....	14
	Customer Solutions.....	15
	Vision, mission og strategi.....	16
	Ejerskabsstruktur	18
	Aktiens kursudvikling.....	19
3.	Situationsanalyse.....	22
	Ekstern analyse.....	22
	Makroanalyse via PEST-modellen.....	22
	Brancheanalyse via Porters Five Forces	30
	Markedsanalyse.....	36
	Intern analyse.....	39
	Regnskabsanalyse	39
	Kapitalstruktur-analyse.....	51
	Risikoanalyse	52
	Delkonklusion på situationsanalyse ved brug af SWOT-modellen	53
4.	Scenarieanalyser	58
	Budgettering	58
	Budget- og terminalperiode	58
	Base case	59
	Up-case	62
	Down-case.....	64
	Estimeret sandsynlighed for case-scenarier	65
	Fremadrettet kapitalstruktur og Weighted Average Cost of Capital (WACC)	66

Langsigtet kapitalstruktur.....	66
Egenkapitalens kapitalomkostninger	67
Fremmedkapitalens kapitalomkostninger.....	70
Beregning af WACC	71
Delkonklusion på scenarieanalyser	72
5. Værdiansættelse	74
Valg af værdiansættelsesmodeller.....	74
Værdiansættelse ved brug af DCF-modellen.....	75
Base case	75
Up-case	75
Down-case.....	76
Vægtet estimeret aktiekurs.....	77
Værdiansættelse ud fra multipler	78
Følsomhedsanalyse	79
6. Konklusion.....	80
7. Litteraturliste	82

1. Indledning og problemstilling

Den danske energikoncern Ørsted A/S (herefter Ørsted) har siden juni år 2016 været børsnoteret på NASDAQ OMX C25. Dette skete ikke uden stor presse- og politisk bevågenhed, hvor blandt andet investeringsgiganten Goldman Sachs købte sig ind forud for børsnoteringen¹. I dag er 420 mio. stk. af Ørsteds aktier tilgængelig til handel på NASDAQ OMX. Lidt over halvdelen af Ørsteds aktiekapital ejes fortsat af Den Danske Stat.²

Over de senere år har en væsentlig del af Ørsteds regnskabsresultat bestået af gevinster fra frasalg af kapitalandele i havvindmølleparker, hvor halvdelen frasælges til en eller flere eksterne investor, eksempelvis en kapitalfond. I 2018 og 2017 udgjorde gevinst fra salg af sådanne aktiver henholdsvis 15 mia. og 11 mia. kr., ud af et samlet resultat før renter, afskrivninger og skat på henholdsvis 30 mia. og 23 mia. kr. I forlængelse af frasalget af vindmølleparken Hornsea 1 i 2018, der tegner sig for størstedelen af ovenstående gevinst i år 2018, har Ørsted meldt at den ikke har planlagt yderligere frasalg af havvindmøllepark-andele.³

I stedet blev det i år 2018 annonceret at Ørsted vil afhænde sin eldistributions-, privatkunde og udendørsbelysningsforretning, da det ikke anses som kerneaktiviteter fremadrettet. På baggrund af politiske drøftelser mellem Regeringen og dens forligspartier, meddelte Ørsted dog senere at der ikke længere var politisk opbakning til en sådan beslutning. Ørsted er i gang med at udforske andre muligheder for at afhænde forretningen.⁴

Ørsted præsenterede derudover i år 2018, den 28. november, en opdaterede strategimål for Ørsteds langsigtede udvikling. Som følge af forventet markant vækst på det globale marked for grøn energi, vil Ørsted investere 200 mia. kr. frem mod år 2025. I dette ligger en øgning af selskabets 2025 ambition om at øge eksempelvis den installerede havvindmøllekapacitet fra et mål på 11-12 GW, til 15 GW⁵, mod knap 6 GW i dag.⁶ I lyset af dette meddelte selskabet samtidig, at man fremadrettet ønsker at øge sin gældsandel, dog stadig med det for øje at man vil fastholde sin kreditrating som min. BBB+.

¹ <https://energiwatch.dk/secure/Energinyt/Energiselskaber/article10346787.ece>

² <https://orsted.com/da/Investors/Shares>

³ <https://www.berlingske.dk/virksomheder/orsted-ingen-planer-om-yderligere-frasalg-i-europa-efter-hornsea>

⁴ Ørsted Annual Report 2018, ledelsesberetning, side 9

⁵ <https://orsted.com/da/Company-Announcement-List/2018/11/1852037>

⁶ Ørsted Kapitalmarkedsdag 2018, præsentation, slide 15

Men hvordan forventes den fremadrettede kapitalstruktur for Ørsted da at se ud, fordelt mellem henholdsvis egenkapital og fremmedkapital, i lyset af at der umiddelbart ikke skal foretages flere frasalg af andele i havvindmølleparker, men omvendt at et muligt salg af eldistributions-, privatkunde og udendørsbelysningsforretning ikke sker, der ifølge kilder forventes at indbringe mellem 15-25 mia. kr.⁷

Ørsted aktien er dækket af mere end 15 analysehuse. Der er delte meninger blandt analytikerne om, hvorvidt aktien skal købes, holdes eller sælges. I alt 8 analytikere har aktien som køb, 3 som sælg og 4 på hold.⁸ Det kan derfor konstateres at der er et meget opdelt billede af, hvorvidt Ørsted aktiens kurs er over- eller undervurderet, hvilket også kan indikere at den fremadrettede kapitalstruktur og vækstrate for Ørsted er svær at vurdere.

Så i lyset af de fremadrettede forventede ændringer i kapitalstrukturen og potentielle vækstrater, hvad er en fair værdi af Ørsted aktien per 18. marts?

Problemformulering

Ud fra ovenstående problembeskrivelse, søger dette afgangsprojekt at analysere den langsigtede kapitalstruktur for Ørsted, samt værdiansætte en fair value værdi af Ørsted aktien.

Afgangsprojektets hovedspørgsmål lyder derfor som følgende:

Hvad er den estimerede fair value værdi af Ørsted A/S aktien med udgangspunkt i en værdiansættelse pr. 18. marts 2019, herunder set i lyset af den forventede langsigtede kapitalstruktur?

Estimering af aktiekursen tager sit udgangspunkt i en ekstern strategisk analyse samt interne kapitalstruktur-, regnskabs- og risikoanalyser. Efterfølgende vil der blive foretaget en opgørelse af forskellige scenarier (base-, up- og down case) proforma-regnskaber samt værdiansættelse af Ørsted aktier af de forskellige scenarier, der efterfølgende vægtes. Værdiansættelsen vil endvidere blive foretaget ud fra to forskellige modeller til værdiansættelser, med henblik på at efterprøve den primære

⁷ Bl.a. i Berlingske: <https://www.berlingske.dk/virksomheder/tilsyn-sidder-med-kaempe-joker-i-radius-salg>

⁸ <https://orsted.com/da/Investors/Shares/Analysts-and-estimates>

kapitalbaserede værdiansættelse. Indvirkningen af den fremadrettede kapitalstruktur på Ørstedes nuværende aktiekurs vil blive analyseret.

Til at undersøge Ørstedes eksterne strategiske position tager jeg udgangspunkt i følgende undersøgelsesspørgsmål:

- Hvilke eksterne value drivers påvirker Ørstedes fremtidige indtjeningsevne, positivt såvel som negativt, og dermed aktieværdien?

Til at undersøge Ørstedes rentabilitet og interne position tager jeg udgangspunkt i følgende undersøgelsesspørgsmål:

- Hvordan har den regnskabsmæssige udvikling og retning været i Ørsted de seneste 3 regnskabsår?
- Hvordan har den kapitalstrukturmæssige udvikling været de seneste 3 år?

Til at undersøge Ørsted fremadrettede finansielle position tager jeg udgangspunkt i følgende undersøgelsesspørgsmål:

- Hvordan forventes den kapitalstrukturmæssige udvikling at være i lys af de fremadrettede forventede initiativer?
- Hvordan er virksomhedens langsigtede kapitalomkostninger sammensat, belyst i form af Weighted Average Cost of Capital (WACC), og hvordan indgår kapitalstrukturen i fastsættelsen af denne?

Til at undersøge Ørsted aktien værdi tager jeg udgangspunkt i følgende undersøgelsesspørgsmål:

- Hvordan påvirker udviklingstendenserne identificeret i den eksterne og interne analyse, den fremadrettede budgettering af Ørstedes kerneaktiviteter?
- Hvordan påvirker den forventede fremadrettet ændring i kapitalstrukturen, den nuværende estimerede aktieværdi af Ørsted?
- Hvad er værdien af Ørsted aktien opgjort ud fra vægtede scenarier i DCF-modellen og ved brug af multipler til tilnærmelsesvis sammenlignelige konkurrenter?
- Hvor stor en følsomhed er der forbundet med værdiansættelsen af Ørsted aktien?

Metode

Dataindsamling og metodevalg

I nærværende afgangsprøje vil der blive anvendt henholdsvis primærdata og sekundær data. Informationer fremkommet efter den 18. marts 2019 er ikke behandlet i afgangsprøjet, hvorfor denne dato er fastsat som skæringsdatoen.

Primærdata udgøres af informationer indhentet fra Ørsted offentliggjorte årsregnskaber for årene 2018, 2017 og 2016.

Sekundær data udgøres af lærebøger, Ørstedes selskabsmeddelelser til fondsbørsen, kapitalmarkedspræsentationer, nyhedsinformationer fra diverse danske medier, diverse publikationer, statistikker og tilgængeligt materiale på Ørstedes egen hjemmeside, www.orsted.com.

Afgangsprøjet vil tage udgangspunkt i en kvantitativ metodetilgang, da hovedparten af analyserne i afgangsprøjet udarbejdes på baggrund af offentliggjorte årsregnskaber, selskabsmeddelelser osv. Dataindsamlingen er derfor kategoriseret som 'desk research'⁹. Visse steder vil mere kvalitative vurderinger indgå.

En række modeller bliver benyttet i afgangsprøjet. En teoretisk gennemgang af disse vil ikke blive foretaget i detaljer, men forudsættes læseren af afgangsprøjet bekendt, der i al væsentlighed er vejleder, censor og efterfølgende øvrige med faglig interesse for afgangsprøjetets emne.

Kildekritik

Årsregnskaberne er offentliggjort på Ørsted hjemmeside og tallene er reviderede af ekstern revisor. Ledelsesberetningerne i årsrapporterne vurderes påvirket af at være skrevet af selskabet. Det vurderes derfor at informationer i ledelsesberetningen vil forsøge at fremgå i et særligt positivt lys. I den senere analyse af regnskabskvalitet, er den primære datas anvendelig vurderet.

Sekundærdata kan indeholde subjektive vurderinger fra kildernes forfattere.

⁹ Andersen, 2008, side 150-163

Afgangsprojektets struktur

Kapital 1 – Indledning og problemstilling

Kapital 1 består af indledning, problembeskrivelse og afgangsprjektets problemformulering. En række undersøgelsesspørgsmål er udarbejdet med henblik på at danne udgangspunkt for del-analyser der skal hjælpe med at besvare afgangsprjektets hovedproblemspørgsmål.

Derudover fastsættes afgangsprjektets metode- og dataindsamlingsmetoder, kildekritik og afgrænsning.

Kapital 2 – Beskrivelse af virksomheden Ørsted

Kapital 2 består af en virksomhedsbeskrivelse af Ørsted, med fokus på selskabets historie, forretningsenheder, vision og strategi, ejerskabsstruktur og aktiekurshistorik.

Afsnittet redegør for hvilket virksomhed der er tale om, og forståelsen af dette vil blandt andet give input til den efterfølgende situationsanalyse.

Kapital 3 – Situationsanalyse

Kapital 3 omfatter situationsanalysen, og består af en række delanalyser. Overordnet deles analyserne op i en ekstern omverdens analyse og en intern virksomhedsanalyse.

Den eksterne omverdens analyse tager sit udgangspunkt i en række teoretiske modeller, der benyttes i analysen af henholdsvis makrosituationen, brancheforholdene og markedssituationen.

Den interne virksomhedsanalyse vil bestå af en regnskabsanalyse, bestående af en analyse af regnskabskvaliteten for Ørsteds årsrapporter, samt en historisk nøgletalsanalyse. I samme forbindelse foretages vurdering og reformuleringer af Ørsteds regnskabsmæssige resultatopgørelse og balance, så den kan benyttes til analyseformål.

Derudover foretages en analyse af udviklingen i Ørsteds nuværende kapitalstruktur. Den nuværende kapitalstruktur opgøres til aktuelle markedsværdier, med henblik på at vise et fair billede af fordelingen mellem egen- og fremmedkapital. Ydermere foretages en intern risikoanalyse.

Kapital 4 – Scenarieanalyser

Scenarieanalyserne består først af en fastlæggelse af Ørsteds budget- og terminalperiode.

Efterfølgende udarbejdes budgetteringen af selskabets proforma opgørelser. Proforma opgørelserne udarbejdes i form af 3 cases, henholdsvis en base case, en up-case og en down-case. De enkelte cases vurderes efterfølgende for deres sandsynlighed for, at casen indtræffer.

Under de enkelte cases analyseres samtidig hvordan budgetopgørelserne, herunder de frie pengestrømme og vækstraterne forventes at udvikle sig i budgetperioden og terminalperioden.

Den langsigtede kapitalstruktur analyseres og kommenteres på som et væsentligt element i besvarelsen af afgangsprøjetets hovedspørgsmål. Derudover vurderes henholdsvis egenkapital- og fremmedkapitalomkostningerne, altså afkastkravene fra de to finansieringskilder. Herefter fastsættes de vægtede kapitalomkostninger, WACC, der ligesom de forventede pengestrømme og vækstrater, er væsentlige parametre i den efterfølgende værdiansættelse.

Kapital 5 – Værdiansættelse

I kapital 5 foretages selve værdiansættelsen, hvor der argumenteres for valg af den konkrete værdiansættelsesmodel, og efterfølgende foretages værdiansættelse af Ørsted aktien med udgangspunkt i de fremkomne analyseoutput.

Værdiansættelsen foretages i de 3 scenarier, og vægtet efterfølgende med de vurderede sandsynligheder, hvorefter den estimerede aktieværdi af Ørsted fremkommer, og dermed besvarelsen af hovedspørgsmål.

For at vurdere sammenhængen mellem den langsigtede vurderede kapitalstruktur, og værdien af Ørsted aktien, foretages følsomhedsanalyser, der vurderer følsomheden af de forskellige inputparametre i værdiansættelsen.

Derudover 'trykprøves' værdiansættelsen og analysen ved at foretage en relativ værdiansættelse mod tilnærmelsesvis sammenlignelige konkurrenter til Ørsted.

Kapital 6 – Konklusion

I kapital 6 vil delkonklusionerne fra de enkelte kapitler blive summeret og hovedkonkluderet.

Afgrænsning

Opgaven af afgrænset til at dække materiale og information offentliggjort frem til og med den 18. marts 2019. Materiale og information herefter er ikke medtaget i afgangsprøjetet.

Seneste offentliggjorte regnskab fra Ørsted, er Annual Report 2018, der blev offentliggjort den 31. januar 2019.¹⁰

¹⁰ <https://orsted.com/da/Investors/IR-material/Financial-reports-and-presentations>

2. Beskrivelse af virksomheden Ørsted

Historie

Ørsted blev stiftet af Den Danske Stat i år 1972 i forbindelse med oliekrisen under navnet DONG A/S (Dansk Olie og Naturgas). Formålet var at sikre Danmarks energiafhængighed ved at bringe olie og gas op fra Nordsøen.¹¹

I år 2002 ændrede selskabet navn til DONG Energy, hvilket det bevarede frem til navneskiftet til Ørsted i år 2017.¹² I årene 2004-2005 fusionerede og opkøbte DONG Energy de tre danske energiselskaber Elsam, NESA, Energi E2, samt elforsyningen fra Københavns Energi og Frederiksberg Energi.¹³

I år 2008 annoncerede selskabet, at det ville omstille sin virksomhed fra sort konventionel energi til grøn energiproduktion. I årene herefter blev investeret massivt i forretningssegmentet for udvikling og etablering af havvindmølleparker, både i Danmark og i udlandet, som også i dag er langt den største forretningsenhed målt på både indtjening og afkastgrad.¹⁴

Den 8. juni 2016 blev det daværende DONG Energy børsnoteret på NASDAQ OMX Copenhagen, hvor den i dag er en del af C25 indekset.¹⁵ Dette skete under stor bevågenhed, i det den gigantiske amerikanske investeringsbank Goldman Sachs forinden børsnoteringen¹⁶ have købt sig ind, i forbindelse med at Ørsted var blevet delvist privatiseret i år 2013.

I år 2017 besluttede Ørsted, at deres kraftvarmeværker skulle være fri for fossile brændsler i sin elektricitets- og varmeproduktion i år 2023, og biokonverterede derfor til at benytte træpiller og træflis, og med et strategisk mål om at have reduceret sin CO₂-udledning med 96 % sammenlignet med år 2006.¹⁷ Året var ligeledes det år, hvor Ørsteds olie- og gasproduktion blev frasolgt. Frasalget skete til britisk-schweiziske INEOS for en pris på 7 mia. kr.¹⁸

¹¹ http://denstoredanske.dk/It_teknik_og_naturvidenskab/Elektricitet/Kraftforsyning_generelt/DONG_Energy

¹² <https://orsted.dk/Privat/Om-orsted/Udforsk-historien>

¹³ http://denstoredanske.dk/It_teknik_og_naturvidenskab/Elektricitet/Kraftforsyning_generelt/DONG_Energy

¹⁴ Jf. afsnittet Forretningsenheder i Kapitel 2.

¹⁵ http://www.nasdaqomxnordic.com/index/index_info?Instrument=DK0060775369

¹⁶ <https://energiwatch.dk/secure/Energinyt/Energiselskaber/article10346787.ece>

¹⁷ <https://orsted.dk/Privat/Om-orsted/Udforsk-historien>

¹⁸ <https://www.ineos.com/news/shared-news/ineos-completes-the-acquisition-of-the-entire-oil-gas-business-from-dong-energy-as> og <https://www.berlingske.dk/virksomheder/orsted-saetter-milliardstor-elforretning-til-salg>

I henholdsvis sensommeren og efteråret 2018 opkøbte Ørsted de to amerikanske virksomheder Lincoln Clean Energy og Deepwater Wind.¹⁹ Derudover vandt Ørsted i sommeren 2018 retten til opførsel af samlet 1.820 MW havvindmøllepark i Taiwan²⁰, og fik dermed flyttet sig fra at være primært en nordeuropæisk aktør til nu at være en global aktør på markedet for etablering og udvikling af havvindmølleparker. I årsrapporten for 2018 offentliggjorde Ørsted at man også kigger mod muligheder i bl.a. Japan, Sydkorea samt eventuelt senere Indien, Vietnam og Kina.²¹

Forretningsenheder

Ørsted opererer med fire forretningsenheder, benævnt Offshore, Onshore, Bioenergy og Customer Solutions.²² Som nævnt i indledningen, ønsker Ørsted af afhænde sin eldistributions-, privatkunde- og udendørsbelysningsforretning.

Derudover er Ørsted fortsat i gang med at afhænde sin olie- og gasrør i Nordsøen til det statsejede selskab Energinet.dk, som blev sat som et krav fra myndighederne i forbindelse med børsnoteringen, da den vurderes som kritisk infrastruktur.²³ Den primære årsag skyldes usikkerhed omkring værdiansættelsen på grund af nedlukning af Hejre og Tyra oliefelterne i Nordsøen.²⁴ Ørsted oplyste på sin kapitalmarkedsdag den 28. november 2018 at den forventer at afhænde olie- og gasrørene i løbet af år 2019.²⁵

De nyopkøbte selskaber Lincoln Clean Energy og Deepwater Wind indgår henholdsvis i forretningsenhederne Onshore og Offshore, der beskrives nærmere nedenfor.

Offshore forretningsenheden udgør størstedelen af forretningen i dag både målt på bruttoinvesteringer og målt som afkast i forhold til bruttoinvesteringer:

¹⁹ <https://orsted.com/da/Company-Announcement-List/2018/08/1789143> og <https://orsted.com/da/Company-Announcement-List/2018/10/1819975>

²⁰ <https://orsted.com/da/Company-Announcement-List/2018/06/1765495> og Annual Report 2018, ledelsesberetning, side 7

²¹ Ørsted Annual Report 2018, Ledelsesberetning, side 44 og <https://www.berlingske.dk/virksomheder/efter-sejrstogt-i-taiwan-oersted-ser-stort-momentum-flere-steder-i-asien>

²² Ørsted Annual Report 2018, Ledelsesberetning, side 40

²³ https://energiwatch.dk/Energinyt/Politik_Markedet/article9102350.ece

²⁴ https://energiwatch.dk/secure/Energinyt/Olie_Gas/article9296172.ece

²⁵ Kapitalmarkedsdag 2018 præsentation, side 13

Tabel 2.1 – Driftsindtjening og afkast af gennemsnitlig investeret kapital (mio. kr).

Tabel 1.1 - Driftsindtjening og afkast af gns. investeret kapital - mio. kr.	2018	2017	2016
EBIT, Offshore	23.353	15.970	8.302
EBIT, Onshore	-7	-	-
EBIT, Bioenergy	-290	-538	-663
EBIT, Customer Solutions	1.800	1.149	6.234
i %			
ROCE, Offshore	37,2%	28,4%	16,5%
ROCE, Onshore	-0,3%	-	-
ROCE, Bioenergy	-12,9%	-22,2%	-29,5%
ROCE, Customer Solutions	17,6%	13,1%	75,8%
EBIT = Earnings before tax - Driftsindtjening			
ROCE = Return on Capital Employed - Afkast af investeret kapital.			
Beregnes som EBIT/Gennemsnitlig investeret kapital			

Kilde: Ørsted Annual Report 2018 og 2017, note 2.1 Segmentinformation, hhv. side 94-95 og side 82

Andelen af driftsindtjeningen og udviklingen i afkast af den investerede kapital i Offshore, i forhold til de øvrige forretningsenheder og dermed den samlede Ørsted virksomhed, indikerer at størstedelen af værdiansættelsen af Ørsted primært udgøres af Offshore. Frem mod år 2025 er det også estimeret at størstedelen af bruttoinvesteringerne i Ørsted vil vedrøre Offshore forretningsenheden.²⁶

Offshore

Offshore forretningsenheden beskæftiger sig primært med udvikling, etablering, ejerskab og drift af havvindmølleparker.²⁷ Derudover etablerer Offshore også transmissionsnet, der sikrer at den producerede elektricitet fra havvindmølleparkerne når ind til land. Offshore og dermed Ørsted har bygget flere havvindmølleparker end noget andet selskab i verden og råder nu over, hvad der svarer til mere end 25 % af kapaciteten i markedet, og i år 2020 forventer Ørsted at have fordoblet den samlede produktionskapacitet.²⁸ I år 2022 forventes Ørsted at færdiggøre havvindmølleparken Hornsea Project Two, med 1.400 MW havvindmøllekapacitet, der derved er cirka 20 gange så kraftige som ved opførslen af den første havvindmøllepark i år 1991. Offshore har i dag opført havvindmølleparker i Danmark, Storbritannien, Tyskland og Holland, og har igangværende projekter i USA og Taiwan.²⁹

²⁶ Ørsted Kapitalmarkedsdag 2018, præsentation, slide 19

²⁷ <https://orsted.com/da/Our-business/Offshore-wind> og Ørsted Annual Report 2018, Ledelsesberetning, side 42

²⁸ <https://orsted.com/da/Our-business/Offshore-wind/Our-offshore-wind-capabilities>

²⁹ <https://orsted.com/da/Our-business/Offshore-wind/Our-offshore-wind-farms>

I 2018 frasolgte Ørsted 50 % af Hornsea 1 havvindmølleparken (også kaldet 'farm down'), og var en af de største M&A transaktioner nogensinde inden for grøn energi. Salget skete til selskabet Global Infrastructure Partners.

Den eksterne omsætning i Offshore forretningsenheden udgjorde 23,6 mia. kr. i 2018 og af en samlet koncernomsætning i Ørsted på 76,9 mia. kr.³⁰ EBITDA i Offshore udgjorde 27,8 mia. kr. i 2018 ud af en samlet koncern EBITDA på 30,0 mia. kr.

Onshore

Den 1. oktober 2018 overtog³¹ Ørsted formelt den amerikanske virksomhed Lincoln Clean Energy, som udvikler, ejer og driver 3 landvindmølleparker i Texas, USA. Derudover har Lincoln Clean Energy et mindre solcelleprojekt i New Jersey, USA. I samme forbindelse etablerede Ørsted forretningsenheden Onshore, som i al væsentlighed består af Lincoln Clean Energy. Derudover bestod forretningsenheden af Ørsteds batteriløsninger til opbevaring af elektricitet, som dog stadig er i den spæde fase.

Den eksterne omsætning i Onshore forretningsenheden udgjorde blot 80 mio. kr. i perioden fra 1. oktober 2018 og frem til årsafslutningen, ud af en samlet koncernomsætning i Ørsted på 76,9 mia. kr.³² EBITDA i Onshore udgjorde 44 mio. kr. ud af en samlet koncern EBITDA på 30,0 mia. kr.

Bioenergy

Forretningsenheden Bioenergy omfatter drift af de kombinerede kraftvarmeværker og rene varmeværker rundt i landet i Danmark. Værkerne dækker cirka en fjerdedel af Danmarks fjernvarmebehov, og en tredjedel af den samlede termiske elproduktion. Derudover omfatter forretningsenheden også produktion af grøn biogas og en innovativ grøn affaldsbehandling i Storbritannien, også kaldet Renescience, der baserer sig på en patenteret enzymteknologi. Renescience anlægget er endnu ikke taget i brug.³³

Bioenergy ejer 8 værker, der fyrer med træflis, træpiller og halm, der er produceret på en bæredygtig måde, hvilket ifølge Ørsted giver et miljøvenligt og bæredygtigt alternativ til kul. At de er produceret på en bæredygtig måde forstås, at der bruges restprodukter fra skov- og landbrug som brændsel, og at der benyttes ved udgangen af år 2018 samlet 83 % certificeret træ. I år 2020 er målet at benytte

³⁰ Ørsted Annual Report 2018, note 2.1 Segmentinformation, side 94

³¹ Closing tidspunktet, hvor alle myndighedsgodkendelser mv. var på plads og selskabet dermed indgår i koncernen

³² Ørsted Annual Report 2018, note 2.1 Segmentinformation, side

³³ Ørsted Annual Report 2018, ledelsesberetning, side 49

100 % certificeret træ.³⁴ Asnæsværket og Esbjergværket er to værker, der fortsat fyrer med kul, men førstnævnte biokonverteres fra år 2020, mens at man forventer at nedlukke sidstnævnte senest i år 2022.³⁵

Den eksterne omsætning i Bioenergy forretningsenheden udgjorde 7,1 mia. kr. i 2018 og af en samlet koncernomsætning i Ørsted på 76,9 mia. kr.³⁶ EBITDA i Bioenergy udgjorde 0,4 mia. kr. i 2018 ud af en samlet koncern EBITDA på 30,0 mia. kr.

Customer Solutions

Customer Solutions forretningsenheden er Ørsteds, og de eksterne partnere, der har købt en andel af en havvindmøllepark, adgang til salg til engroskunder, erhvervskunder og handels- og derivatmarkederne. Customer Solutions sælger el, gas, og grønne certifikater. Formålet hermed er at opnå fordele ved både at være producent af el og gas, og køber af selvsamme, og få optimeret sin porteføljesammensætning og mulighed for afdækning og 'netting'.³⁷ Derudover får Ørsted via sine handelsaktiviteter på markederne fornemmelse for prissætningen ved aktivt at tage positioner, der blandt andet benyttes som input til ved udbud.

Via adgangen til engros- og erhvervskunder, sælger Customer Solutions såkaldte Corporate Power Purchase Agreements (cPPA'er). Dette er et forsøg på at eksempelvis store virksomheder, der ønsker at sætte en grøn profil på deres produktion, kan købe en mængde elektricitet fra Ørsteds havvindmølleparker til virksomheden for en fast pris over en længere periode. Dette giver både budgetsikkerhed og et grønt islæt. Som et eget tænkt eksempel kan det være en datacentral, der selvsagt benytter meget elektricitet, men samtidig ønsker at have en grøn profil.

I juni 2018 meldte Ørsted ud, at man planlægger at udskille og frasælge sin eldistributions-, privatkunde- og udendørsbelysningsforretning. Eldistributionsforretningen drives under navnet Radius. Processen stoppede dog brat i januar 2019, da hovedaktionæren i Ørsted, Den Danske Stat,

³⁴ <https://orsted.com/da/Our-business/Bioenergy> og Ørsted Annual Report 2018, ledelsesberetning, side 50

³⁵ <https://ing.dk/artikel/oersted-traekker-sig-samarbejdet-fremtidens-fjernvarme-esbjerg-223533>

³⁶ Ørsted Annual Report 2018, note 2.1 Segmentinformation, side

³⁷ Ørsted Annual Report 2018, ledelsesberetning, side 53

meddelte at der ikke længere var politisk opbakning til en sådan beslutning. Ørsted er i gang med at udforske andre muligheder for at afhænde forretningen.^{38,39}

Den eksterne omsætning i Customer Solutions forretningsenheden udgjorde 46,3 mia. kr. i år 2018 ud af en samlet koncernomsætning i Ørsted på 76,9 mia. kr.⁴⁰ EBITDA i Customer Solutions udgjorde 2,0 mia. kr. i år 2018 ud af en samlet koncern EBITDA på 30,0 mia. kr.

Vision, mission og strategi

Ørsteds vision er en verden, der udelukkende kører på grøn energi. Missionen omfatter at man som global leder inden for grøn energi, forpligter sig til at frembringe konkrete og skalerbare løsninger der transformerer det globale energisystem fra sort til grønt.⁴¹

I forbindelse med Ørsteds kapitalmarkedsdag i november 2018 offentliggjorde virksomheden, at den frem mod år 2025 vil investere 200 mia. kr. i grøn energi.⁴² Investeringsprogrammets fordeling forventes at udgøre 75-85 % i Offshore, 15-20 % i Onshore og 0-5 % i Bioenergy og Customer Solutions.

Købet af de to amerikanske virksomheder Lincoln Clean Energy og Deepwater Wind, som beskrevet under afsnittet 'Historie' i kapitel 2, markerede en ny markedstilgang for Ørsted, hvor opkøb af etablerede virksomheder for at komme ind på attraktive markeder, er en del af strategien.

Frem mod år 2030, er der sat en strategisk ambition om at nå en installeret kapacitet på mere end 30 GW bæredygtig energi, forudsat at udbygningen skaber værdi for Ørsteds aktionærer.⁴³

Offshore, som er den strategisk vigtigste forretningsenhed, har som strategisk fokus at:

- Fastholde sit markedslederskab inden for havvind med et kapacitetsmål på 15 GW i år 2025.
- Forsætte med at være pionere på nye markeder og udvikle en global forretning.
- Fortsat reducere 'cost of electricity'.⁴⁴

³⁸ Ørsted Annual Report 2018, ledelsesberetning, side 9

³⁹ <https://energiwatch.dk/Energinyt/Energiselskaber/article11232235.ece>

⁴⁰ Ørsted Annual Report 2018, note 2.1 Segmentinformation, side

⁴¹ Ørsted Annual Report 2018, ledelsesberetning, side 5

⁴² <https://orsted.com/da/Company-Announcement-List/2018/11/1852037>

⁴³ Ørsted Annual Report 2018, ledelsesberetning, side 6

⁴⁴ Prisen per produceret MW eller MWh

- Implementere operationel ekspertise, innovation- og digitaliseringsinitiativer på tværs af forretningen.
- Udnytte sin markedsledende partnerskabsmodel.

Den strategiske plan tager forbehold for fastholdelsen af fire kapitalallokerings-prioriteter, der dermed belyser ledelsens målsætninger for Ørstedes langsigtede kapitalstruktur, herunder fastholdelse af kreditrating på BBB+/Baa1, øge de årlige udbyttebetalinger med en høj encifret procentdel frem mod år 2025, investere i værdiskabende vækst og returnere eventuelt overskydende kapital til sine aktionærer i form af udbytter og/eller aktietilbagekøb.⁴⁵ Denne viden vil indgå i den senere scenarioanalyse af den fremadrettede kapitalstruktur i Ørsted.

Ørsted har i år 2018 været i gang med at sælge ud af ikke-kerne aktiviteter, herunder sin eldistributionsforretning, som også nævnt under afsnittet 'Forretningsenheder' i nærværende kapitel'. Pengestrømmene fra salg af ikke-kerne aktiviteter skal indgå i Ørstedes samlede kapitalplanlægning med henblik på at gennemføre værdiskabende investeringer inden for grøn energi⁴⁶, herunder set i lyset af det forventede 200 mia. kr.'s investeringsprogram frem mod år 2025. En pris på mellem 15-25 mia. kr. for salget af eldistributions-, privatkunde- og udendørsbelysningsforretningen er blevet spekuleret i via diverse medier.⁴⁷ Derudover frasolgte Ørsted i juni 2018 sin ejerandel på 50 % af det gasfyrede kraftværk Enecogen i Holland, hvilket indbragte en positiv pengestrøm på 383 mio. kr.⁴⁸, samt sin daværende Olie & Gas forretning for 7 mia. kr., som beskrevet under afsnit 'Historie' i kapitel 2.

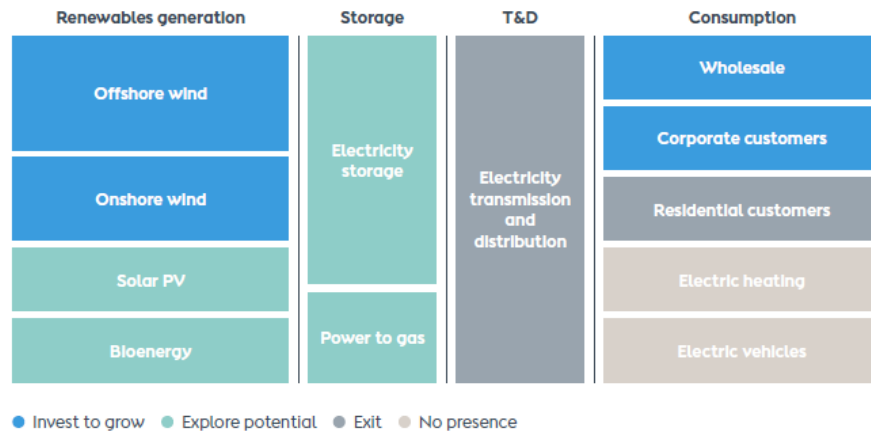
⁴⁵ Ørsted Annual Report 2018, ledelsesberetning, side 7

⁴⁶ <https://orsted.com/da/Company-Announcement-List/2018/06/1766605>

⁴⁷ Bl.a. i Berlingske: <https://www.berlingske.dk/virksomheder/tilsyn-sidder-med-kaempe-joker-i-radius-salg>

⁴⁸ Ørsted Annual Report 2018, ledelsesberetning, side 11

Figur 2.1 - De strategiske fokusområder/-aktiviteter



Kilde: Ørsted Annual Report 2018, ledelsesberetning, side 18

Ejerskabsstruktur

Pr. den 31. januar 2019 er 420 mio. styk af Ørstedes aktier á nominel 10 kr. tilgængelige for handel via børsen. Der er kun én aktieklasse. Godt 50 % af Ørsted ejes fortsat af Den Danske Stat, som dermed er majoritetsaktionær, mens aktionærer med over 5 % ejerandel består af SEAS-NVE og The Capital Group.⁴⁹ Egne aktier udgør knap 336 tusinde styk pr. 31. december 2018.⁵⁰ Minoritetsinteresser udgør 3.388 mio. kr. ud af en samlet bogført egenkapital pr. 31. december 2018 på 85.115 mio. kr., svarende til 4 %.

Ørsted har udstedt erhvervsobligationer på diverse fondsbørser, herunder såkaldt grønne obligationer.⁵¹ De udstedte erhvervsobligationer benyttes, sammen med pengestrømme fra driften, til at finansiere sine langfristede aktiver.⁵² Eksempelvis er mere end 4 mia. kr. i år 2018 gået til finansiering af opførslen af Hornsea 1 og Borkum Riffgrund 2. Ejerkredsen på obligationerne⁵³ må antages at være bred.

⁴⁹ <https://orsted.com/da/Investors/Shares>

⁵⁰ Ørsted Annual Report 2018, ledelsesberetning, side 71

⁵¹ <https://orsted.com/da/Investors/Debt/Outstanding-bonds>

⁵² <https://orsted.com/da/Investors/Debt/Funding-strategy>

⁵³ Ørsted Kapitalmarkedsdag 2018, præsentation, slide 42

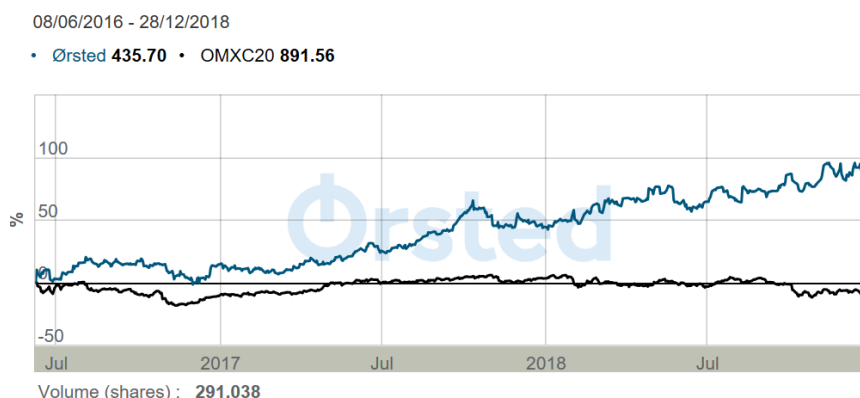
Ørsted har udstedt hybridkapital⁵⁴, der er meget lange obligationer og fungerer som efterstillet gæld⁵⁵, men vil senere i scenarioanalysen blive kategoriseret som delvist som fremmedkapital på højde med de udstedte erhvervsobligationer, delvist som egenkapital.

Pr. 31. december 2018 er Ørsteds gearing, opgjort til markedsværdi, 8 % og med forventning om en stigning i gearingen til 25 % i starten af 2020.⁵⁶ Dette vil blive belyst nærmere i scenarioanalysen af den langsigtede kapitalstruktur, afsnittet 'Den langsigtede kapitalstruktur' i kapitel 4.

Aktiens kursudvikling

Da Ørsted aktien blev børsnoteret i 2016, var det til en åbningspris på 235 kr. per aktie. Den 31. december 2018 var aktiens værdi steget til 435,70 kr. per aktie, dvs. 85,4 % over godt to og halvt år.

Figur 2.2 - Indeks for kursudvikling i Ørsted vs. OMXC20 i perioden 8. juni 2016 til den 31. december 2018



Kilde: <https://orsted.com/da/Investors/Shares/Share-price-monitor>, der benytter priser fra NASDAQ OMX Copenhagen via Euroland.com

Ørsted aktien er siden børsnoteringen således steget med 85 % frem til den 31. december 2018, mens OMXC20 indekset i perioden er faldet 10 %. Sammenlignet med kursudviklingen i OMXC20, outperformer Ørsted aktien derfor eliteindekset over perioden.

⁵⁴ Ørsted Annual Report 2018, note 6.3, side 140

⁵⁵ De hybride obligationer er efterstillet øvrige kreditorer, og dermed et sted mellem egenkapital og fremmedkapital

⁵⁶ Ørsted Annual Report 2018, ledelsesberetning, side 23

Siden da er aktiens kurs kun steget, fra 428 kr./aktie ca. pr. 2. januar 2019 til 523 kr. aktie ca. pr. den 18. marts 2019.

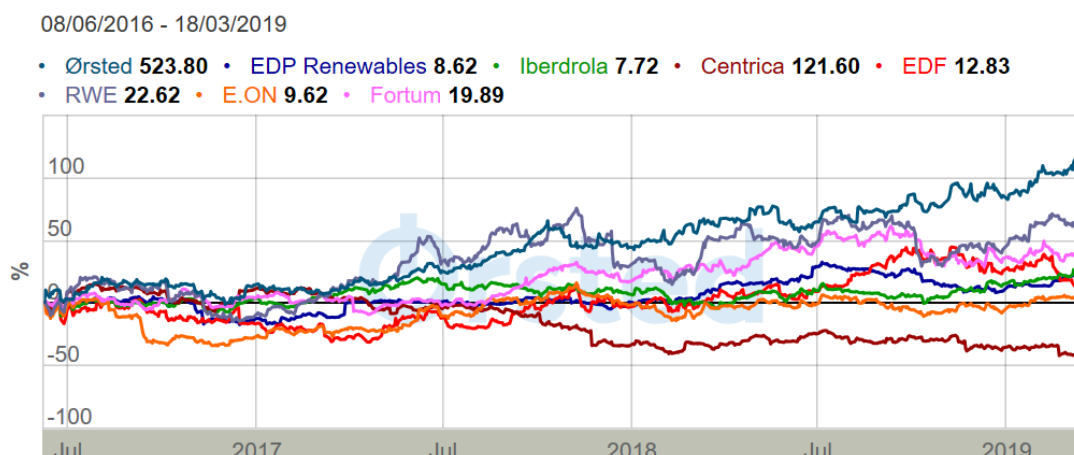
Figur 2.3 - Indeks for kursudvikling i Ørsted i perioden 2. januar 2019 til den 18. marts 2019



Kilde: <https://orsted.com/da/Investors/Shares/Share-price-monitor>, der benytter priser fra NASDAQ OMX Copenhagen via Euroland.com

Sammenholdt med en gruppe af sammenlignelige energivirksomheder, har Ørsted aktien også outperformet disse med en stigning på knap 123 %. Her ses eksempelvis tyske RWE som til sammenligning som den næsthøjeste er steget med ca. 70 %:

Figur 2.4 - Indeks for kursudvikling i Ørsted vs. peers i perioden 8. juni 2016 til den 18. marts 2019



Kilde: <https://orsted.com/da/Investors/Shares/Share-price-monitor>, der benytter priser fra NASDAQ OMX Copenhagen via Euroland.com

Kurshistorikken kan indikere at Ørsted også fremadrettet evner at skabe merværdi for sine aktionærer.

3. Situationsanalyse

Situationsanalysen har til formål at identificere de faktorer, der påvirker værdiansættelsen af Ørsted, dvs. virksomhedens finansielle og ikke-finansielle værdidrivere, samt de risikofaktorer der er forbundet med Ørsteds aktiviteter. Dette foretages med henblik på at vurdere bæredygtigheden af Ørsteds nuværende rentabilitet og senere at foretage skøn over den fremtidige rentabilitet og værditilvækst.⁵⁷

Situationsanalysen består henholdsvis af en overordnet ekstern strategisk analyse og intern virksomhedsanalyse, hvorunder flere del-analyser foretages. Den eksterne analyse er analysen af forhold umiddelbart uden for Ørsteds kontrol, mens de interne forhold er inden for Ørsteds kontrol.

Resultaterne fra de eksterne og interne situationsanalyser benyttes til at udarbejde fremadrettede såkaldte proforma-opgørelser, der sammenfattes i afsnittet 'Budgettering' i kapitel 4.

Ekstern analyse

Den første eksterne del-analyse, også kendt som en omverdens analyse, foretages på makroniveau via PEST-modellen. Efterfølgende foretages en brancheanalyse, som vil tage sit udgangspunkt i modellen for Porters fem konkurrencekræfter.⁵⁸ Herefter opsamles del-konklusionerne på de eksterne analyser, hvortil SWOT-modellen⁵⁹ benyttes, som dermed udgør delkonklusionen på den eksterne analyse, samt den efterfølgende interne analyse.

Makroanalyse via PEST-modellen

Makroanalysen omfatter de tænkelige faktorer, der øver indflydelse på Ørsteds værdiskabelse og fordeles ud på politiske-, økonomiske-, sociokulturelle- og teknologiske forhold.⁶⁰

Politiske forhold

Den grønne Verdens-dagsorden

De Forenede Nationers 17 verdensmål for bæredygtig udvikling trådte i kraft i år 2016 og sætter frem mod år 2030 fokus på, blandt andet, de globale klimaforandringer forårsaget af menneskeskabt CO₂

⁵⁷ Sørensen, 2017, side 59

⁵⁸ Se Sørensen, 2017, side 61-70 for beskrivelse af modellerne

⁵⁹ Se kort beskrivelse i Sørensen, 2017, side 91

⁶⁰ Sørensen, 2017, side 61

udledning.⁶¹ Begrænsning af CO₂ udledning er derfor i høj grad kommet på den politiske verdensdagsorden og Ørstedes målsætning om at begrænse sin CO₂ udledning med mindst 99 % i år 2030, som beskrevet i afsnittet 'Vision og Strategi' i kapitel 2, taler derfor direkte ind i dette. Ørsted oplyser i sin Bæredygtighedsrapport 2018 at de aktivt støtter udvalgte verdensmål relateret til dette, ved at producere vedvarende bæredygtig energi, der imødegår opfyldelsen af disse verdensmål.

Det ses at EU har hævet deres 2030 mål for bæredygtig energi, men endelig implementering ligger i medlemsland regi. USA, særligt staterne på Østkysten, har ligeledes bundet sig til at investere i grønne havvindmølleparker.⁶²

Det må derfor forventes at Ørsted fremadrettet også får gavn af den grønne verdensdagsorden.

Subsidier

En stor af Ørstedes indtjening er bundet op på subsidier, hvor regeringer i de forskellige lande, hvor Ørsted er aktiv, går ind og understøtter udviklingen af grøn energi fra bæredygtige kilder, som stadig er en knap så udviklet område, set i forhold til de traditionelle energiproduktionsformer. Selv oplyser Ørsted at 78 % af indtjeningen i 2019 fra havvindmølleparker i produktion forventes at være subsidieret eller være baseret på offentligt regulerede priser, samt at gennemsnitlig 90 % af EBITDA i årene 2019-2015 forventes at være fra regulerede- eller kontraktsbaserede aktiviteter.⁶³

Der findes forskellige former for subsidier, som de enkelte lande vælger at etablere. På de mere udviklede markeder for opførslen af havvindmølleparker, som eksempelvis Storbritannien og Tyskland, hvor Ørsted er til stede, ses udviklingen at gå mere hen imod lavere subsidier end tidligere. Eksempelvis vandt Ørsted et udbud i Tyskland, hvor der, som et af de første udbud i verden, ikke vil kunne opnås subsidier.⁶⁴ Dette stiller selvsagt store krav til nedbringelse af bl.a. omkostninger forbundet med etableringen, for at gøre projekter, der tidligere var subsidie-støttede, økonomisk rentable.⁶⁵ Endelig investeringsbeslutning er endnu ikke truffet.

På nye markeder som eks. USA og Taiwan, ses også subsidie-regimer. Taiwan benytter sig at 'feed-in' tariffer på linje med Tyskland.⁶⁶ I USA er dette understøttet via skatteincitamentsstrukturer til

⁶¹ Verdensmål nr. 13 - <https://www.verdensmaalene.dk/fakta/verdensmaalene>

⁶² Ørsted Annual Report 2018, ledelsesberetning, side 69

⁶³ Ørsted Annual Report 2018, ledelsesberetning, side 13-14

⁶⁴ Vattenfall vil opføre verdens første ikke-subsiderede havvindmøllepark, se <https://windeurope.org/newsroom/press-releases/worlds-first-offshore-wind-farm-without-subsidies-to-be-built-in-the-netherlands/>

⁶⁵ <https://orsted.com/da/Company-Announcement-List/2017/04/1557887>

⁶⁶ Ørsted Annual Report 2018, ledelsesberetning, side 7 og note 1.4, side 86

virksomhederne, der producerer grøn energi, om end visse af skatteincitamentsstrukturerne er ved at blive udfaset. Dette vil blive beskrevet nærmere i det følgende afsnit om de Skattepolitiske forhold.

I England hedder støttereimerne henholdsvis Renewable Obligation Certificates (ROC) og Contract for Difference (CfD).⁶⁷

Hovedparten af Ørstedes driftsindtjening (EBITDA) vil fortsat komme fra kontraktbaserede eller regulerede aktiviteter. Således forventes i gennemsnit omkring 90% af EBITDA i perioden 2019-2025 at komme fra kontraktbaserede eller regulerede aktiviteter.⁶⁸

Skattepolitik

Ved udgangen af år 2018 har Ørsted primært aktiviteter i Danmark, Storbritannien, Tyskland, Holland og USA. Ørsted udtrådte i år 2017 af international sambeskatning. Genbeskatningssaldo herfra er blevet betalt⁶⁹, hvorfor der ikke vurderes at være øvrige konsekvenser relateret til netop dette, der medtages i en proformaopgørelserne.

Grundet store investeringer ved opførslen af havvindmølleparker i Storbritannien, Tyskland og Holland over de senere år, har der været akkumuleret større skattemæssige underskud i de enkelte lande. Dette har bevirket at Ørsted ikke har betalt væsentlige skatter i disse lande, hvilket dog forventes fremadrettet i takt med at havvindmølleparkerne bliver færdiggjort og genererer omsætning. På det nye marked i USA forventer man fortsat store investeringer.⁷⁰ I år 2018 blev knap 3,4 mia. kr. i skat, hvoraf knap 99 % var i Danmark.⁷¹

Som indledningsvist berørt i afsnittet ovenfor, har producenter af grøn energi i USA, adgang til såkaldte Production Tax Credits (PTC'er), der er en skattecredit, baseret på producerede enheder grøn energi. Disse er dog ved at blive udfaset frem mod år 2023.⁷² Ørsted (Onshore forretningsenheden) er for sine tre igangværende landvindmølleparker i USA berettiget til 100 % PTC'ere, da de forventes færdiggjort inden år 2020, som er kravet. Frem mod år 2022 med udbygningen af yderligere 1 GW landvindmøller, mod 1,5 GW i pipelinen i dag med 100 % skattecredit, forventer Ørsted 60 % PTC'er på kommende projekter.⁷³ Samtidig oplyser Ørsted, at

⁶⁷ Nærmere introduktion vil ikke blive foretaget her, men se bl.a. Ørsted Annual Report 2018, note 2.4, side 100

⁶⁸ <https://orsted.com/da/Company-Announcement-List/2018/11/1852037>

⁶⁹ Ørsted Annual Report 2018, note 5.1, side 127

⁷⁰ Ibid

⁷¹ Ibid, side 130

⁷² <https://www.windpowerengineering.com/business-news-projects/study-looks-future-wind-energy-ptc/>

⁷³ Ørsted Kapitalmarkedsdag 2018, præsentation, slide 44

for Onshore forretningsenheden er planlagte projekter stadig væsentligt understøttet af disse skattekreditter, mens at det frem efter år 2024 og udbygningen af de allerede planlagte landvindmølleparker i USA, vil være nedbringelse af omkostninger der i væsentlig grad skal trække incitamentet til opførslen af nye landvindmølleparker og eventuelle solarprojekter.⁷⁴

Det nyopkøbte amerikanske selskab, Deepwater Wind, som indgår i forretningsenheden Offshore, har haft adgang til såkaldte Investment Tax Credits (ITC'ere). Disse er dog også under udfasning, og vil gå fra de fulde 30 % skattecredit til 10 % frem mod år 2021.⁷⁵

Da Ørsted ikke selv er skattepligt i USA, udnyttes skattekreditterne af investorer, der køber sig i projekter, og da projekterne er skattemæssigt transparente grundet selskabskonstruktionen, kan den eksterne investor udnytte disse i sin egen skatteopgørelse. Ørsted afregner så investeringsafkastet med disse skattekreditter.

Udviklingen går derfor mod færre skattekreditter på kommende projekter i vækstmarkedet USA, som skal modsvares at lavere omkostninger til anlægsarbejder, for at få økonomisk rentable projekter. Hvis der viser sig at komme yderligere indskrænkninger i skatteincitamentsstrukturerne, kan det vise sig at have en væsentlig påvirkning på investeringsplanerne.

Salg af eldistributions-, kunde- og udendørsbelysningsforretningen

Salget af denne forretning, som beskrevet under afsnittet 'Vision, mission og strategi' i kapitel 2, er også en politisk risiko, da kapital herfra skal benyttes som led i finansieringen af de 200 mia. kr. investeringer frem mod år 2025.

Lokal lovgivning i nye markeder som USA og Taiwan

Da USA og Taiwan er nye markeder for bæredygtig energi, er lovgivning og de politiske faktorer herom ikke så stabile, da der ikke er nogen historik at trække på. Dette indebærer en risiko for Ørsted, også hvis andre endnu ukendte markeder uden for Europa dukker frem. Som eksempel sås det, at de taiwanesiske myndigheder i starten af år 2019 offentliggjorde en lavere indfødningsstarif og load factor for de vundne projekter i Taiwan end først antaget. Dette gør investeringscasen dårligere for Ørsted ved at gå ind i Taiwan, og Ørsted har endnu ikke truffet endelig investeringsbeslutning.⁷⁶

⁷⁴ Ørsted Annual Report 2018, ledelsesberetning, side 20

⁷⁵ Ibid, side 48

⁷⁶ <https://orsted.com/da/Company-Announcement-List/2019/01/1872763>

Økonomiske forhold

Generel efterspørgsel efter elektricitet

Den generelle befolkningstilvækst i verden, samt det faktum at flere mennesker på jorden er blevet løftet ud af dyb fattigdom, der som eksempel er halveret i perioden år 2005 til år 2015⁷⁷, bevirker at efterspørgslen efter elektricitet stiger. Elektricitet bruges i alverdens afskygninger, men særligt nedkøling i varme områder, industri, datacentre osv. er store forbrugere heraf. I en verden der generelt bevæger sig mod at blive yderligere elektrificeret og digitaliseret, vil efterspørgslen efter elektricitet alt andet lige også forventes at stige.

Ørsted forventer i år 2030 at forsyne mere end 50 mio. mennesker med grøn elektricitet.⁷⁸ Ud af en verdensbefolkning på ca. 7 mia. mennesker, udgør dette ca. 0,7 %. Som drøftet i afsnittet omkring de politiske forhold, efterspørges generelt en øget andel grøn energi for at imødegå klimaudfordringer, hvorfor der må være potentiale for yderligere vækst inden for dette område.

Valutakursudsving

Ørsted opererer på det britiske, amerikanske, tyske og hollandske marked. For de to sidstnævnte er der tale om euro-lande, hvor Danmark med sin fastkurspolitik ikke oplever større valutakursudsving imod euroen. Der er derfor ingen risici forbundet hermed, da Ørsted her sælger deres produktion i en valuta der fluktuerer med den funktionelle valuta, som regnskabet aflægges i, nemlig danske kroner (DKK).

På det engelske marked, som samtidig er Ørsteds største marked, har der været uro i forhold til kommende Brexit, hvor planen er at Storbritannien skal forlade EU senest i marts 2019.⁷⁹ Beslutningen om at forlade EU vurderer Ørsted, på baggrund af informationer fra den britiske regering, ikke vil påvirke den britiske efterspørgsel fremadrettet på grøn energi, og at havvindmølleparker er rygraden af denne fremadrettede efterspørgsel.⁸⁰

Da Ørsted alene sælger sin produktion i britiske pund (GBP), men omvendt ikke har størstedelen af sine omkostninger i GBP, da opførslen af havvindmølleparker primært afregnes i euro, er Ørsted

⁷⁷ https://www.verdensmaalene.dk/img/Bliver_verden_bedre_2016_small.pdf, side 35

⁷⁸ Ørsted Annual Report 2018, ledelsesberetning, side 5

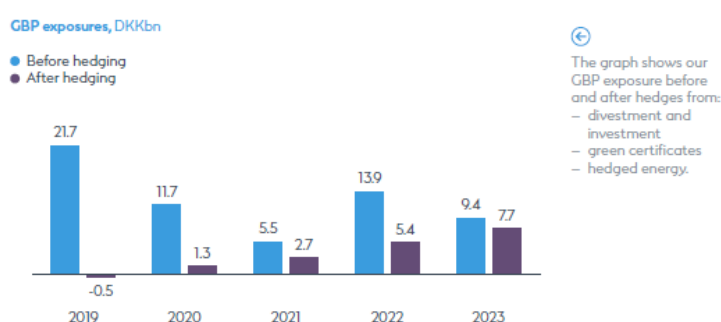
⁷⁹ <https://www.dr.dk/nyheder/udland/brexit/overblik-de-vigtigste-datoer-og-stoerste-knaster-frem-mod-brexit-i-marts>. Er dog efterfølgende blevet udskudt til efteråret 2019.

⁸⁰ Ørsted Annual Report 2018, ledelsesberetning, side 66 og 68

væsentlig eksponeret mod sådanne valutakursudsving. Derudover besidder Ørsted en række selskaber i Storbritannien, hvor den bundne kapital er eksponeret mod sådanne udsving.

Ørsted foretager med dette udgangspunkt en aktiv afdækning af valutakurs udsving i bl.a. GBP, og har frem til og med år 2021 afdækket sine GBP-eksponeringer med 91 %. I år 2022 og 2023 er pundeksponeringer afdækket henholdsvis ca. 61 % og 18 %:

Figur 3.1 - GBP-eksponeringer



Kilde: Ørsted Annual Report 2018, note 7.1, side 147

Valutakursrisici i forhold til GBP er derfor primært på den længere bane, og hvorvidt pundet kommer til at udvikle sig yderligere negativt i lyset af et forventeligt Brexit.⁸¹

I forbindelse med Ørsteds indtræden på det amerikanske marked, vil man også fremadrettet, når vindmølleparkerne er i brug og der generes omsætning, blive eksponeret mod US dollars. Såfremt der foretages endelig investeringsbeslutning i Taiwan, vil de også blive eksponeret mod Taiwanesiske dollars.

Råvareprisudsving

Ørsted er som energiselskab eksponeret over for udsving i prisen på elektricitet og bestemte råvarer. Særligt udsving i prisen på elektricitet påvirker omsætningen fra vindmølleparkerne og kraftværkerne. Derudover er Ørsted eksponeret mod, om end i mindre grad, udsving i olie- og gaspriser. Disse

⁸¹ Ibid

eksponeringer relaterer sig til købskontrakter på gas og flydende naturgas (kendt som LNG), som videresælges, olie-indekserede gaskontrakter og fastpriskontrakter på gas.⁸²

På linje med valutakurseksponeringerne, afdækker Ørsted også sine risici for prisudsving ved aktiv afdækning, hvor der handles med energiderivater. I tillæg hertil forsøger Ørsted at afsætte dele af sin producerede elektricitet via fastpriskontrakter (cPPA'ere), som beskrevet i afsnittet 'Costumer Solutions' i kapitel 2.

Sociokulturelle forhold

Over de senere år oplever eksempelvis investeringsfonde, at investorer i højere grad efterspørger bæredygtige investeringer.⁸³ Dette må antages også at gælde for forbrugere af de bæredygtige produkter, som sådanne virksomheder producerer eller leverer. Ørsted som virksomhed taler med på den bølge, og blev i januar 2019 kåret som verdens mest bæredygtige energivirksomhed, og verdens fjerdemest bæredygtige virksomhed generelt set, af Corporate Knights' Global 100-indeks.⁸⁴

Det er blandt andet blevet spået, at virksomheder der ikke har bæredygtighed på agendaen, vil uddø, ikke kun ud fra moralske motiver, men at markedsudviklingen og forbrugertendenser vil trække virksomhederne i den retning.⁸⁵

Ifølge en undersøgelse foretaget af Ørsted selv, ses det at mere end 8 ud af 10 personer mener, at det er vigtigt at skabe en verden, der udelukkende kører på vedvarende energi. Det er dog fortsat 80 % af al energi, der bliver produceret som konventionelle sort energi.⁸⁶

Det må derfor vurderes at kunderne også fremadrettet i endnu højere grad vil efterspørge Ørsteds bæredygtige produkter og services.

Teknologiske forhold

Den teknologiske udvikling inden for vindmøller har over de seneste år udviklet sig hastigt. Ved opførslen af den første havvindmøllepark i Vindeby i 1991, producerede hver vindmølle 0,45 MW elektricitet mod eksempelvis de nyligt opsatte havvindmøller ved Burbo Bank Extension, der hver især leverer 8 MW elektricitet, dvs. mere end 16 gange så meget elektricitet pr. vindmølle.

⁸² Ibid, side 68

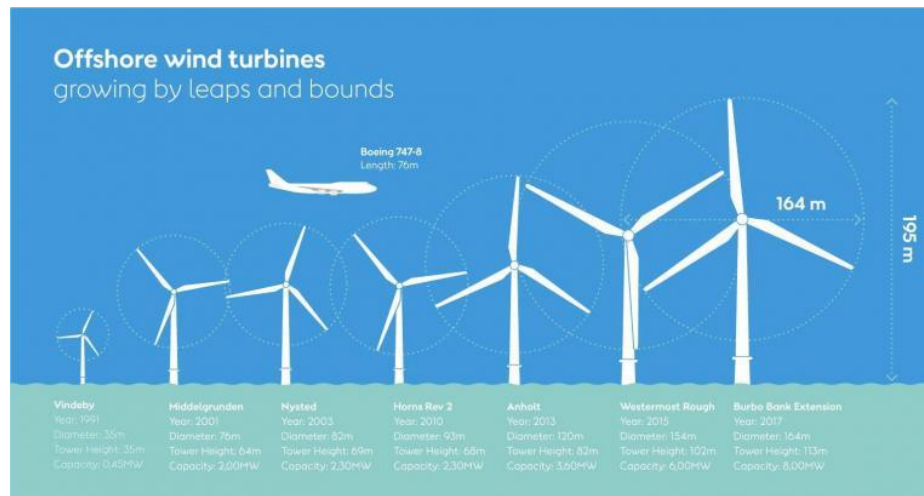
⁸³ <https://finans.dk/privatokonomi/ECE10991263/baeredygtig-revolution-tvinger-investeringsfonde-til-nye-investeringer/>

⁸⁴ <https://orsted.com/da/Media/Newsroom/News/2019/01/Orsted-is-the-worlds-most-sustainable-energy-company>

⁸⁵ <https://csr.dk/”u-baeredygtige-virksomheder-har-ingen-fremtid”>

⁸⁶ <https://orsted.com/da/Explore/Green-is-cheaper-than-black>

Figur 3.2 - Ørsted's havvindmøleturbiners udvikling i størrelse i perioden 1991-2017



Kilde: <https://ing.dk/artikel/giganterne-dyster-verdens-stoerste-havmoellepark-214223>

De teknologiske fremskridt gør nu, at grøn energi nu er billigere end sort energi målt på priser. Dette behandles yderligere i afsnittet 'Brancheanalyse' i dette kapitel.

Leverandørkæden presses også, med henblik på at opnå de omkostningsreduktioner, der blandt andet skal sikre at eksempelvis nul-subsidie buddene i Tyskland kan gennemføres og stadig være rentable.⁸⁷ De markante omkostningsreduktioner skal blandt opnås ved teknologiske fremskridt på leverandørsiden, med større vindmøller der dermed kan producere mere strøm per enhed og samtidig nøjes med færre møller, samt færre fundamenter og forbindelseskabler, så parkerne bliver billigere at opføre.⁸⁸ I år 2018 er der taget 8 MW turbiner i brug, mens at 10 MW turbiner er annonceret, men endnu ikke udrullet. I år 2025 forventes 13-15 MW turbiner.⁸⁹

Miljøforhold og lovgivningsmæssige forhold, som også indgår i PESTEL-modellen, er behandlet under de øvrige forhold.

⁸⁷ <https://ing.dk/artikel/dong-energy-maa-gamble-med-fremtidens-elpris-197339>

⁸⁸ <https://finans.dk/erhverv/ECE9911351/oersted-skovler-milliarder-ind-paa-vild-vaekst-men-flere-leverandoerer-kaemper/?ctxref=ext> og Ørsted Kapitalmarkedsdag 2018, præsentation, slide 82

⁸⁹ Ørsted Kapitalmarkedsdag 2018, præsentation, slide 82

Brancheanalyse via Porters Five Forces

Brancheanalysen omfatter en analyse af kundernes og leverandørernes respektive forhandlingsstyrke over for Ørsted, truslen fra substituerende produkter, adgangsbarrierer i branchen og konkurrenceintensiteten.⁹⁰

Kunderne og deres forhandlingsstyrke

Offshore

Offshores omsætning kommer i al væsentlighed fra 3 kilder. Produktion og salg af elektricitet fra havvindmølleparker, omsætning fra konstruktion af havvindmølleparker på vegne af 3. mand, og offentlige subsidier. Salg af elektricitet fra havvindmølleparker sker internt til forretningsenheden Customer Solution, som derefter står for porteføljeoptimering og salg af elektriciteten i det eksterne marked.⁹¹ Der er således indgået en koncernintern aftale, men idet den er intern, vurderes det ikke at påvirke værdiansættelsen. De kunder der ultimativt aftager den producerede elektricitet, behandles særskilt under det følgende afsnit for Customer Solutions.

Ørstedes omsætning i forhold til konstruktion af havvindmølleparker på vegne af 3. part, omfatter omsætning fra kunder genereret ved at være entreprenør på havvindmølleparkerne. Kunderne her er derfor medinvestorer, der typisk køber en halvdel af en havvindmøllepark, mens at havvindmølleparken fortsat er under konstruktion. Ørsted opfører så entreprisen og agerer bygherre.

Ørsted har pt. 5 igangværende opførsler af havvindmølleparker. Heraf er der frasolgt en 50 %-ejerandel i henholdsvis Borkum Riffgrund 2 og Hornsea 1 til Global Infrastructure Partners^{92,93}.

⁹⁰ Sørensen, 2017, side 64-70

⁹¹ Ørsted Annual Report 2018, note 2.2, side 96

⁹² <https://orsted.com/da/Media/Newsroom/News/2017/12/We-have-completed-the-divestment-of-Borkum-Riffgrund-2-offshore-wind-farm>

⁹³ <https://orsted.com/da/Company-Announcement-List/2018/09/1809936>

Figur 3.3 - Igangværende konstruktion af havvindmølleparker

Construction programme – Offshore

Project	Borkum Riffgrund 2	Hornsea 1	Borssele 1&2	Virginia	Hornsea 2
Country					
Asset type					
Capacity	465MW	1,218MW	752MW	12MW (EPC)	1,386MW
Expected completion	Completed Q4 2018	H2 2019	Q4 2020 / Q1 2021	H1 2021	H1 2022
Status		On track	On track	On track	On track
Comments		All substations installed 167 out of 174 foundations installed 116 out of 174 array cables installed	Key supply contracts signed	Key supply contracts signed	Negotiation and signing of key contracts



Ørsted

Kilde: Ørsted Investor Presentation Q4 2018, slide 9

Efter offentliggørelsen af det seneste 50 %-frasalg af Hornsea 1 i september 2018, offentliggjorde Ørsted samtidig at der sandsynligvis kommer til at gå længere tid, inden at der igen foretages delvise frasalg.⁹⁴ Der er derfor ikke indgået frasalgsaftaler for Borssele 1 & 2 og Hornsea 2. Virginia sitet er ikke ejet af Ørsted, men der udføres alene entreprisarbejdet, men udgør blot 12MW svarende til 1 havvindmølle.

Kundernes styrkeposition vurderes derfor ikke væsentlig i denne sammenhæng, da de samtidig er medinvestorer, og ved at træde ind, typisk laver en aftale med Ørsted om at afsætte deres andel af strømproduktionen. Der er derfor tale om en passiv investor, der typisk vil stille sig tilfreds med et fast langsigtet afkast fra havvindmølleparkerne, der har en levetid på 20-24 år.⁹⁵

I forhold til subsidier, ses der at disse er i markant fald. Projekterne udbydes typisk via en licitation, hvor prisen, dvs. det subsidie som Ørsted forventer at modtage per produceret mængde grøn elektricitet, er den altafgørende faktor.⁹⁶ Kunderne her må ses at være myndighederne i de pågældende lande.

⁹⁴ <https://energiwatch.dk/Energinyt/Energiselskaber/article10883593.ece>

⁹⁵ Levetider ses i Ørsted Annual Report 2018, note 3.1, side 107

⁹⁶ Ørsted Annual Report 2018, ledelsesberetning, side 69

Bioenergy

Bioenergys omsætning kommer i al væsentlighed fra 2 kilder. Den ene kilde er salg af fjernvarme fra varmegærkerne. Kunderne er kommunale selskaber, der køber varme på længerevarende varmeaftaler. Den anden kilde omfatter produceret elektricitet fra kraftværket eksternt i markedet via el-børsen North Pool⁹⁷. Når elektricitet afsættes på børser, er vil det være en række kunder der aftager elektriciteten. Der modtages i mindre grad også offentlige subsidier, om end det udgør under 10 % af omsætningen.⁹⁸ Det vurderes ikke at de kommunale selskaber, der er kunder til Ørsted, har en særlig forhandlingsstyrke.

Customer Solutions

Customer Solutions omsætning kommer i al væsentlighed fra 3 kilder. Salg af gas, salg af elektricitet og distribution af strøm. Sidstnævnte er, som tidligere beskrevet, ved at blive forsøgt afhændet, hvorfor den ikke behandles yderligere her.

Salg af gas sker på en række lange gaskontrakter, samt via gasbørser. Derudover afsættes gas til egne virksomheds- og privatkunder. Salg af elektricitet sker via børser og til egne virksomheds- og privatkunder, samt via de tidligere omtalte cPPA'ere.

Ørsted oplyser i sin årsrapport, at der ikke er enkeltstående kunder, der står for mere end 10 % af den konsoliderede omsætning. Subsidierne presses dog fortsat af myndighederne, og er den afgørende faktor i projektudbuddene, hvorfor Ørsted på dette område presses. På øvrige punkter vurderes forhandlingssituationen at være neutral.

Leverandørernes forhandlingsstyrke

Offshore

Som indledningsvist drøftet i afsnittet 'Makroanalyse via PEST-modellen' i nærværende kapitel, vurderes det at leverandørerne af vindmøller, eksempelvis Siemens Gamesa, som har vundet en stor del af licitationerne fra Ørsted, på trods af en vækst inden for vindmølleindustrien, ikke har formået at generere væsentlig indtjening. Det samme er tilfældet for eksempelvis firmaet Bladt Industries, der leverer fundamenter til havvindmølleparkerne, hvor indtjeningen ikke er steget tilsvarende den

⁹⁷ Ørsted Bioenergy & Thermal Power A/S, Årsrapport 2017, side 12

⁹⁸ Ørsted Annual Report 2018, note 2.2, side 96

firdoblede omsætning.⁹⁹ Samtidig er det set, at leverandører til olie- og gasindustrien forsøger at trænge ind på markedet for havvind og dermed trykker priserne.

Det må derfor vurderes at Ørsted er i en stærk forhandlingsposition over for sine leverandører.

Bioenergy

Bioenergy indkøber træpiller, træflis, halm og kul til fyring på kraftværkerne. Derudover benyttes også en vis mængde gas, der benyttes til at tænde op i kedlerne. Producenterne er en lang række forskellige leverandører, og Ørsted vurderes derfor at have en neutral forhandlingsstyrke i forhold til disse.

Customer Solutions leverandør er alene de øvrige forretningsenheder, hvorfor denne forretningsenhed ikke behandles her.

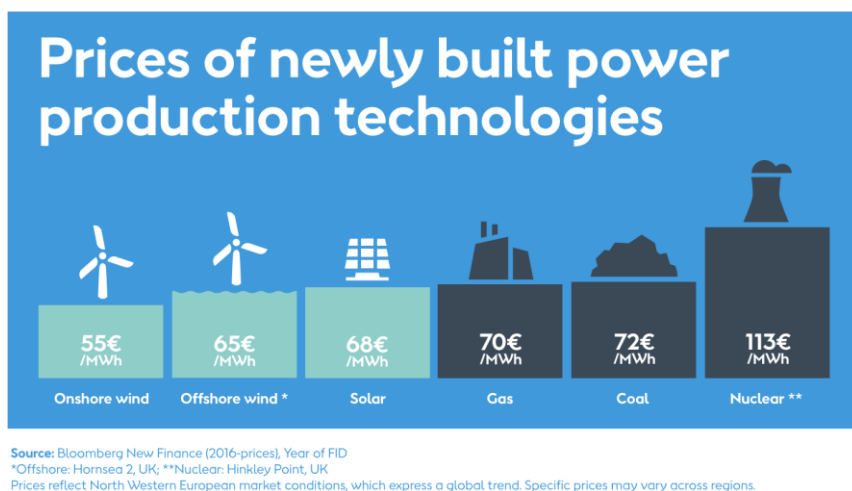
Substitutter

Substituerende produkter til Ørsteds produktion af grøn elektricitet fra hav- og landvindmøller, samt biomassefyrede kraftværker, består af solar, kul- og gasfyrede værker, vandenergi og kernekraft. For nyligt byggede elektricitetsproducerende teknologier, set i forhold til per produceret enhed, kan Ørsted med kalkulere med 55-65 Euro/MW omkostninger for opførslen af vindmølleparker mod 70-72 EUR/MW for et gas- eller kulfyret kraftværk.¹⁰⁰

⁹⁹ <https://finans.dk/erhverv/ECE9911351/oersted-skovler-milliarder-ind-paa-vild-vaekst-men-flere-leverandoerer-kaemper/?ctxref=ext>

¹⁰⁰ <https://orsted.com/da/Explore/Green-is-cheaper-than-black>

Figur 3.4 - Priser for nyligt byggede elproduktionsanlæg



Kilde: <https://orsted.com/da/Explore/Green-is-cheaper-than-black>

Også i forhold til omkostningen per produceret enhed, ses at omkostningen per enhed ved produktionen fra landvindmølleparker er lavere end ved produktion fra fossile kraftværker. Derudover har det også vist sig, at biomasseanlæg er konkurrencedygtige.¹⁰¹

Ørstedes havvindmølleteknologi er alene aktuel i lande, med adgang til havforhold, ligesom der skal være en gunstige vindforhold i området. Der er dog en række områder i verden, ud over nuværende markeder hvor Ørsted agerer på, der kendetegnes ved gunstige vindforhold. Særligt kyststrækninger langs den amerikanske øst- og vestkyst, samt Østasien opfylder disse betingelser. Substituerende produktioner som solar egner sig primært til områder med meget sol.

Substituerende produkter ses derfor ikke at være en særlig risiko for Ørsted, så risikoen vurderes som lav, da der i lyset af den generelle forventede stigning i efterspørgslen efter elektricitet, også vil være behov for denne energiproduktionsform.

Markedets adgangsbarrierer

For at komme ind på markedet, kræves der massive investeringer, hvor branchen er kendetegnet ved at være kapitaltung. Som tidligere omtalt, har Ørsted forpligtet sig til at investere 200 mia. kr. frem mod år 2025, hvilket i sig selv vidner om en branche, der stiller krav til stor kapital.

¹⁰¹ <https://www.forbes.com/sites/dominicdudley/2018/01/13/renewable-energy-cost-effective-fossil-fuels-2020/#482b0ff54ff2>

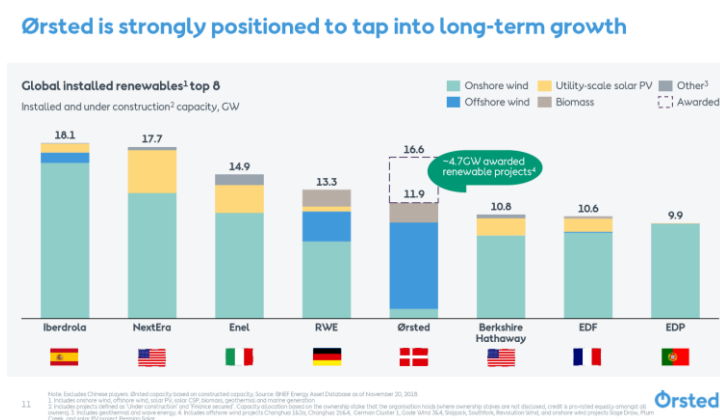
Øvrige aktører kendetegnes ved at være energiselskaber, som også tidligere, ligesom Ørsted, har haft en erfaring fra fossil energiproduktion, og nu udnytter viden og kapitalapparatet fra dette. Ørsted har vundet størstedelen af de nuværende udbud på opførslen af havvindmølleparker¹⁰², hvilket understøtter at det generelt er svært for konkurrenter at komme ind og tage deres bid af markedet. Ørsted bryster sig også med at have opnået færdigheder og setup, som de kan drage fordel af i de forskellige udbud.

Markedets adgangsbarrierer vurderes derfor at være høj, hvilket giver Ørsted en fordel som etableret aktør.

Konkurrenceintensitet

Der eksisterer en række aktører, som producerer grøn energi på linje med Ørsted. Ørsted markerer sig markant inden for særligt havvindmølleparker, hvor de klart har den største kapacitet, jf. nedenstående figur.

Figur 3.5 - Globalt installeret bæredygtig energiproduktionskapacitet – top-8



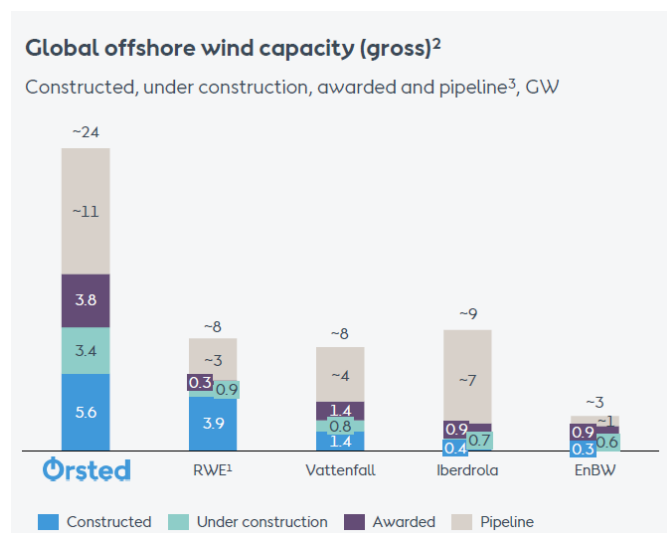
Kilde: Ørsted Kapitalmarkedsdag 2018, præsentation, slide 12

Konkurrencen omkring de forskellige udbud på opførslen af eksempelvis havvindmølleparkerne er skærpet, men pt. har Ørsted etableret, er i gang med at etablere eller vundet kapacitet for samlet 13 GW. Derudover ligger der pipeline på 11 GW i fremtiden, som Ørsted kan byde ind på. De

¹⁰² Ørsted har vundet 8 udbud samlet. Se Ørsted Kapitalmarkedsdag 2018, præsentation, slide 60

efterfølgende konkurrenter RWE, Vattenfall og Iberdrola har ikke tilsvarende etablering eller pipeline, jf. nedenstående figur.

Figur 3.6 - Globalt installeret bæredygtig energiproduktionskapacitet – top-8



Kilde: Ørsted Kapitalmarkedsdag 2018, præsentation, slide 61

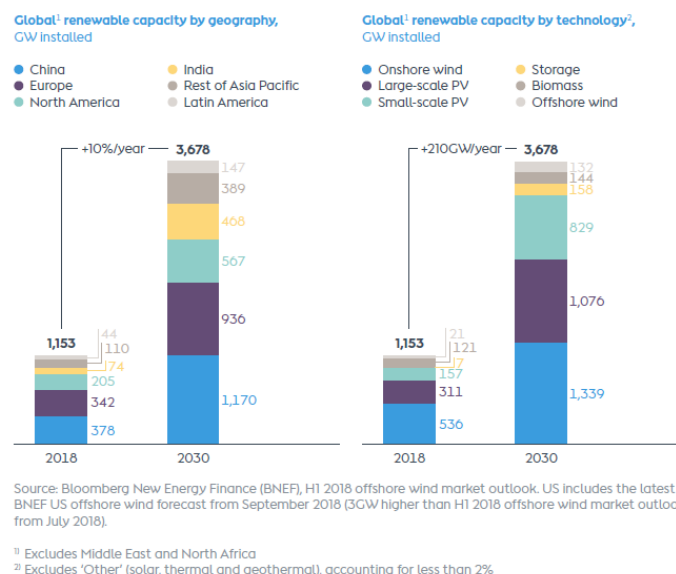
Konkurrenceintensiteten vurderes på den baggrund at være moderat.

Markedsanalyse

Over de seneste par år har Ørsted udviklet sig fra primært at være en nordeuropæisk funderet energikoncern, til nu at være en globalt omspændende virksomhed med aktiviteter på 3 kontinenter, henholdsvis Europa, Nordamerika og Asien.

Frem mod år 2030 forventes det samlede marked for vedvarende bæredygtig energi at vokse 10 pct. om året, svarende til 210 GW om året. Til sammenligning forventer Ørsted en stigning på mellem 1-2 GW om året i egen kapacitet. Særligt Kina, Europa, Nord Amerika og Indien forventes at være de markeder med størst absolut vækst, jf. figur 3.7.

Figur 3.7 - Global vedvarende energikapacitet fordelt henholdsvis på geografi og teknologi



Kilde: Ørsted Annual Report 2018, ledelsesberetning, side 19

I det følgende afsnit vil Ørstedes tre hovedmarkeder blive analyseret nærmere.

Europa

Ørsted er markedsledende inden for etablering, udvikling og drift af virksomhedens hovedaktivitet, havvindmølleparkerne, og Europa er Ørstedes nuværende hovedmarked. Pt. er 80 % af alle havvindmølleparker i verden placeret i Europa, og Europa forventes i år 2030 at udgøre 50 % af den samlede globale havvindmøllekapacitet.¹⁰³ Samlet forventes Europa at stige fra 17 GW i år 2018, 43 GW i år 2025 og 68 GW i år 2030. Andelen af vedvarende energi stiger generelt i Europa, hvor vedvarende energi i år udgør 42 % af den samlede energimængde, som forventes at udgøre 69 % i år 2030, hvorfor det også vokser relativt set mere i forhold til det fossile energiforbrug.¹⁰⁴

Konkret er der store potentialer i landene Tyskland, Holland, Storbritannien, Danmark og nye lande som endnu ikke er i Ørstedes portefølje, men som man kigger på, henholdsvis Frankrig, Belgien og Polen. Disse lande har planlagt kommende udbud på opførslen af havvindmølleparker.¹⁰⁵

Bioenergy delens potentiale ligger væsentligst i forhold til affaldsløsningssystemer. Affaldsmængderne i verden stiger væsentligt og der efterspørges systemer til at genanvende affald i

¹⁰³ Ørsted Annual Report 2018, ledelsesberetning, side 20

¹⁰⁴ Ibid, side 21

¹⁰⁵ Ørsted Investor Presentation Q4 2018, præsentation, slide 12

endnu højere grad end nu, hvor kun 17 % genanvendes på verdensplan. Frem mod år 2030 er der sat mål fra EU om at 65 % af affald skal genanvendes, og at affaldsmængder på lossepladser reduceres til under 10 %. Det giver derfor også et stort potentiale i forhold til Ørstedes Renescience anlæg, der forventes ibrugtaget i år.

På Customer Solutions siden forventes fortsat en øget efterspørgsel fra store erhvervsvirksomheder og lignende i på de såkaldte cPPA'er, da flere virksomheder benytter dette som led i deres bæredygtighedsagenda, da de kan aftage grøn energi på faste aftaler, der derved indgår i deres produkters livscykler.

Der ses derfor fortsat en stor mulighed for vækst på det europæiske marked. Ørsted er ikke tilstede på det europæiske marked for landvindmølleparker.

Nordamerika

Som vist i figur 3.7, forventes det samlede nordamerikanske marked for vedvarende energi at vokse fra 205 GW installeret kapacitet i år 2018 til 567 GW i år 2030.

Det nordamerikanske marked for havvindmølleparker forventes at vokse fra et nuværende 30 MW (0,03 GW!) udgangspunkt, til at have opført 10 GW havvindmøllekapacitet i år 2030. En række udbud forventes i fem amerikanske delstater på østkysten.¹⁰⁶ Ørsted har pt. vundet retten til at opføre ca. 0,9 GW havvindmøllekapacitet i USA, baseret på sit opkøb af Deepwater Wind.

Også landvindmølleparker og solar, hvor markedet ses at vækste kraftigt, med forventet gennemsnitlig stigning på 6,1 % per år frem mod år 2030, herunder mest hastigt i perioden frem mod år 2020 med 11 % per år.¹⁰⁷ Ørsted har pt. vundet retten og opført samlet 0,8 GW,¹⁰⁸ baseret på sit opkøb af Lincoln Clean Energy. Også markedet for solar forventes at opleve en årlig stigningsrate på 23 % frem mod år 2020 og firdoble frem mod år 2030.

Ørsted er ikke repræsenteret i Nordamerika med forretningsenhederne Bioenergy og Customer Solutions.

Asien-Oceanien

Også det asiatiske marked for vedvarende energi forventes at opleve betydelige vækstrater. Som det sås af figur 3.7, forventes det at markedet for vedvarende energi, fordelt på Kina, Indien og 'resten',

¹⁰⁶ Ørsted Investor Presentation Q4 2018, præsentation, slide 11

¹⁰⁷ Ørsted Annual Report 2018, ledelsesberetning, side 20

¹⁰⁸ Ørsted Kapitalmarkedsdag 2018, præsentation, slide 44

vil vokse fra henholdsvis 378 GW, 74 GW og 110 GW installeret kapacitet i år 2018 til henholdsvis 1.170 GW, 468 GW og 389 GW i år 2030. I Asien-Oceanien, eksklusive Kina, forventer man at markedet i gennemsnit vokser 58 % om året frem mod år 2030. Det samlede asiatisk-oceaniske marked inklusive Kina, forventes at udgøre 43 % af den samlede globale havvindmøllekapacitet på 132 GW i år 2030.

Ørsted er pt. repræsenteret i Taiwan, hvor man har vundet retten til at opføre 1,8 GW kapacitet, forudsat der træffes endelig investeringsbeslutning herom.

Der ses derfor en markant forventet vækst i markedet for både havvindmøller, landvindmøller og solar i årene helt frem mod år 2030.

Ørsted er ikke repræsenteret i Asien-Oceanien med forretningsenhederne Bioenergy og Customer Solutions, og for nuværende heller ikke inden for Onshore (landvindmøller).

Intern analyse

Den interne analyse vil tage udgangspunkt i en regnskabsanalyse af Ørstedes seneste 3 års koncern-årsregnskaber, henholdsvis år 2018, 2017 og 2016, og vil omfatte analyse af bl.a. regnskabskvaliteten, reformuleringer af resultatopgørelse og balance, nøgletalsanalyse af rentabilitet og vækst, analyse af nuværende kapitalstruktur samt en risikoanalyse. Dette skal sammen med den eksterne analyse give en forklaring på Ørstedes nuværende værdiskabelsessevne og vil ende ud som input til den efterfølgende budgettering og analyse af den fremadrettede kapitalstruktur i hhv. afsnittet 'Budgettering' og 'Langsigtet kapitalstruktur' i kapitel 4.

Regnskabsanalyse

Regnskabskvalitet

Formålet med analysen af regnskabskvaliteten er at vurdere, i hvilket omfang Ørstedes regnskabsføring fanger dens underliggende forretningsmæssige aktiviteter nøjagtigt, således at det kan danne et udgangspunkt for regnskabsanalysen og efterfølgende den fremadrettede budgettering.¹⁰⁹

¹⁰⁹ Sørensen, 2017, side 155

Identifikation af centrale regnskabsprincipper og den anvendte regnskabspraksis

Ørsted udarbejder årsrapport efter International Financial Reporting Standards (IFRS). I tillæg benytter Ørsted regnskabsprincippet Business Performance på linje med IFRS, til at vise resultaterne af Ørsteds aktiviteter.¹¹⁰ Årsagen skyldes at Ørsteds afdækningsaktiviteter relateret til energi resultatføres efter IFRS, men for at vise afdækningen i samme år som eksponeringer indtræder, benytter man dette princip med inspiration fra 'hedge accounting' princippet under IFRS.¹¹¹

Det er ud fra Business Performance at resultaterne forklares i ledelsesberetningen, og at der gives meddelelser til markedsdeltagerne. Regnskabsanalysen vil blive udført på baggrund af Business performance regnskabet, som også vurderes bedre at afspejle den reelle aktivitet. Princippet er godkendt af Erhvervsstyrelsen, da det ikke ses som en erstatning for IFRS, men som et supplement.¹¹²

I år 2017 solgte Ørsted sin Olie og Gas forretningsenhed til britisk-schweiziske INEOS. Den afhændede forretningsenhed er korrigeret i sammenligningstallene til årsrapporten for 2017 (dvs. 2016 tallene) for resultatopgørelsen, men ikke for balancen.

Derudover er det forventede frasalg af eldistributions-, privatkunde- og udendørsbelysningsforretningen vist som aktiver bestemt for salg, men vises fortsat som en del af driften. Derudover er der ikke foretaget tilpasning af sammenligningstal for 2017¹¹³, ligesom det ikke er en del af 2016 tallene.

Vurdering af den regnskabsmæssige fleksibilitet

De regnskabsmæssige skøn og vurderinger i Ørsteds årsregnskaber knytter sig særligt til følgende områder¹¹⁴:

- Ved salg af andel af havvindmøllepark, vurderes salgssummens opdeling mellem henholdsvis salget af aktier og konstruktionskontrakten, der indgås, da havvindmølleparkerne sælges inden de er færdigbyggede.

¹¹⁰ Ørsted Annual Report 2018, ledelsesberetning, side 31 og resultatopgørelse, side 73

¹¹¹ Ørsted Annual Report 2018, note 1.5, side 88

¹¹² <https://finanstilsynet.dk/~media/Lovgivning/Regler-og-praksis/2016/Reaktioner/311-Bilag-1-enderlig.pdf?la=da>

¹¹³ Ørsted Annual Report 2018, note 3.6, side 114

¹¹⁴ Ibid, note 1.3, side 83 og revisionspåtegning, side 187-190

- Vurdering af færdiggørelsesgrader på opførslen af havvindmølleparker på vegne af 3. mand (eksterne investorer) og fremadrettet estimering af omkostninger og indtægter forbundet hermed.
- Vurdering af klassifikationen af frasalg af havvindmølleparker som enten salg af et aktiv eller salg af en virksomhed. Som det ses i ledelsesberetningen i Annual Report 2018, vurderes det i al væsentlighed at være salg af et aktiv.¹¹⁵
- Vurdering af klassifikation af partnerskaber som enten joint operations eller joint ventures.
- Estimering af købesumsallokeringen i forbindelse med opkøb. Som tidligere nævnt har Ørsted opkøbt de to amerikanske selskaber Lincoln Clean Energy og Deepwater Wind i 2018, der indregnes fra overtagelsestidspunktet ('closing'). Heri er der krav om at opgøre elementerne i købesumsallokeringen til dagsværdi, der indebærer skøn.
- Vurdering af indregningen af forpligtelse til 'tax equity partners'.
- Estimat vedrørende usikre skattepositioner relateret til transfer pricing.

Derudover ses regnskabsmæssige skøn relaterede til estimeringen af tabsgivende kontrakter, retssager, retableringsforpligtelser forbundet med vindparkerne og kraftvarmeværkerne, samt indregning af udskudte skatteaktiver.

Særligt timingen af indregning af 'milepæle' betalinger ved salg af andel af havvindmøllepark, som forklaret i bullet 1, og hvordan det klassificeres, giver anledning til subjektive vurderinger. Over tid, og ud fra værdiansættelsens fremadskuende funktion, vurderes det dog at have mindre betydning, da det alene bliver et spørgsmål om i hvilket år det skal tilbagediskonteres fra. I de sidste 3 års årsregnskaber ses der ikke ændringer foretaget til primo tallene, hvilket indikerer at der ikke er foretaget væsentlige ændringer i regnskabspraksis, der har krævet regulering af sammenligningstallene, ud over de omtalte frasalg.

Kvaliteten af oplysningerne i årsrapporterne

Ørsted har over de senere par år både vundet og været indstilling til diverse årsrapportpriser. I år 2017 vandt Ørsted PwC's C20 Regnskabspris 2017, med bemærkninger om en årsrapport af højeste kvalitet og med et meget højt informationsniveau.¹¹⁶ Derudover modtog Ørsted specialpriser i både

¹¹⁵ Annual Report 2018, ledelsesberetning, side 33

¹¹⁶ <https://www.pwc.dk/da/presse/meddelelser/2017/dong-energy-karet-som-arets-vinder-af-c20-regnskabsprisen.html>

2017 og 2018 på udvalgte områder i deres årsrapport fra henholdsvis FSR – Danske revisorer¹¹⁷ og PwC¹¹⁸. Kvaliteten af oplysningerne i årsrapporterne vurderes således at være af god kvalitet.

Identifikation af røde flag

På regnskaberne for år 2018, 2017 og 2016 ses det, at der er givet erklæringer fra revisor uden forbehold eller fremhævelse af forhold vedrørende revisionen.¹¹⁹ Årsrapporterne vurderes derfor som pålidelige og at regnskabsanalysen kan basere sig herpå.

Reformuleringer

Formålet med reformuleringen er at skelne mellem drifts- og finansieringsaktiviteterne, og dermed identificere hvordan at virksomheden 'tjener sit overskud'. Reformuleringerne benyttes til den efterfølgende nøgletalsanalyse af rentabilitet og vækst.¹²⁰

Totalindkomstopgørelse

Til brug for reformulering af totalindkomstopgørelsen, er resultatopgørelserne i årsrapporterne for de seneste 2 år benyttet, hvori årsregnskabet for år 2017 indeholder sammenligningstal (år 2016 tal), hvormed der indgår 3 års historiske regnskabstal. Den reformulerede totalindkomstopgørelse er opdelt i driftsoverskud fra salg før og efter skat, andet driftsoverskud, og dirty-surplus poster, der er ikke-resultatførte poster, men som kan ses af totalindkomstopgørelsen.¹²¹ Slutteligt er de netto finansielle omkostninger opgjort. Skatteeffekten på finansielle poster og på andet driftsoverskud er korrigeret for undervejs. I det følgende kommenteres udvalgte poster til brug for forståelse af den foretagne reformulering.

Følgende poster er vurderet ikke at være core driftsaktivitet, hvorfor de er korrigeret for i den reformulerede totalindkomstopgørelse:

- Andre driftsindtægter, herunder salg af andele af havvindmølleparker.
- Resultatandele i associerede og kontrollerede virksomheder.
- Andre driftsomkostninger.

¹¹⁷ https://www.fsr.dk/Faglige_informationer/Regnskaber/Aarsrapportpris%202017/Aarsrapportpris%202017

¹¹⁸ <https://www.pwc.dk/da/presse/meddelelser/2018/orsted-vinder-saerpris-for-at-inddrage-miljoe-og-sociale-aspekter-i-aarsrapporten.html>

¹¹⁹ Ibid, revisionspåtegning, side 187-190, Ørsted Årsrapport 2017, side 167-170 og Ørsted Årsrapport 2016, side 185-188

¹²⁰ Sørensen, 2017, side 203

¹²¹ Sørensen, 2017, side 189

- Nedskrivninger.
- Dirty-surplus poster fra totalindkomstopgørelsen, da disse ikke vurderer at vedrøre den ordinære drift.

Salg af andele af havvindmølleparker er valgt klassificeret under andet driftsoverskud, da Ørsted, som tidligere beskrevet, har meddelt at man fremadrettet ikke forventer at frasælge andele i vindmølleparkerne. Det vil derfor primært være det ordinære salg af energi, der indgår i analysen af den ordinære drifts rentabilitet og fremadrettede vækst. Da gevinsterne fra frasalgene samtidig har været skattefri, hvilket blandt andet kan ses at Ørsteds lave effektive skattesats¹²², er de vist som efter-skat post. Den reformulerede totalindkomstopgørelse ser herefter således ud:

¹²² 17 % effektiv skat i år 2018 og 12 % i år 2017, jf. Ørsted Annual Report, note 5.2, side 128

Tabel 3.1 - Reformuleret totalindkomstopgørelse

mio. kr.	2018	2017	2016
Nettoomsætning	76.946	59.504	61.201
Offshore	30.566	20.552	22.428
Onshore	80	-	-
Bioenergy	6.353	5.864	5.149
Customer Solutions	47.999	40.195	36.009
Other activities/eliminations	-8.052	-6.907	-4.385
Vareforbrug	-53.906	-40.544	-39.260
Andre eksterne omkostninger	-5.865	-4.241	-4.078
Personaleomkostninger	-3.102	-3.182	-3.051
Afskrivninger	-5.978	-5.739	-4.279
Driftsoverskud fra salg før skat (EBIT)	8.095	5.798	10.533
Skat herpå			
Rapporteret skatteomkostning	-4.018	-1.765	-2.191
Skatteeffekt på finansielle poster	-281	-229	-169
Skatteeffekt på andet driftsoverskud	334	-188	271
Driftsoverskud fra salg efter skat (NOPAT)	4.130	3.616	8.444
Andet driftsoverskud (før skat poster)			
Andre driftsindtægter (ej salg af andel af havvindmølleparker og US	1.104	523	1.511
Andre driftsomkostninger	-289	-549	-558
Aktiebaseret aflønning	-24	-15	-37
Resultat ved salg af virksomheder	127	-139	1.250
Resultatandele i ass. og fælleskontrollerede virksomheder	-5	-129	17
Nedskrivninger	603	-545	-353
	1.516	-854	1.230
Skatteeffekt (22 %)	-334	188	-271
	1.182	-666	959
Andet driftsoverskud (efter skat poster)			
Andre driftsindtægter (salg af andel af havvindmølleparker og US	15.171	11.142	3.356
skattecreditter, og skattepligtig)	-1.580	-1.396	-6.652
Dirty surplus poster fra anden totalindkomst			
Andet driftsoverskud efter skat	18.903	12.696	6.107
Netto finansielle omkostninger			
Finansielle omkostninger	-4.457	-5.295	-3.256
Finansielle indtægter	3.179	4.253	8.489
Netto finansielle omkostninger	-1.278	-1.042	-767
Skatteeffekt (22 %)	281	229	169
Netto finansielle omkostninger efter skat	-997	-813	-598
Total indkomst for koncernen, fortsættende aktiviteter	17.906	11.883	5.509
Resultat fra ophørende aktiviteter	10	6.920	1.052
Totalindkomst for koncernen, samlet	17.916	18.803	6.561
Jf. totalindkomstopgørelse	17.916	18.803	6.561
Difference	-	-	-

Kilde: Egen tilvirkning, og tal fra Ørsted Annual Report 2018, Årsrapport 2017 og 2016

Balance

Tilsvarende til brug for reformulering af balancen, er regnskabstal fra år 2018, 2017 og 2016 benyttet.

Ikke-kernedriftsaktiverne udgøres af kapitalandele og tilgodehavender i associerede og fælleskontrollerede virksomheder, samt aktiver og forpligtelser bestemt for salg, der som tidligere beskrevet, udgøres af eldistributionsforretningen i balancen for år 2018 og den tidligere afhændede

Olie og gas forretning i balancen for år 2016. Nettodriftsaktiverne kan fastslås til 74.921 mio. kr., 68.965 mio. kr. og 56.698 mio. kr. i henholdsvis år 2018, 2017 og 2016, jf. tabellen nedenfor:

Tabel 3.2 - Reformuleret balance

<i>mio. kr.</i>	2018	2017	2016
Kernedriftsaktiviteter			
Immaterielle aktiver	777	689	955
Grunde og bygninger	969	1.501	1.505
Produktionsanlæg	66.310	60.603	53.708
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	342	413	438
Materielle aktiver under opførelse	16.434	13.328	14.531
Udskudt skat, aktiv	4.588	2.865	88
Andre tilgodehavender, lang	2.670	1.955	515
Varebeholdninger	13.943	3.853	3.451
Entreprisekontrakter, aktiv	1.451	10.817	6.453
Tilgodehavender fra salg	10.741	9.170	7.286
Andre tilgodehavender, kort	4.390	3.519	1.710
Selskabsskat	1.525	296	430
Kernedriftsaktiviteter, i alt	124.140	109.009	91.070
Driftsforpligtelser			
Udskudt skat, passiv	4.025	2.128	2.185
Hensatte forpligtelser, langfristet	12.774	10.840	8.337
Andre gældsforpligtelser, langsigtet	409	5.714	6.622
Hensatte forpligtelser, kort	680	680	702
Entreprisekontrakter, passiv, lang	3.642	-	-
Entreprisekontrakter, passiv, kort	924	1.317	171
Leverandørgæld	13.082	11.499	10.024
Andre gældsforpligtelser, kortsigtet	4.793	6.368	6.277
Selskabsskat	4.717	1.498	54
Tax equity' forpligtelse, lang	3.728	-	-
Tax equity' forpligtelse, kort	445	-	-
Driftsforpligtelser, i alt	49.219	40.044	34.372
NDA	74.921	68.965	56.698
Ikke-kerne driftsaktiver			
Kapitalandele i fælleskontrollerede og associerede virksomheder	457	339	1.060
Tilgodehavender hos ass. Og fælleskontrollerede virksomheder, kort og lang	60	48	675
Aktiver bestemt for salg	15.223	2.642	15.373
Forpligtelser vedr. aktiver bestemt for salg	-4.851	-630	-13.503
Ikke-kerne driftsaktiver, i alt	10.889	2.399	3.605
Nettofinansielle forpligtelser			
Hybridkapital	13.239	13.239	13.248
Obligations- og bankgæld, langfristet	25.095	25.715	22.164
Obligations- og bankgæld, kortfristet	2.201	3.921	2.019
Derivater, passiv	8.094	4.374	6.930
	48.629	47.249	44.361
Andre værdipapirer og kapitalandele	-211	-130	-158
Derivater, aktiv	-5.468	-4.870	-8.689
Værdipapirer	-25.501	-25.280	-16.533
Likvide beholdninger	-3.515	-4.203	-2.931
Nettofinansielle forpligtelser, i alt	13.934	12.766	16.050
TOTAL	71.876	58.598	44.253
Egekapital i alt	71.876	58.598	44.253
Minoritetsinteresser	-3.388	-3.807	-5.146
Egekapital, moderselskabets akt	68.488	54.791	39.107
Diff	-	-	-

Kilde: Egen tilvirkning, og tal fra Ørsted Annual Report 2018, Årsrapport 2017 og 2016

For at sammenholde med Ørstedes eget opgjorte hovedtal for deres nettodriftsaktiver, ses i årsregnskaberne hovedtallet Investeret Kapital¹²³, der i al væsentlighed svarer til nettodriftsaktiverne opgjort her. Forskellene vurderes ikke væsentlige, men udviklingen i tallene ses på samme vis.

Tax equity på 3.719 mio. kr. er ikke udtryk for egenkapital eller rentebærende fremmedkapital, men er udtryk for en forpligtelse man forventer at tilbagebetale til investorer via skatte kreditter.¹²⁴ Disse henføres derfor som en forpligtelse under anlægskapitalen.

Pengestrømsopgørelsen

I det at de reformulerede totalindkomstopgørelser og balancer benyttes til at budgettere det frie cash flow, er der ikke behov for at reformulere pengestrømsopgørelserne fra årsrapporterne.¹²⁵

Nøgletalsanalyse

Nøgletalsanalysen formål er at etablere, hvor Ørsted er nu, samt at afdække hvad der driver den nuværende rentabilitet. Med udgangspunkt i nøgletalsanalysen, samt den tidligere foretagne eksterne analyse, vil budgetterne efterfølgende bliver udarbejdet i afsnittet 'Budgettering' i kapitel 4, herunder analyseret hvordan at den fremtidige rentabilitet og vækst vil være forskellig for den nuværende.¹²⁶ Nøgletalsanalysen vil tage udgangspunkt i DuPont modellens 3 niveauer.

Return on Equity (ROE)

Egenkapitalforretningen ROE defineres som totalindkomsten til ordinære aktionærer, set i forhold til deres investerede kapital, altså afkastet af den foretagne investering, og opgøres som følger:

$$\text{ROE} = \text{Totalindkomst til ordinære aktionærer} / \text{Gennemsnitlig ordinær egenkapital}$$

eller

$$\text{ROE} = \text{ROIC} + [\text{FGEAR} * (\text{ROIC} - r)]^{127}$$

Både driftsaktiviteter (der skaber driftsoverskud) og finansieringsaktiviteter (der skaber finansielle indtægter eller omkostninger) berører egenkapitalforretningen.¹²⁸

¹²³ Ørsted Annual Report 2018, ledelsesberetning (fem-års oversigt), side 35

¹²⁴ Ørsted Annual Report 2018, note 6.1, side 136

¹²⁵ Metode 1 i Sørensen, 2017, side 259 benyttes således

¹²⁶ Sørensen, 2017, side 279

¹²⁷ Ibid, side 280-281

¹²⁸ Ibid

ROE kan opgøres til følgende:

Tabel 3.3 - Opgjort ROE

Niveau 1	2018	2017	2016
ROE ex. minoritetsinteresser	29,9%	24,2%	13,2%
ROIC	26,3%	20,2%	10,8%
FGEAR (NFF/EK)	0,22	0,31	0,41
r (NFO/NFF)	9,6%	7,2%	4,8%
SPREAD (ROIC - r)	16,7%	13,0%	6,0%

Kilde: Egen tilvirkning

For at beregne ROE, har det været nødvendigt at beregne ROIC og FGEAR, og efterfølgende SPREAD.

I det følgende er først udviklingen i driftsaktiverne analyseret via nøgletallet ROIC, og efterfølgende udviklingen i finansieringsaktiverne via nøgletallet FGEAR.

Dekomponering og analyse af ROIC

Som det ses af nedenstående tabel, er ROIC steget fra 10,8 % i 2016 til 26,3 % i år 2018. Det ses samtidig at det primært er udviklingen i overskudsgraden (OG), der trækker fremgangen i overskudsgraden. Aktivernes omsætningshastighed, bortset fra et fald i 2017, er stort set uændret fra år 2016 og til år 2018.

Tabel 3.4 - Dekomponering af ROIC

Niveau 2	2018	2017	2016
ROIC	26,3%	20,2%	10,8%
OG	24,6%	21,3%	10,0%
AOH	1,070	0,947	1,079
1/AOH	0,935	1,056	0,926

Kilde: Egen tilvirkning

Som det ses af nedenstående analyse af OG-driverne, er det særligt frasalg af andele i havvindmølleparker i årene 2017 og 2018, der har trukket stigningen i overskudsgraden. Dette skyldes at der er opnået store (og skattefri) gevinster fra salget af disse aktiver, som tidligere beskrevet. Ses der i stedet på udviklingen i OGsalg, kan det konstateres at bruttoavanceprocenten er faldet fra 35,9 % i år 2016 til 29,9 % i år 2018. Forholdet her vurderer jeg dog, skyldes at der i 2016 tallene er indregnet resultat fra eldistributionsforretningen mv., som nu er sat til salg. Denne er ikke medtaget i 2018 tallene, da den er vist særskilt som ikke-fortsættende aktiviteter:

Tabel 3.5 - OG-driverne - dekomponering

Niveau 3	2018	2017	2016
<i>OG-driverne</i>			
Bruttoavanceprocent	29,9%	31,9%	35,9%
Andre eksterne omkostninger	-7,6%	-7,1%	-6,7%
Personaleomkostninger	-4,0%	-5,3%	-5,0%
Afskrivninger	-7,8%	-9,6%	-7,0%
<i>OG-salg før skat</i>	<i>10,5%</i>	<i>9,7%</i>	<i>17,2%</i>
Skat	-5,2%	-3,7%	-3,4%
<i>OG-salg</i>	<i>5,4%</i>	<i>6,1%</i>	<i>13,8%</i>
Anden drift, ex. frasalg af andele - efter skat	1,5%	-1,1%	1,6%
Frasalg af andele af havvindmølleparker - ej skattepligtigt	19,7%	18,7%	5,5%
Dirty surplus poster fra anden toaledkomst - efter skat	-2,1%	-2,3%	-10,9%
OG	24,6%	21,3%	10,0%

Kilde: Egen tilvirkning

Personaleomkostninger er faldet med 1 pct.-point fra år 2016 til år 2018. I år 2017 havde Ørsted en fyringsrunde¹²⁹ i gruppefunktionerne, hvor effekten heraf til dels kan ses i det efterfølgende år, hvor personaleomkostninger er faldet med 1,3 pct.-point. I samme forbindelse overgik Ørsted fra en konglomeratstruktur til et integreret selskab, efter frasalget af Olie og Gas forretningsenheden.

Skat er steget fra 3,4 % af omsætningen i år 2016 til 5,2 % af omsætningen i år 2018. Det ses af årsregnskabet for 2018, at der er kommet en negativ justering af skatter vedrørende tidligere år på 880 mio. kr. Korrigeres for denne ville skatten udgøre ca. 4 % af omsætningen i år 2018, og således nogenlunde på niveau med år 2017 og år 2016.

¹²⁹ <https://ing.dk/artikel/dong-energy-fyrer-115-135-medarbejdere-efter-frasalg-199285>

Dekomponering og analyse af AOH

Aktivernes omsætningshastighed er den anden driver bag ROIC. Analysen af omsætningshastigheden gør det muligt at vurdere effektiviteten af Ørstedes kapitaltilpasning, herunder styringen af arbejdskapitalen og anlægskapitalen.¹³⁰

Tabel 3.6 - AOH-drivere - dekomponering

<i>AOH-drivere (inverse)</i>	2018	2017	2016
Immaterielle aktiver	0,010	0,014	0,016
Grunde og bygninger	0,016	0,025	0,025
Produktionsanlæg	0,825	0,961	0,878
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	0,005	0,007	0,007
Materielle aktiver under opførelse	0,193	0,234	0,237
Varebeholdninger	0,116	0,061	0,056
Entreprisekontrakter, aktiv	0,080	0,145	0,105
Tilgodehavender fra salg	0,129	0,138	0,119
Andre tilgodehavender	0,081	0,065	0,036
Skat, netto	-0,020	-0,018	-0,028
Hensatte forpligtelser, lang	-0,162	-0,173	-0,148
Andre gældsforpligtelser	-0,112	-0,210	-0,211
Entreprisekontrakter, passiv, lang	-0,038	-0,013	-0,003
Leverandørgæld	-0,160	-0,181	-0,164
Tax equity' forpligtelser	-0,027	-	-
1/AOH	0,935	1,056	0,926
Netto arbejdskapital	0,226	0,391	0,289
Langfristet kerne NDA	0,709	0,665	0,637

Kilde: Egen tilvirkning

Af ovenstående, ses en nogenlunde stabil udvikling i aktivernes omsætningshastigheder fordelt på netto arbejdskapital og langfristet kerne netto driftsaktiver. Pengebindingerne til Ørstedes største balancepost, Produktionsanlæg, ses falde en smule, altså at man bedre formår at udnytte kapaciteten heraf. Der tages også løbende flere havvindmølleparker i brug, men her sker der regnskabsmæssigt overførsel fra regnskabsposten 'Aktiver under opførsel'. Arbejdsbindinger i leverandørgæld ses også at falde en smule, hvilket kan indikere at Ørsted formår at presse sine

¹³⁰ Sørensen, 2017, side 295

leverandører, som de også fortsat forventer med henblik på at nedbringe 'cost of electricity', som tidligere omtalt.

Pengebindingerne i varebeholdninger ses stige, men dette skyldes indførsel af nyt regnskabsprincip hvor opførsel af transmissionsaktiver, der leverer den producerede elektricitet fra havvindmølleparker og til land skal indregnes som varebeholdninger efter implementering af ny IFRS 15. Tidligere skulle det indregnes som entreprisekontrakt under aktiver. Tillægges dette forhold, ses der ingen væsentlig udvikling i aktivernes omsætningshastighed.

FGEAR og SPREAD

Netto driftsaktiverne er typisk finansieret med både netto finansielle forpligtelser som egenkapital. Den finansielle gearing (FGEAR) viser forholdet mellem disse finansieringskilder og deres virkninger på ROE.¹³¹

Den finansielle gearing opgøres som følger:

$$\text{FGEAR} = \text{Gns. netto finansielle forpligtelser (NFF)} / \text{Gns. ordinær egenkapital (EK)}$$

og

$$\text{SPREAD} = \text{ROIC} - r,$$

hvor

$$r = \text{Netto finansielle omkostninger (NFO)} / \text{Gns. netto finansielle forpligtelser}$$

Den finansielle gearing og SPREAD kan fastslås til følgende:

Tabel 3.7 - Dekomponering af ROIC

Niveau 1	2018	2017	2016
ROE ex. minoritetsinteresser	29,9%	24,2%	13,2%
ROIC	26,3%	20,2%	10,8%
FGEAR (NFF/EK)	0,22	0,31	0,41
r (NFO/NFF)	9,6%	7,2%	4,8%
SPREAD (ROIC - r)	16,7%	13,0%	6,0%

Kilde: Egen tilvirkning

¹³¹ Sørensen, 2017, side 281

Den finansielle gearing er faldet over de seneste par år, fra 0,41 i år 2016 til 0,22 i år 2018. Der er blevet afdraget yderligere 2 mia. på obligationsgælden, og tilsvarende er egenkapitalsandelen steget. Ørsted oplyser på sin kapitalmarkedsdag i år 2018, at den forventer at øge sin gældsandel fra nuværende 5-10 % til 25 % i år 2020.¹³² Dette indikerer at Ørsted ser sig selv som undergearede, og ønsker at optage gæld til at finansiere sin 200 milliarder kroner store investeringsplan, dvs. at FGEAR fremadrettet kommer til at stige.

Nøgletallet ses også at stige frem mod år 2018. Dette skyldes primært et fald i finansielle indtægter relateret til værditilpasninger på derivater. Ørsted oplyser samtidig at den gennemsnitlige låneomkostning er faldet fra 5,3 % i år 2017 til 4,1 % i år 2018. Dette vil medtages som input til analysen af fremmedkapitalens afkastkrav i afsnittet 'Fremmedkapitalens kapitalomkostninger' i kapitel 4.¹³³

Kapitalstruktur-analyse

Ørstedes nuværende kapitalstruktur ses af nedenstående tabel, der er opgjort til markedsværdier. Over de seneste 3 år, er forholdet mellem egenkapital og fremmedkapital ændret, således at egenkapitalandelen per år 2018 udgør 82,7 % mod 75,4 % i år 2016. Dette skyldes i al væsentlighed den positive udvikling i egenkapitalens markedsværdi i perioden:

Tabel 3.8 - Nuværende kapitalstruktur målt til markedsværdi

Nuværende kapitalstruktur målt til markedsværdier	2018	2017	2016			
Aktiekurs pr. 31.12	435,7	338,7	267,6			
Antal udestående aktier (å 10 kr.)	420.155.000	420.155.000	420.155.000			
Markedsværdi af EK, mio. kr.	183.062	142.306	112.433			
Rentebærende gæld, markedsværdi, mio. kr.	31.670	35.067	30.120	Jf. Ørsted Annual Report 2018, note 6.1, side 137, og Ørsted Årsrapport 2017, note 6.1, side 120.		
Hybridkapital (50 % andel)	6.620	6.620	6.620			
Egenkapital-andel	82,7%	77,3%	75,4%			
Fremmedkapital-andel	17,3%	22,7%	24,6%			
Bogført værdi af gæld, jf. årsregnskaber	28.320	29.636	24.183			
Forskel mellem markedsværdi og bogført værdi af gæld	3.350	5.431	5.937			

Kilde: Egen tilvirkning

¹³² Ørsted Kapitalmarkedsdag 2018, præsentation, slide 21

¹³³ Ørsted Annual Report 2018, note 6.5, side 143

Hybridkapitalen er alene medtaget med en 50 %'s andel under fremmedkapitalen, i overensstemmelse med Ørstedes egen opgørelse af rentebærende fremmedkapitals-elementer.¹³⁴ Den anden halvdel er henført til egenkapitalen. Markedsværdien af den rentebærende gæld er oplyst i årsregnskaberne, og ligger i alle 3 år over den bogførte værdi af gælden. Dette skyldes at Ørstedes obligationer er udstedt til en højere nominel rente end den aktuelle markedsrente, hvilket øger gældens kursværdi.

Ørsted er over de seneste 3 år blevet mindre gearede, blandt andet grundet frasalg af andele af havvindmølleparker, der har medvirket til at finansiere opførslen af nye havvindmølleparker, samt de to opkøb i USA.

Risikoanalyse

Risikoanalysen for Ørsted udarbejdes som en kvalitativ 'common size' analyse¹³⁵ med henblik på at vurdere selskabets driftsmæssige og finansielle risiko. Risikoelementerne vil senere blive benyttet til at vurdere beta-værdien, og derved Ørsted aktiens systematiske risiko.

Driftsmæssig risiko

De driftsmæssige risici indgik blandt andet i den eksterne analyse, hvoraf det sås at Ørsted står foran en række risici relateret til blandt andet udsving i energipriser og valutakurser, og lokal lovgivning i nye lande som USA og Taiwan, der kan hæmme driftsrentabiliteten osv. Omvendt har Ørsted opnået skalerbarhed i deres projekter, der kan breddes ud, ligesom selskabet, som tidligere beskrevet, har den største erfaring og know-how i verden relateret til opførsel og drift af havvindmølleparker. Derudover er sat mål om at nedbringe omkostninger til produktion af elektricitet betragteligt¹³⁶, hvilket det sås muligt via pres af leverandørkæden.

På den baggrund vurderes Ørstedes driftsmæssige risiko for neutral.

Finansiell risiko

Den finansielle risiko, der sås i afsnittet 'Risikoanalyse' i nærværende kapital, er nedbragt over de senere par år, da egenkapitalandelen var steget. Dette nedbringer den finansielle risiko, dvs. risikoen for at Ørsted ikke kan servicere sine rentebærende forpligtelser. Samtidig blev det analyseret at renten

¹³⁴ Ibid, side 144

¹³⁵ FSR, 2002, side 58-59

¹³⁶ Ørsted Annual Report, ledelsesberetning, side 43

var faldet over perioden, hvilket indikerer at gældsejerne kræver et mindre risikotillæg end tidligere, og derved også vurderer den finansielle risiko for mindre end tidligere. Omvendt ønsker Ørsted, som forklaret i afsnittet 'Nøgletalsanalyse' i kapitel 3, at øge sin gearing, hvilket vil øge den finansielle gearing.

På den baggrund vurderes Ørstedes finansielle risiko for neutral.

Delkonklusion på situationsanalyse ved brug af SWOT-modellen

Situationsanalysen blev foretaget med udgangspunkt i en ekstern strategisk analyse og en intern regnskabsanalyse. Den strategiske analyse fokuserede på de makroøkonomiske-, branchemæssige- og markedsmæssige forhold, mens regnskabsanalysen forklarede udviklingen i Ørstedes rentabilitet og vækst.

I nedenstående figur er konklusionerne opsummeret i form af Ørstedes (interne) styrker og svagheder, samt Ørstedes (eksterne) muligheder og trusler. Modellen er kendt som en SWOT-analyse¹³⁷:

¹³⁷ Sørensen, 2017, side 59-60

Tabel 3.9 - Opsummering af situationsanalyse via SWOT-modellen

Styrker	Svagheder
- Klar vision. - Pioner på markedet for udvikling og opførsel af havvindmølleparker, herunder har Ørsted vundet hovedparten af udbud. - Know-how opbygget omkring havvindmølleparker. - Skalerbarhed i projekter. - Har formået at presse leverandørkæden til at nedbringe omkostninger.	- Undergearede. - Uklarhed om projekter i den 200 milliarder kroner store investeringsplan giver IRR > WACC. - 'Bred' portefølje af potentielle nye produkter, som eks. affaldshåndteringsystemer, batterier, solar, cPPA'ere, der endnu ikke generer omsætning.
Muligheder	Trusler
- Nye vækstmarkeder i USA, Asien-Oceanien, herunder potentielt Indien og Kina. - Voksende politisk fokus på grøn energi og nedbringelse af CO2. - Høje forventede vækstrater inden for grøn energi. - Teknologisk udvikling presser produceret omsætning/MW op.	- Subsidier til grønne energiproducenter falder i Europa, USA og Taiwan. - Udsving i energi- og valutapriser, bl.a. på grund af Brexit. - Risiko for ikke at kunne afhænde eldistributions-, privatkunde- og udendørsbelysningsforretningen, hvor kapital herfra skal bruges til at investere i nye projekter. - Kapitalintensive globale konkurrenter, med penge til at sætte handling bag ønske om at træde ind på det grønne energiproduktionsmarked. - Lokal lovgivning på nye vækstmarkeder kan være uklar og give udfordringer.

Kilde: Egen tilvirkning

Ørsted har fastlagt en klar vision om at skabe en verden der udelukkede kører på grøn energi. Derved er det klart at Ørsteds strategi og mål bygges op om at understøtte grøn energiproduktion. Til dette har man sat klare ambitioner om at nedbringe CO₂ udslippet med 96 % i år 2023, sammenlignet med år 2006.¹³⁸

Ørsted er pioner inden for udvikling og opførsel af havvindmølleparker og er det selskab, der har vundet flest udbud. Pioner positionen bevirker at Ørsted har opbygget en know-how og skalerbarhed, som de udnytter, når der gives bud på nye projekter. Dette sås senest i de vundne projekter i henholdsvis England og Tyskland, hvor allerede byggede havvindmølleparker og servicestationer hertil bliver inddraget som et konkurrenceparameter. Sammen med det lagte pres på leverandørkæden på at skære omkostninger, har dette nedbragt 'cost of electricity' og forventes også at gøre det fremadrettet.

Ørsted er undergeared i den forstand, at selskabets projekter skaber en højere IRR end den gennemsnitlige kapitalomkostning WACC. Dette sås også af nøgletalsanalysen, hvor at ROE var større end ROIC, hvilket indikerer at ROIC er større end den rente, som Ørsted kan låne til. Med udgangspunkt i Miller & Modiglianos kapitalstruktursteori – proposition II, hvor virksomhedens værdi til et vist niveau stiger ved gældsoptagelse, grundet det såkaldte skatteskjold, vurderes det at Ørsted med fordel kan optage yderligere gæld. Dette har Ørsted også selv fremsat som en forventning frem mod år 2020. Ørsted har dog samtidig forpligtet sig til at være minimum BBB ratet, hvilket lægger en naturlig begrænsning for den forventede låneoptagning, da 'konkursrisikoen', og derved egenkapitalrisikoen, samtidig øges. Ørsted har samtidig væsentlige materielle produktionsaktiver og forventer også en stigning i den effektive selskabsskatteprocent fremadrettet, der derved understøtter tolerancen for gældsoptagelse.

Ørsted har udmeldt en 200 milliarder kroner stor investeringsplan frem mod år 2025, herunder også et fokus på at udforske potentialet inden for blandt andet batteriopbevaring, grønne affaldshåndteringssystemer, cPPA'er, og solar. De tre førstnævnte er umodne markeder/produkter, og der kan derfor være en risiko forbundet med at investere store beløb i projekter, der potentielt ikke bliver til noget. Dette er dog fortsat for tidligt at vurdere, men eventuel vækst i forretningsområderne vil ikke indgå med vægt i budgetteringen og værdiansættelsen. Jf. gængs

¹³⁸ <https://orsted.dk/Privat/Om-orsted/Udforsk-historien>

investeringssteori må det vurderes at aktionærer hellere vil have kanaliseret overskudskapital tilbage via aktieudbytter eller opkøb af egne aktier, end at selskabet påbegynder imperiebyggeri.

Ørsted ser muligheder i det øgede globale politiske fokus på grøn energi. Flere lande vil gerne understøtte grøn energi, blandt andet for at nedbringe luftforurening og for at sikre en bæredygtig tilværelse for fremtidige generationer. Flere potentielle vækstmarkeder dukker derfor op i horisonten, og store lande/markeder som USA, Indien, Japan og Kina har meldt deres fokus herpå. Dette giver Ørsted et kæmpe potentiale for at vinde fremadrettede udbud på opførsel af hav- og landvindmølleparker uden for Europa.

Den teknologiske udvikling ses også tydeligt ved, at størrelsen på turbiner på vindmøller er vokset markant over de senere år, og også forventes fremadrettet. Dette medvirker til at der kan produceret mere elektricitet fra vindmøllerne, og derved generes mere omsætning per den enkelte mølle. Ved opførslen af færre, men større møller, nedbringes omkostningerne, da kabler, fundamenter, blade, gearkasser og lignende indkøbes færre gange til samme mængde produceret energi.

Trusselsbilledet viser at subsidierne fra landene, der gives som enten et certifikat, en mindstepris for den producerede elektricitet eller i form af skattekreditter, falder. Dette sker dog i takt med at de generelle omkostninger 'cost of electricity', som beskrevet ovenfor, tilsvarende falder. Falder subsidierne dog hurtigere end antaget, eller presser de øvrige markedsdeltagere disse subsidier i bund i forbindelse med udbuddene, kan det dog accelerere den negative prisudvikling hurtigere end Ørsted formår at nedbringe omkostninger tilsvarende.

Politisk ses også en trussel om, at Ørsted ikke får lov at afhænde sin eldistributions-, privatkunde- og udendørsbelysningsforretning. Værdien på forventet 15-25 mia. kr. er tiltænkt geninvesteret i nye grønne projekter, som meldt i forbindelse med den 200 mia. kr. store investeringsplan frem mod år 2025.

Store og kapitalintensive konkurrenter begynder også at vise deres interesse på markedet, blandt andet spanske Iberdrola, tyske RWE og svenske Vattenfall. Disse har midlerne til at sætte handling bag et eventuelt ønske om at gå ind i markedet for vindmøller og grøn energi generelt, og kan derfor presse profitten i en længere periode med henblik på at vinde markedsandele.

Brexit udgør også en trussel, da Ørsted har væsentlige valutaeksponeringer i britiske pund (GBP). På den korte bane er Ørsted afdækket, men falder GBP permanent over længere tid som følge af Brexit, vil det bevirke at salgsværdien i danske kroner er mindre på den længere bane. Lokal lovgivning og politiske forhold er også medvirkende trusler, der eksempelvis sås ved nedbringelse af indfødningsstariffen og load kapaciteten i Taiwan, hvilket bevirker at Ørsted nu genberegner den oprindelige investeringscase på opførslen af havvindmølleparker i Taiwan.

4. Scenarieanalyser

Scenarieanalyserne vil bestå af en budgettering og en efterfølgende værdiansættelse af Ørsted koncernen. Budgetteringen af de fremtidige forventede overskud, udvikling i balance og pengestrømme, også kaldet proforma regnskaber¹³⁹, vil tage sit udgangspunkt i den foretagne situationsanalyse i afsnit 3. Konklusionerne herfra vil medvirke til at vurdere i hvilken retning Ørsted er på vej hen og hvordan det forventeligt vil materialisere sig i proforma regnskabet.

Der arbejdes med tre forskellige scenarieanalyser, hvori der værdiansættes ud fra henholdsvis en base case, en up/best case og en down/worse case. Denne analyse vil samtidig bidrage som input til en efterfølgende følsomhedsanalyse, hvor også aktiekursens følsomhed ved påvirkning af salgets vækstrate og/eller gennemsnitlige kapitalomkostninger vurderes.

Budgettering

Budgetteringen er foretaget på et overordnet niveau, da det ikke er vurderet hensigtsmæssigt at foretage det i detaljer, og er beregnet som en procentvis andel af omsætningen. I nedenstående er det derfor primært de poster, som vurderes at blive påvirket af situationsanalysen, og som analyseres en fremadrettet udvikling på. Poster som eksempelvis 'personaleomkostninger' og 'andre eksterne omkostninger' vil derfor ikke blive analyseret yderligere, men blot fremgå af budgetteringen med de historiske nøgletal, da jeg ikke har anden viden og derfor forventes at være relativt uændrede.

Base-casen vil danne udgangspunkt for den videre analyse, og alene forskelle mellem henholdsvis up-case og down-case, set i forhold til base-casen, vil blive gennemgået under de respektive afsnit.

Budget- og terminalperiode

Budgetperioden er fastsat til 6 år, i årene 2019-2024, i overensstemmelse med Ørsteds egne udmeldinger til markedet, der primært knytter sig til år 2025 strategier. Jeg har ikke øvrig viden end de udmeldinger, som Ørsted kommer med. Derudover kan det samtidig antages at Ørsted om 6 år ikke længere har en "konkurrencemæssig fordelsperiode"¹⁴⁰ ved at være 'pioner' på markedet for

¹³⁹ Sørensen, 2017, side 317

¹⁴⁰ Sørensen, 2017, side 320

udvikling, opførelse og drift af havvindmølleparker, men at store og kapitalintensive aktører i perioden for alvor vil vise sig på markedet.

Terminalperioden af sat til år 7, dvs. år 2025.

Base case

Salgets terminalvækstrate

Salgets vækstrate vurderes samlet at stige 2,50 % i terminalperioden i base-casen:

Forventet samlet salgsværdi i år 2025e (terminalperioden): 102.017 mio. kr.

Forventet samlet salgsværdi i år 2024e (budgetår 6): 99.525 mio. kr.

Stigning i salgets vækstrate i terminalperioden: $(102.017 / 99.525) - 1 = 2,50 \%$

Med en nuværende inflation på omkring 1,8 %¹⁴¹ tillagt forudsætninger om et grøn energimarked der skal 'overtage' herredømmet for den konventionelle energi, og som tidligere beskrevet også vokser mere relativt til dette, vurderes det at være plausibelt. De enkelte underposter til det samlede salgs vækstrate forklares yderligere nedenfor.

Den foretagne budgettering ser således ud og de enkelte poster vil blive kommenteret nedenfor:

¹⁴¹ I Danmark, se

https://www.nationalbanken.dk/da/publikationer/Documents/2018/09/ANALYSE_Højkonjunktur%20uden%20tegn%20på%20ubalancer.pdf

Tabel 4.1 - Proforma regnskaber/ budgettering – base case

	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Nettoomsætning	Realiseret			Budgetperiode						Terminal
Offshore	22.428	20.352	30.566	9%	8%	7%	6%	5%	4%	3%
Onshore*	0	0	80	1000%	50%	35%	25%	15%	10%	4%
Bioenergy	5.149	5.864	6.353	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Customer Solutions	38.009	40.195	47.999	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Other	-4.385	-6.907	-8.052	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
I alt	61.201	59.504	76.946	81.423	85.473	89.417	93.155	96.532	99.525	102.017
Omkostninger i andel af omsætning										
Vareforbrug	-64%	-68%	-70%	-68%	-67%	-66%	-65%	-64%	-63%	-62%
Andre eksterne omkostninger	-7%	-7%	-8%	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%
Personaleomkostninger	-5%	-5%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%
Afskrivninger	-7%	-10%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%
Skat	-3%	-4%	-5%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%
Core driftsoverskud fra salg	14%	6%	5%	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
Anden drift, ex. frasalg af andele - efter skat	2%	-1%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Frasalg af andele af havvindmølleparker - ej	5%	19%	20%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dirty surplus poster fra anden totalindkomst -	-11%	-2%	-2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Totalindkomst fra driften	10%	21%	25%	10%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
Netto fin. omk., ef. skat	-1,30%	-1,37%	-0,98%	-1,00%	-1,25%	-1,50%	-1,75%	-2,00%	-2,25%	-2,50%
Totalindkomst i alt	9%	20%	24%	9%	9%	10%	10%	11%	12%	13%

Kilde: Egen tilvirkning, og tal fra Ørsted Annual Report 2018, Årsrapport 2017 og 2016

Salgets budgetvækstrate

Salgets vækstrate for Offshore er i år 2019 sat til 9 %, og faldende relativt set frem mod terminalperioden til 3 %'s vækstrate. Salget i Offshore udgjorde i år 2018 allerede 30 mia. kr., men forventes fortsat at stige som følge af de havvindmølleparker, der løbende færdiggøres og bliver taget i drift, jf. forklaringen i afsnittet 'Brancheanalyse' i kapitel 3, samt Ørsted også i fremtiden er stærkt positioneret til at vinde nye udbud.

Onshore kommer fra et lavt udgangspunkt i år 2018, hvor salg kun er medtaget for cirka en fjerdedel af året, i det man overtog Lincoln Clean Energy den 1. oktober 2018. Set for et helt år, ville omsætningen have udgjort fire gange så meget, svarende til cirka 320 mio. kr. Tillægger man at færdiggørelsen af Lockett Wind landvindmølleparken¹⁴², der forventes færdiggøres i år 2019, forventer jeg en omsætning i år 2019e på 880 mio. kr., svarende til en stigning på 1000 %. Yderligere landvindmølleparker tages også i brug i årene fremadrettet, og i begyndelsen af terminalperioden har jeg fastsat en omsætning på knap 3 mia. kr., og en terminalvækstrate fremadrettet på 4 %, da markedet som tidligere analyseret vurderes gunstigt.

¹⁴² Ørsted Kapitalmarkedsdag 2018, præsentation, slide 48

Customer Solutions og Bioenergy vurderer jeg alene vil stige 2 % pro anno på linje med forventningerne til inflationen, i det at teknologierne i disse forretningsenheder fortsat er i det spæde stadie.

Budgettering af driftsomkostninger mv.

Som tidligere analyseret lægger Ørsted pres på leverandørkæden med henblik på at nedbringe omkostningerne til opførslen af hav- og landvindmølleparker, og er et strategisk mål for Ørsted. Jeg vurderer derfor at Ørsted i budgetperioden vil formå at nedbringe vareforbruget, hvorunder ovenstående produktionsomkostninger henføres, med 1 pct. point årligt frem til terminalperioden, hvor vareforbruget forventes at udgøre 62 % af omsætningen i 'steady state' tilstand. Dette blev også bekræftet på Ørsteds kapitalmarkedsdag i 2018, at OPEX set i forhold til producerede MW ses falde.¹⁴³

Afskrivninger vurderer jeg uændret relativt til omsætningen og udgør 8 %, da udviklingen mellem afskrivninger og omsætningen følger hinanden. Der påbegyndes først afskrivninger når vindmølleparker står færdige, og der samtidig generes omsætning fra produktionen af elektricitet.

Skatteomkostninger vurderer jeg fremadrettet at udgøre 4 % af omsætningen. Dette er baseret på at Ørsted i år 2019e forventes at tjene 13 kr. før skat for hver omsat 100 kr., eksklusiv ekstraordinære poster. Med en forventet effektiv skattesats på 22 %, svarende til selskabsskatten i Danmark, vurderes det nogenlunde plausibelt.

Øvrige poster under omkostninger vurderer jeg uændrede relativt til omsætningen i både budget- og terminalperiode.

Frasalg af andele af havvindmølleparker er ikke umiddelbart ikke forventet fremadrettet. Dog ses lidt effekter fra frasalget af Hornsea 1, som forventes at blive regnskabsført i år 2019. Under antagelsen af, at 95 % af gevinsten fra salget er kommet i 2018, vil de resterende 5 % komme i 2019. De 5 % ud af 20 % relativt til omsætningen i år 2018, udgør den ene procent.

Budgettering af netto finansielle omkostninger

Ørsted forventer, som tidligere beskrevet, at øge sin gearing, med henblik på at investere 200 mia. kr. frem mod år 2025. Dette vil bevirke at de netto finansielle omkostninger vil øges i perioden relativt

¹⁴³ Ørsted Kapitalmarkedsdag 2018, præsentation, slide 130

til omsætningen. Derfor vurderer jeg at de netto finansielle omkostninger vil stige støt fra knap 1 % i år 2018 og 2019e, til 2,5 % i terminalperioden.

Usædvanlige- og dirty-surplus poster fra anden totalindkomst

Disse kan normalt ikke budgetteres, hvorfor de ikke er medtaget i proformaopgørelserne. Jeg har ikke identificeret usædvanlige poster, der bør medtages fremadrettet.

Budgettering af balancen

Ørsted forventer at optage ny gæld, men forventer samtidig at investere disse beløb, hvilket alt andet lige derfor ikke påvirker nettodriftsaktiverne. Da Ørsted er en yderst kapitalintensiv virksomhed, og markedsforholdene for Ørsteds strategiske hovedfokus, havvindmølleparkerne, primært at drevet af få aktører, vurderer jeg at Ørsteds væksthed fokus primært vil være rentabiliteten (overskudsgraden).¹⁴⁴

Tabel 4.2 - Budgettering af aktiveres omsætningshastighed

	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
	Realiseret			Budgetperiode						Terminal
Balance										
Netto arbejdskapital	0,289	0,391	0,226	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200
Langfristet kerne NDA	0,637	0,665	0,709	0,700	0,700	0,700	0,700	0,700	0,700	0,700
1/AOH	0,926	1,056	0,935	0,900	0,900	0,900	0,900	0,900	0,900	0,900

Egen tilvirkning, og tal fra Ørsted Annual Report 2018, Årsrapport 2017 og 2016

Aktiveres omsætningshastighed vurderer jeg derfor vil være nogenlunde uændret i perioden, men fortsat svagt faldende fra år 2018 til år 2019e, og vil lægge sig fast på $1/AOH = 0,9$, fordelt på langfristet kerne nettodriftsaktiver på 0,7 og netto arbejdskapital på 0,2.

Up-case

I up-casen vurderer jeg, at Ørsted vil have mulighed for at øge salgets vækstrate yderligere i forhold til basecasen. Vækstmarkederne for hav- og landvindmøller kan vise sig at vokse markant, og at Ørsted dermed opnår yderligere omsætning. Særligt området for landvindmøller, beliggende i forretningsenheden Onshore, kan vise sig at være det gennembrud inden for grøn energi, som Ørsted nu er tilbage i markedet omkring efter opkøbet af Lincoln Clean Energy.

¹⁴⁴ I overensstemmelse med Sørensen, 2017, side 290

Forudsættes det derfor at salget i Onshore stiger til 5 % i terminalperioden år 2025e, og med yderligere stigninger i budgetperioden set i forhold til basecasen, vil Ørsted opnå en omsætning i år 2025e på mere end 5 mia. kr. i Onshore, modsat de 3 mia. kr. i base-casen. Forudsættes det samtidig at vækstraten i Offshore stiger 1 pct. point yderligere i forhold til base-casen, både i budgetperioden og i terminalperioden, stiger omsætningen her til knap 50 mia. kr. i år 2025e i upcasen, mod knap 45 mia. kr. i base-casen.

Tabel 4.3 - Up-case - proformaopgørelse

	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Nettoomsætning	Realiseret			Budgetperiode						
										Terminal
Offshore	22.428	20.352	30.566	10%	9%	8%	7%	6%	5%	4%
Onshore*	0	0	80	1000%	100%	50%	35%	25%	15%	5%
Bioenergy	5.149	5.864	6.353	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Customer Solutions	38.009	40.195	47.999	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Other	-4.385	-6.907	-8.052	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
I alt	61.201	59.504	76.946	81.729	86.579	91.354	96.032	100.466	104.401	107.586
<i>Omkostninger i andel af omsætning</i>										
Vareforbrug	-64%	-68%	-70%	-68%	-67%	-66%	-65%	-64%	-63%	-62%
Andre eksterne omkostninger	-7%	-7%	-8%	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%
Personaleomkostninger	-5%	-5%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%
Afskrivninger	-7%	-10%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%
Skat	-3%	-4%	-5%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%
Core driftsoverskud fra salg	14%	6%	5%	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
Anden drift, ex. frasalg af andele - efter skat	2%	-1%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Frasalg af andele af havvindmølleparker - ej skattepligtigt	5%	19%	20%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dirty surplus poster fra anden totalindkomst -	-11%	-2%	-2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Totalindkomst fra driften	10%	21%	25%	10%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
Netto fin. omk., ef. skat	-1,30%	-1,37%	-0,98%	-1,00%	-1,25%	-1,50%	-1,75%	-2,00%	-2,25%	-2,50%
Totalindkomst i alt	9%	20%	24%	9%	9%	10%	10%	11%	12%	13%

Egen tilvirkning, og tal fra Ørsted Annual Report 2018, Årsrapport 2017 og 2016

Salgets vækstrate vurderes derfor samlet at stige 3,05 % i terminalperioden i up-casen:

Forventet samlet salgsværdi i år 2025e (terminalperioden): 107.586 mio. kr.

Forventet samlet salgsværdi i år 2024e (budgetår 6): 104.401 mio. kr.

Stigning i salgets vækstrate i terminalperioden: $(107.586 / 104.401) - 1 = 3,05 \%$

Resultatet herfra vil blive brugt i følsomhedsanalysen i afsnittet 'Følsomhedsanalyse' i kapitel 5.

I up-casen er samtidig vurderet, at Ørsted vil opnå de omkostningsbesparelser på tilsvarende vis som i base-casen. Jeg vurderer ikke det vil være muligt at opnå yderligere besparelser i up-casen.

Down-case

I down-casen ses der på, at Ørsted ikke opnår de forventede omkostningsbesparelser, og at leverandørkæden kun formås at presse en smule yderligere, da der allerede er opnået store besparelser. I så fald kan det vurderes at vareforbrugsomkostninger i terminalperioden år 2025e, udgør 65 % af omsætningen mod 62 % i base-casen. Derudover har jeg forudsat at nedbringelse af omkostningerne i budgetperioden ikke sker med samme tempo frem mod terminalperioden som i base-casen.

Tabel 4.4 - Down-case - proformaopgørelse

	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Nettoomsætning	Realiseret			Budgetperiode						Terminal
<i>Offshore</i>	22.428	20.352	30.566	8%	7%	6%	5%	4%	3%	2%
<i>Onshore*</i>	0	0	80	500%	35%	25%	15%	10%	5%	3%
<i>Bioenergy</i>	5.149	5.864	6.353	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
<i>Customer Solutions</i>	38.009	40.195	47.999	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
<i>Other</i>	-4.385	-6.907	-8.052	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
I alt	61.201	59.504	76.946	80.717	84.141	87.385	90.362	93.030	95.330	97.247
<i>Omkostninger i andel af omsætning</i>										
Vareforbrug	-64%	-68%	-70%	-68%	-68%	-67%	-67%	-66%	-66%	-65%
Andre eksterne omkostninger	-7%	-7%	-8%	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%
Personaleomkostninger	-5%	-5%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%
Afskrivninger	-7%	-10%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%
Skat	-3%	-4%	-5%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%
Core driftsoverskud fra salg	14%	6%	5%	9%	9%	10%	10%	11%	11%	12%
Anden drift, ex. frasalg af andele - efter skat	2%	-1%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Frasalg af andele af havvindmølleparker - ej skattepligtigt	5%	19%	20%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dirty surplus poster fra anden totalindkomst -	-11%	-2%	-2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Totalindkomst fra driften	10%	21%	25%	10%	9%	10%	10%	11%	11%	12%
Netto fin. omk., ef. skat	-1,30%	-1,37%	-0,98%	-1,00%	-1,25%	-1,50%	-1,75%	-2,00%	-2,25%	-2,50%
Totalindkomst i alt	9%	20%	24%	9%	8%	9%	8%	9%	9%	10%

Egen tilvirkning, og tal fra Ørsted Annual Report 2018, Årsrapport 2017 og 2016

Opnås der samtidig ikke de forventede vækstrater, og Onshore og Offshore ligger nogenlunde på niveau med de øvrige forretningsenheder, vil salgets vækstrate derfor samlet stige 2,01 % i terminalperioden i down-casen:

Forventet samlet salgsværdi i år 2025e (terminalperioden) – down case: 97.247 mio. kr.

Forventet samlet salgsværdi i år 2024e (budgetår 6) – down case: 95.330 mio. kr.

Stigning i salgets vækstrate i terminalperioden – down case: $(97.247 / 95.330) - 1 = 2,01 \%$

Estimeret sandsynlighed for case-scenarier

Base-casen og dermed det mest sandsynligt vurderede scenarie. Ørsted har formået at vise, at den kan nedbringe omkostninger ned i form af pres på leverandørkæden. Derudover er markedet i høj vækst, hvilket også kan ses af de historiske tal.

Ser man samtidig på risikoniveauet, vurderes det overordnet at være neutralt, set både fra en driftsmæssig og finansieringsmæssig risiko.

Sandsynligheden for best-casen er derfor sat til 65 % baseret på en kvalitativ vurdering.

Up-casen forudsætter at markedet for grøn energi vokster kraftigt og at tempoet for den grønne energiomstilling tager yderligere til, herunder at den grønne energi på sigt vil erstatte den konventionelle energi. Derudover er indlagt den forudsætning at Ørsted formår at få gang i sin affaldsløsningssystem Renescience, der vil vækste Bioenergy forretningen.

Sandsynligheden for up-casen er sat til 20 % baseret på en kvalitativ vurdering.

I down-casen ses på at Ørsted ikke vokster lige så kraftigt som markederne generelt oplever, og at lokale forhold på nye markeder uden for Europa, vil volde problemer og trække tingene i langdrag. Andre aktører kan derfor udnytte mulighederne her, eksempelvis som følge af bedre lokalkendskab. Derudover er leverandørkæden allerede presset, hvor der på et tidspunkt må nås en fast bund for priserne.

Da det er to faktorer i kombination, henholdsvis mindre vækst i salget samt færre omkostningsbesparelser, vurderes sandsynligheden for down-casen at kunne sættes til 15 % baseret på en kvalitativ vurdering.

Fremadrettet kapitalstruktur og Weighted Average Cost of Capital (WACC)

Til brug for værdiansættelse ved brug af DCF-modellen, fastsættes det gennemsnitlige afkastkrav og derved de gennemsnitlige kapitalomkostninger på henholdsvis egenkapitalen og fremmedkapitalen. Denne beskrives i form af WACC. Den matematiske formel for WACC ses af følgende:

Figur 4.1 - WACC-formel

$$WACC = GA \cdot k_d \cdot (1-t) + EKA \cdot k_e$$

GA = Gældsandel (nettorentebærende gæld)

EKA = Egenkapitalandel

k_d = Fremmedkapitalomkostninger (lånerente - lang varighed)

t = Den marginale selskabsskattesats

k_e = Ejerafkastkrav

Kilde: FSR, 2002, side 50

For at beregne WACC fastsættes først den langsigtede kapitalstruktur. Herefter fastsættes egenkapitalens- og fremmedkapitalens kapitalomkostninger.

Langsigtet kapitalstruktur

Den langsigtede kapitalstruktur for Ørsted skal fastlægges ud fra værdierne i markedet for henholdsvis egenkapitalen og fremmedkapitalen. Som analyseret i afsnittet 'Kapitalstruktur-analyse' i kapitel 3, ses det at den historisk kapitalstruktur i år 2018 kan fastlægges til ca. 83 %'s egenkapitalsandel og ca. 17 %'s fremmedkapitalandel.

I det der kun er få minoritetsinteresser i Ørsted, der i år 2018 havde bogført værdi på 3,4 mia. kr., er disse holdt ude af fastlæggelsen af kapitalstrukturen. De vil dog efterfølgende indgå i værdiansættelsen ud fra DCF-modellen.

Ørsted meldte på sin kapitalmarkedsdag i år 2018, at den forventer at øge sin gældsandel, dog under forudsætning om fastholdelse af sit nuværende rating-target på minimum BBB+/Baa1 (S&P/Moody's). Som tidligere beskrevet, forventer Ørsted et forventet market debt to capital ratio på ca. 25 % i år 2020. Dette vil også danne udgangspunkt for den fremadrettede kapitalstruktur, der indgår i fastsættelsen af WACC.

Egenkapitalens kapitalomkostninger

Egenkapitalens kapitalomkostninger kan fastlægges ved brug af CAPM-modellen og beregnes som følger:

Figur 4.2 - Formel for egenkapitalens afkastkrav

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

$$r_l = \text{Likviditetstillæg}$$

Kilde: FSR, 2002, side 61

Hvor

R_f = Den risikofrie rente

β = Den systematiske risiko kaldet Beta

$E(r_m)$ = Forventet markedsporteføljeafkast

$E(r_m) - r_f$ = Markedsrisiko-præmien

De forskellige input analyseres nedenfor.

Den risikofrie rente

I praksis anvendes oftest den effektive rente for en likvid ti-årig statsobligation til at estimere den risikofrie rente. Da Ørsted er beliggende i Danmark, benyttes en likvid dansk statsobligation, der samtidig vurderes at være risikofri grundet den Danske Stats høje kreditværdighed.¹⁴⁵

Den effektive rente på en 10-årig dansk statsobligation ses per den 18. marts 2019 at være 0,18 %¹⁴⁶. Der kan argumenteres for, at dette ikke er en realistisk langsigtet ligevægtsrente. Hvis man alternativt kigger på en 20-årig dansk statsobligation, ses ligeledes per den 18. marts 2019 at den effektive rente er 0,54 %.¹⁴⁷ Denne vurderes umiddelbart også at være lav, når man tager den tidligere beskrevne inflationsrente på 1,8 % in mente. Vurderer derfor at den langsigtede ligevægtsrente snarere er 2 %.

Til brug for estimering af egenkapitalens kapitalomkostninger benyttes derfor en risikofri rente på 2,0 %.

Markedsrisikopræmie

Revisions- og konsulentfirmaet PwC har senest i år 2016 foretaget en analyse af, hvad den gennemsnitlige markedsrisikopræmie (MRP) blandt markedsdeltagere i Danmark er. Her blev markedsrisikopræmien vurderet til 5,6 %.¹⁴⁸ En tilsvarende analyse er også foretaget af P. Fernandez el al. I år 2017, der her viste en markedsrisikopræmie med middelværdi på 6,1 % i Danmark.¹⁴⁹ Heri ligger dog større spænd mellem markedsdeltagernes vurderinger.

Med generel uro omkring Brexit osv., vurderer jeg at markedsrisikopræmien er steget siden, og fastsættes derfor til 6,3 %, der benyttes som input til estimering af egenkapitalens kapitalomkostninger.

¹⁴⁵ www.nationalbanken.dk/da/statsgaeld/statens_gaeld/Sider/Default.aspx

¹⁴⁶

http://www.nasdaqomxnordic.com/bonds/denmark/microsite?Instrument=XCSEDANSKE_STAT_2029&name=DANSKE%20STAT%202029

¹⁴⁷

http://www.nasdaqomxnordic.com/bonds/denmark/microsite?Instrument=XCSE4:5_ST.L_39_GB&name=4%2C5%25%20Danske%20Stat%20ST.L%3%A5n%202039

¹⁴⁸ PwC, 2016, side 4

¹⁴⁹ <http://optimum-consulting.dk/wp-content/uploads/2018/06/Investorernes-forrentningskrav-Resultatet-af-P.-F.s-2017-spørgeskemaundersøgelse-maj-2018.pdf>

Fastsættelse af β

Ørsted aktiens udsving i kursen relativt i forhold til markedsporteføljens udsving i kurs, der også indikerer den systematiske risiko, betegnes betaværdien. Yahoo! Finance estimerer per den 19. marts 2019 Ørstedes beta værdi til 0,84¹⁵⁰, hvilket samtidig indikerer at der er tale om en defensiv aktie, da betaværdien er mindre end 1, og aktiens kurs dermed svinger mindre end markedet generelt.

Til at vurdere niveauet for beta-værdien, kan der ud fra vurderingen af den driftsmæssige- og finansielle risiko gennemgået i afsnittet 'Risikoanalyse' i kapitel 3, foretages en "common sense" analyse af betaværdien.

Tabel 4.5 - Driftsmæssig- og finansiell risiko målt i beta

Driftsmæssig risiko	Finansiel risiko	Samlet risiko	Beta
Lav	Lav	Meget lav	0,4-0,6
Lav	Neutral	Lav	0,6-0,85
Lav	Høj	Neutral	0,85-1,15
Neutral	Lav	Lav	0,6-0,85
Neutral	Neutral	Neutral	0,85-1,15
Neutral	Høj	Høj	1,15-1,4
Høj	Lav	Neutral	0,85-1,15
Høj	Neutral	Høj	1,15-1,4
Høj	Høj	Meget høj	1,4+

Kilde: FSR, 2002, side 59

Den driftsmæssige- henholdsvis finansielle risiko blev vurderet til neutral, hvorfor et spænd for betaværdien kan ses af ovenstående tabel, svarende til 0,85 – 1,15. Dette understøtter betaværdien opgjort af Yahoo! Finance, om end det ligger i den lave ende af spændet for en samlet neutral risiko i ovenstående.

Beta-værdien fastslås derfor til 0,84.

¹⁵⁰ <https://finance.yahoo.com/quote/ORSTED.CO/>

Det vurderes ikke at være relevant at medtage et illikviditetstillæg i estimeringen af egenkapitalens kapitalomkostninger, i det at Ørsted aktien er flittigt handlet og indgår i det gængse og store OMX C25 indeks.

Udregning af egenkapitalens kapitalomkostninger

Egenkapitalens omkostninger kan herefter fastsættes. Ovenstående estimater indsættes i formelen, hvorved fremkommer:

$$k_e = 0,02 + 0,84 * (0,063 - 0,02) + 0 = 0,0561$$

Egenkapitalens kapitalomkostninger er fastsat til 5,61 % og vil indgå senere i WACC beregningen.

Fremmedkapitalens kapitalomkostninger

Ørsted benytter sig af to typer gæld, henholdsvis udstedte erhvervsobligationer samt bankgæld. Idet at de udstedte erhvervsobligationer, sammen med den tidligere omtalte halvdel af hybridkapitalen, udgør langt størstedelen af Ørsteds rentebærende gældsforpligtelser, estimeres fremmedkapitalens kapitalomkostninger alene ud fra erhvervsobligationerne.

Fremmedkapitalens afkastkrav kan udregnes som følger:

Figur 4.3 - Formel for fremmedkapitalens afkastkrav

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

r_f = Risikofri rente

r_s = Selskabsspecifikt risikotillæg

t = Selskabsskattesats

Kilde: FSR, 2002, side 53

I nedenstående vurderes de enkelte inputparametre.

Selskabsspecifikt risikotillæg

Med henblik på at fastslå det selskabsspecifikke risikotillæg, er det oplyst i årsregnskabet, at den effektive rentesats i år 2018, var 4,1 %.¹⁵¹ Det er således den gennemsnitlige lånerente som Ørsted har lånt til i år 2018. Et selskabsspecifikt risikotillæg fremkommer derfor som forskellen på de 4,1 % i lånerente og den tidligere estimerede risikofrie rente på 2 %, altså 2,1%.

En anden kilde, der benytter data fra januar 2019, fastslår et selskabsspecifikt risikotillæg i spændet 2,25 – 2,49 %, med tilsvarende rating som Ørsted.¹⁵²

På den baggrund fastslår jeg det selskabsspecifikke risikotillæg til 2,1 %, om end det er en smule lavere end ovenstående interval.

Effektiv selskabsskatteprocent

Som gennemgået under budgetteringen, fastslår jeg den langsigtede effektive skatteprocent til at være 22 %, svarende til den officielle danske selskabsskattesats. Dette er blandt andet ud fra en forventning om at Ørsted ikke har væsentlige skattefrie gevinster ved salg af anlægsaktiver fremadrettet, hvor det sås af de frasolgte havvindmøllepark-andele var skattefrie.

Udregning af fremmedkapitalsomkostningerne

Herefter beregnes fremmedkapitalens kapitalomkostninger:

$$k_d = (0,020 + 0,021) * (1 - 0,22) = 0,0320 = 3,20 \%$$

Fremmedkapitalens kapitalomkostninger er derfor opgjort til 3,20 %.

Beregning af WACC

Med udgangspunkt i den fastlagte langsigtede kapitalstruktur, samt de fastsatte kapitalomkostninger til egenkapitalen og fremmedkapitalen, kan WACC beregnes til følgende:

¹⁵¹ Ørsted Annual Report 2018, note 6.5, side 143

¹⁵² http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm

$$WACC = 0,25 * 0,0320 + 0,75 * 0,0561 = 5,00 \text{ \%}.$$

De estimerede vægtede kapitalomkostninger er således opgjort til 5,00 %.

Delkonklusion på scenarieanalyser

I scenarieanalysen blev budgetperioden og terminalperioden først fastlagt. Budgetperioden blev fastlagt til 6 år, perioden år 2019-2024, og terminalperioden i år 2025. Dette er i overensstemmelse med Ørstedes egne strategiske målsætninger, hvor disse er knyttet op på år 2025, samt ud fra en vurdering af, at Ørsted til den tid ikke længere har en konkurrencemæssig fordel ved at være pionér på markedet for udvikling, opførsel og drift af hav- og landvindmølleparker.

Tre case scenarier blev herefter opstillet, henholdsvis en base-case, en up-case og en down-case. I base-casen vurderes salgets vækstrate at stige med 2,5 % i terminalperioden, 3,05 % i up-casen, og 2,0 % i down-casen. I scenarierne blev ligeledes vurderet om Ørsted formår at øge salget på samme vis som de forventede vækstrater i branchen og på markeder, samt om de fortsat formår at nedbringe 'cost of electricity', blandt andet ved pres på leverandørkæden. Tilsvarende vis for up-casen, der arbejdede med et højvækst scenarie på markedet for grøn energi, på bekostning af den konventionelle energi. I down-casen sås på at Ørsted ikke formår at skabe de tilsvarende vækstrater som markedet og ikke formår at nedbringe omkostningerne, da leverandørerne allerede er presset 'i bund'.

Case scenarierne blev herefter vurderet for sandsynligheden for at scenariet indtræffer, og blev opgjort til 65 %, 20 % og 15 % for henholdsvis base-casen, up-casen og down-casen. Set i det historiske udviklingsperspektiv vurderes et up-case scenarie mere sandsynligt relativt til down-case scenariet.

Den langsigtede fremadrettede kapitalstruktur for Ørsted blev herefter vurderet. Den langsigtede kapitalstruktur forventes at øge gældsandelen i forhold til nuværende 2018 niveau på ca. 12 %. Med en markant vækstplan med investering op til 200 mia. kr., samt de tidligere udmeldinger omkring ikke foreløbigt at frasælge andele af havvindmølleparker, og usikkerhed forbundet med frasalget af eldistributions-, privatkunde- og udendørsbelysningsforretningen, vil Ørsted skulle optage ny gæld til delvis finansiering af ovenstående. Frem mod år 2025 vurderes det derfor at Ørstedes kapitalstruktur vil ændre sig frem mod et market debt to capital ratio på 25 %.

De enkelte inputparametre til beregning af henholdsvis egenkapitalsomkostninger og fremmedkapitalsomkostningerne, blev herefter analyseret og vurderet.

Ved opgørelsen af egenkapitalomkostningerne, blev den langsigtede risikofrie ligevægtsrente vurderet til 2,0 %. Efterfølgende blev markedsrisikopræmien fastlagt til 6,3 %. Ørsted aktiens systematiske risiko (i forhold til markedet) blev vurderet til 0,84, både ved foretagelse af en common sense analyse med input fra situationsanalysen, samt ved opslag hos Yahoo! Finance. Ørsted aktien ses derfor at være en defensiv aktie, som også normalt er kendetegnet ved energiselskaber. Egenkapitalens afkastkrav blev på den baggrund beregnet og fastsat til 5,61 %.

Fremmedkapitalsomkostninger skelnede i udgangspunktet mellem erhvervsobligationsgælden og bankgælden. Det konstateredes dog at erhvervsobligationsgælden udgør langt størstedelen af gælden, hvorfor det ud fra en væsentlighedsbetragtning alene blev vurderet relevant at beregne fremmedkapitalomkostningerne på erhvervsobligationsgælden. Det selskabsspecifikke risikotillæg blev fastsat til 2,1 % som forskellen mellem den oplyste lånerente i Ørstedes egen årsrapport og den vurderede risikofrie rente. Den forventede effektive selskabsskattesats blev vurderet til 22 % som svarer til den officielle danske selskabsskattesats, og en forventning om at Ørsted ikke har væsentlige skattefrie gevinster ved salg af anlægsaktiver fremadrettet. Fremmedkapitalomkostninger blev derfor beregnet og vurderet til 3,20 %.

De vægtede kapitalomkostninger WACC blev herefter udregnet og fastlagt 5,00 %, der vil indgå i den efterfølgende værdiansættelse.

5. Værdiansættelse

Værdiansættelsen af Ørsted koncernen vil blive foretaget ved brug af den kapitalværdibaserede DCF-model, også kaldet den tilbagediskonterede pengestrøms-model. Til at trykprøve den foretagne værdiansættelse via DCF-modellen, vil der også blive foretaget en relativ værdiansættelse ved brug af multipler, med udgangspunkt i de konkurrerende virksomheder Iberdrola og RWE.

Valg af værdiansættelsesmodeller

En kapitalværdibaseret værdiansættelsesmodel vælges til at værdiansætte Ørsted-aktien, mere specifikt den tilbagediskonterede pengestrømsmodel (DCF-modellen). Denne model anvendes hyppigt til værdiansættelse af virksomheder¹⁵³, og den vurderes også relevant at benytte her. Samtidig er det en indirekte værdiansættelse af egenkapitalværdien, da virksomhedens værdi først estimeres på gældsfri basis (Enterprise Value), hvorefter markedsværdien af fremmedfinansieringen og minoritetsinteresser fratrækkes.

Til brug for at 'trykprøve' værdiansættelsen ud fra DCF-modellen, vil der yderligere blive foretaget en værdiansættelse af Ørsted aktien ud fra den relative værdiansættelsesmodel, der benytter sig af multipler. Dette er en hurtigere værdiansættelsesmetode end DCF-modellen, da den ikke kræver budgettering. De tilnærmelsesvis sammenlignelige konkurrenter Iberdrola og RWE vil blive benyttet, der blandt andet også fokuserer på udvikling, opførsel og drift af hav- og landvindmølleparker.

Multiplen Price/EBITDA (P/EBITDA) er benyttet, da Ørsted giver guidance til markedet ud fra EBITDA. Ved brug af den multiple værdiansættelse, er der dog ikke foretaget reformuleringer af regnskaber fra de nævnte konkurrenter, hvorfor dette kan give støj i sammenligningen, som følge af forskellige i regnskabspraksis og lignende.¹⁵⁴ Da det ikke er den primære værdiansættelse, vurderes det at være en plausibel tilgang.

¹⁵³ FSR, 2002, side 16

¹⁵⁴ FSR, 2002, side 77

Værdiansættelse ved brug af DCF-modellen

Base case

Baseret på de opgjorte proforma regnskaber for base-casen, kan de frie cash flows (FCF) opgøres, som er de frie pengestrømme, der i modellen tilbagediskonteres.

FCF opgøres som $DO - \Delta NDA$.

Minoritetsandele er opgjort til markedsværdi, baseret på dens andel af den bogførte værdi, ganget med markedsværdien af virksomheden.

Tabel 5.1 - Værdiansættelse af Ørsted ved brug af DCF-modellen – base case

mio. kr	Aktuel	Budgetperiode						Terminal
	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
DO		7.328	7.479	8.495	9.548	10.619	11.694	12.752
NDA	74.921	78.950	82.595	86.145	89.509	92.549	95.242	100.179
FCFF		3.299	3.834	4.945	6.184	7.579	9.001	7.816
Diskonteringsfaktor (1,05) ^t		1,0500	1,1025	1,1576	1,2155	1,2763	1,3401	
PV af FCF		3.142	3.478	4.272	5.088	5.939	6.717	
PV af FCF til år 2024e	28.633							
Terminalværdi (TV)								313.175 (1)
PV af TV	233.696							
Virksomhedsværdi	262.329							
Bogført værdi af NFF	13.934							
Omregning af bank- og obligationsgæld fra bogført værdi til markedsværdi	3.350							
Værdi af egenkapital	245.045							
Værdi af minoriteter	11.863 (2)							
Værdi af egenkapital (moder)	233.183							
Estimeret værdi pr. aktie i kr. (420,155 mio. stk.) - base case	555,0							
Aktuel børskurs per 18. marts 2019	523,8							
TV = 6.718 / (0,0500 - 0,0250) =	313.175 (1)							
Bogført værdi af minoriteter i 2018	3.388							
Bogført værdi af NDA i 2018	74.921							
Andel af minoriteter	0,045							
Markedsværdi af NDA	262.329							
Estimeret værdi af minoriteter	11.863 (2)							

Kilde: Egen tilvirkning

På baggrund af den foretagne værdiansættelse fremkommer en værdi per aktie på 555,0 kr. i base-casescenariet.

Up-case

Værdiansættelsen i up-case scenariet ses i følgende tabel:

Tabel 5.2 - Værdiansættelse af Ørsted ved brug af DCF-modellen – up case

mio. kr	Aktuel	Budgetperiode						Terminal
	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
DO		7.356	7.576	8.679	9.843	11.051	12.267	13.448
NDA	74.921	79.225	83.591	87.889	92.098	96.089	99.631	106.039
FCFF		3.051	3.210	4.381	5.634	7.060	8.725	7.041
Diskonteringsfaktor (1,05) ^{4t}		1,0500	1,1025	1,1576	1,2155	1,2763	1,3401	
PV af FCF		2.906	2.912	3.784	4.635	5.532	6.511	
PV af FCF til år 2024e	26.280							
Terminalværdi (TV)								361.090 (1)
PV af TV	269.451							
Virksomhedsværdi	295.731							
Bogført værdi af NFF	13.934							
Omregning af bank- og obligationsgæld fra bogført værdi til markedsværdi	3.350							
Værdi af egenkapital	278.447							
Værdi af minoriteter	13.373 (2)							
Værdi af egenkapital (moder)	265.074							
Estimeret værdi pr. aktie i kr.								
(420,155 mio. stk.) - up case	630,9							

Kilde: Egen tilvirkning

Værdien af de budgetterede frie pengestrømme i budgetperiode ændrer sig i forhold til base casen ændrer sig negativt fra en nutidsværdi på 28.633 mio. kr. til 26.280 mio. kr. i up-casen, svarende til et fald på 8,2 %. Omvendt ses det dog at terminalværdien i nutidskroner stiger fra 233.696 mio. kr. i base-casen til 269.451 mio. kr. i up-casen, svarende til en stigning på 15,3 %.

Det kan derfor udledes at særligt salgets vækstrate i terminalperioden er den følsomme faktor i værdiansættelsen, og vil blive behandlet yderligere i afsnittet 'Følsomhedsanalyse' i nærværende kapitel.

Down-case

Værdiansættelsen i down-case scenariet ses i følgende tabel:

Tabel 5.3 - Værdiansættelse af Ørsted ved brug af DCF-modellen – down case

mio. kr	Aktuel	Budgetperiode						Terminal
	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
DO		7.265	6.521	7.428	7.455	8.373	8.341	9.237
NDA	74.921	78.315	81.396	84.316	86.995	89.396	91.466	95.253
FCFF		3.870	3.440	4.507	4.776	5.971	6.271	5.451
Diskonteringsfaktor (1,05) ^{^t}		1,0500	1,1025	1,1576	1,2155	1,2763	1,3401	
PV af FCF		3.686	3.120	3.894	3.929	4.679	4.680	
PV af FCF til år 2024e	23.988							
Terminalværdi (TV)								181.712
PV af TV	135.596							(1)
Virksomhedsværdi	159.584							
Bogført værdi af NFF	13.934							
Omregning af bank- og obligationsgæld fra bogført værdi til markedsværdi	3.350							
Værdi af egenkapital	142.300							
Værdi af minoriteter	7.217	(2)						
Værdi af egenkapital (moder)	135.083							
Estimeret værdi pr. aktie i kr. (420,155 mio. stk.) - up case	321,5							

Kilde: Egen tilvirkning

I down-casen udvikler værdien af de budgetterede frie pengestrømme sig negativt fra en nutidsværdi på 28.633 mio. kr. i base-casen til 23.988 mio. kr., svarende til et fald på 16,2 %. Samtidig ses det at terminalværdien i nutidskroner falder fra 233.696 mio. kr. i base-casen til 135.596 mio. kr. i down-casen, svarende til et fald på 42,0 %.

Vægtet estimeret aktiekurs

Den estimerede værdi af egenkapitalen og dermed aktiekursen kan derfor fastlægges som følger ud fra de enkelte scenarievægte:

Tabel 5.4 - Vægtet estimeret aktiekurs for Ørsted-aktien

	mio. kr.	risikovægte
Værdi af egenkapital (moder) - base case	233.183	65%
Værdi af egenkapital (moder) - up case	265.074	20%
Værdi af egenkapital (moder) - down case	135.083	15%
Vægtet estimeret værdi af egenkapital (moder)	224.846	
Vægtet estimeret værdi pr. aktie i kr. (420,155 mio. stk.)	535,2	

Kilde: Egen tilvirkning

Den estimerede aktiekurs beregnes til at være på 535,2 kr./aktie, og en smule over niveau med den aktuelle lukkekurs den 18. marts 2019 på 523,8 kr. Aktien vurderes derfor per den 18. marts 2019 for at være undervurderet med 2,2 %.

Værdiansættelse ud fra multipler

For at 'trykprøve' værdiansættelsen foretaget ved brug af DCF-modellen i ovenstående afsnit, vil en relativ værdiansættelse ved brug af multipler blive benyttet, hvor den foretagne værdiansættelse af Ørsted sammenlignes med tilnærmelsesvis lignende konkurrenter.

De konkurrerende energivirksomheder Iberdrola og RWE er valgt til brug for sammenligning. Begge opererer inden for branchen med udvikling, opførsel og drift af hav- og landvindmølleparker. Der findes ikke direkte sammenlignelige virksomheder, da Ørsted, som tidligere beskrevet, er pioneren inden for havvindenergi. Som det dog sås i afsnittet 'Brancheanalyse' i kapitel 3, opererer begge konkurrenter inden for både hav- og landvindenergisektoren. De er noteret på fondsbørsen i henholdsvis Spanien og Tyskland.

P/EBITDA for Ørsted, Iberdrola og RWE kan fastlægges til følgende:

Tabel 5.5 - P/EBITDA multipel værdiansættelse

Navn	EBITDA (omregnet til mill. kr.)	Aktier (mill. stk.)	EBITDA pr. aktie	Aktiekurs pr. 18/03-2019 (omregnet til kr.)	P/EBITDA
Iberdrola	69.765	6.457,567	10,8	57,3	5,3
RWE	11.477	614,745	18,7	168,4	9,0
Ørsted	30.029	420,155	71,5	523,8	7,3
	P/EBITDA	EBITDA pr. aktie (Ørsted)	Estimeret kurs		
Ift. Iberdrola	5,3	71,5	379,0		
Ift. RWE	9,0	71,5	644,5		

Kilde: Egen tilvirkning og tal fra Ørsted Annual Report 2018, Iberdrola Annual Report 2018 og RWE Annual Report 2018

Værdiansættelsen af Ørsted aktien ved Iberdrola P/EBITDA er 379,0 kr./aktie, som ligger ca. 29 % under kursen estimeret i DCF-modellen. Ørsted aktien ved RWE P/EBITDA er 644,5 kr./aktie, som ligger ca. 20 % over kursen estimeret og vægtet i DCF-modellen.

Resultat kan indikere at der er potentiel up-side henholdsvis down-side i Ørsted aktiens nuværende estimerede kurs, men bekræfter et interval for Ørsted aktiens værdi, som i den vægtede DCF-analyse blev fastlagt til 548,6 kr./aktie.

Følsomhedsanalyse

I den følgende tabel er foretaget en følsomhedsanalyse, hvor ændringer i værdiansættelsen af base-casen vises, såfremt de gennemsnitlige kapitalomkostninger henholdsvis terminalværdi ændrer sig med +/- 0,5 %-point i DCF-modellen.

Tabel 5.6 - Følsomhedsanalyse – base case

		Vækst i terminalperiode				
		1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
WACC	4,00%	643,6	763,2	962,6	1361,4	2557,9
	4,50%	524,8	597,9	707,4	889,9	1255,0
	5,00%	440,1	487,7	555,0	654,2	820,7
	5,50%	376,7	409,1	452,3	512,7	603,5
	6,00%	327,4	350,1	379,4	418,5	473,2

Kilde: Egen tilvirkning

Af ovenstående følsomhedsanalyse kan ses, at den estimerede aktiekurs for Ørsted er sensitiv over for ændringer i både WACC og terminalperiodevæksten. En relativ ændring i vækstraten på eksempelvis et pct.-point i basecasen, giver en stigning i den estimerede kursværdi på 47,9 %, mens et fald i WACC på et pct.-point giver en stigning i den estimerede kursværdi på 73,4 %.

Omvendt giver et fald i vækstraten på et pct.-point i base-casen, giver en fald i den estimerede kursværdi på 20,2 %, mens en stigning i WACC på et pct.-point giver et fald i den estimerede kursværdi på 31,6 %.

Det kan derfor konstateres at kursen særligt er følsom over for WACC og, om end i mindre grad, også over for vækstraten.

6. Konklusion

Afgangsprojektets problembeskrivelse bestod i at fastsætte den langsigtede kapitalstruktur og værdiansættelse af Ørsted, i lyset af udmeldingerne om investering af 200 mia. kr. i grønne energiteknologier frem mod år 2025, samt med tidligere meldinger om ikke foreløbigt at ville frasælge havvindmøllepark-andele og uro omkring hvorvidt eldistributions-, privatkunde- og udendørsbelysningsforretningen kan sælges.

Ørsted opstod som i kølvandet på oliekrisen, og er en fusion af en række danske energiselskaber. Ørsted er over de seneste år gået fra at være et dansk statsejet selskab, med aktiviteter i Danmark og senere Nordeuropa. I dag er Ørsted en global aktør med primært fokus på grøn energiproduktion og -salg, samt udvikling og opførelse af hav- og landvindmølleparker i hele verden. Nye markeder som USA og Taiwan er kommet til, og der udforskes nye muligheder blandt andet det øvrige Asien.

Ørsted har etableret en vision om at skabe en verden der udelukkende kører på grøn energi, og sat konkrete strategiske målsætninger for at nå disse. De eksterne forhold taler i retning af et fortsat øget fokus på grøn energiproduktion, og Ørsted er godt positioneret til at udnytte de potentielle vækstrater inden for dette, baseret på sin opbyggede viden og skalerbarhed på området. Omkostninger forbundet med at opføre grønne energi-teknologiske løsninger i dag, er lavere end ved nye konventionelle energiproduktionsløsninger. Fremadrettet skal Ørsted dog formå at nedbringe 'cost of electricity' yderligere, hvis også investorerne skal få afkast af investeringen i dette. Udefra kommende forhold som eksempelvis Brexit kan dog påvirke Ørsted på den lange bane, da Ørsted har mange aktiviteter i Storbritannien, og pundet derfor kan risikere at falde også på lang sigt.

Ørsteds kapitalstruktur har over de senere år udviklet sig frem mod en lille market debt to capital ratio. Heri ligger derfor en mulighed for fremadrettet at øge sin gældsandel, og dermed medvirke til at finansiere sine kommende investeringsplaner, og samtidig fastholde sin nuværende kreditrating og udnyttspolitik, hvilket er sat som et mål fra Ørsted selv. En langsigtet kapitalstruktur vurderes derfor at være en market debt to capital ratio på 25 % som den langsigtede kapitalstruktur.

Ørsted gearer derfor sine investeringer, hvilket alt andet lige hæver aktiens kursværdi ud fra Miller & Modiglianos kapitalstruktursteori, hvilket også påvises i den senere følsomhedsanalyse. WACC blev på den baggrund fastsat til 5,00 % for Ørsted virksomheden som helhed.

Med udgangspunkt i den foretagne situations- og nøgletalsanalyse, blev proforma regnskaberne for budgetperioden og terminalperioden i år 2025 opgjort i 3 case scenarier, der blev vægtet for deres sandsynlighed for at scenariet indtræffer.

Ved værdiansættelsen ud fra de vægtede case scenarier fremkommer en estimeret aktieværdi-/kurs for Ørsted aktien på 535,2 kr./aktie per 18. marts 2019, hvilket er godt 2 % over udbudskursen på daværende tidspunkt.

Ved brug af en multipel værdiansættelse mod spanske Iberdrola og tyske RWE, sås en værdiansættelse på henholdsvis 379 og 644 kr./aktie, hvorved værdiansættelsen af Ørsted ligger i mellem. De to multipel værdiansættelser svarer nogenlunde til de opgjorte down- henholdsvis up-case værdiansættelser.

7. Litteraturliste

Bøger

Sørensen, Ole (2017): *Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang*, 5. udgave, Gjøellerup, København K

Andersen, Ib (2008): *Den skinbarlige virkelighed – om vidensproduktion inden for samfundsvidenskaberne*, 4. udgave, Samfundslitteratur, Frederiksberg C

Publikationer

Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele

https://www.fsr.dk/Login?returnurl=%2fFaglige_informationer%2fPublikationer%2fPublikationer-liste%2fFagligt%2520notat%2520om%2520vaerdiansaettelse

FSR – Foreningen af Statsautoriserede Revisor (i dag FSR – danske revisorer), Rådgivningsudvalget, 2002 – senest tilgået 28.04.19

Værdiansættelse af virksomheder: Sådan fastlægges afkastkravet i praksis

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

PwC, 2016 – senest tilgået 28.04.19

Bliver verden bedre? Fakta om udvikling i verden

https://www.verdensmaalene.dk/img/Bliver_verden_bedre_2016_small.pdf

FN's Udviklingsprogram, UNDP, 7. udgave – senest tilgået 28.04.19

Højkonjunktur uden tegn på ubalancer

[https://www.nationalbanken.dk/da/publikationer/Documents/2018/09/ANALYSE_Højkonjunktur%20uden%20tegn%20på%20ubalancer.pdf](https://www.nationalbanken.dk/da/publikationer/Documents/2018/09/ANALYSE_Hojkonjunktur%20uden%20tegn%20pa%20ubalancer.pdf)

Nationalbanken, Udsigter for dansk økonomi – september 2018, nr. 15 – senest tilgået 28.04.19

Årsrapporter og rapporter fra Ørsted

Annual Report 2018

https://orsted.com/-/media/Annual_2018/Orsted_Annual_report_2018.ashx?la=en&hash=A64F4AF34FD9CA0EEE78FE7FA690B484

Ørsted A/S, senest tilgået 28.04.19

Årsrapport 2017

https://orsted.com/-/media/Aarsrapport2017/Orsted_Aarsrapport_2017_Final.ashx?la=en&hash=00BB97EA3F57C4A602F2383F3F30C6DF7C6D1B79&hash=00BB97EA3F57C4A602F2383F3F30C6DF7C6D1B79

Ørsted A/S, senest tilgået 28.04.19

Årsrapport 2016

https://orsted.com/-/media/WWW/Docs/Corp/COM/Investor/Financial-reporting/DK_reports/2016/dong_energy_annual_report_da.ashx?la=en&hash=1DFA596A4713686AE8F49923E8457E1D23296253&hash=1DFA596A4713686AE8F49923E8457E1D23296253

Ørsted A/S, senest tilgået 28.04.19

Kapitalmarkedsdag 2018 – Præsentation

<https://orsted.com/cmd2018presentation>

Ørsted A/S, senest tilgået 28.04.19

Investor Presentation Q4 2018

https://orsted.com/-/media/Annual_2018/Investor-presentation-Q4-2018.ashx?la=da&hash=532CBDE1A2929435339D4E59EBFD94B5

Ørsted A/S, senest tilgået 28.04.19

Ørsted Bioenergy & Thermal Power A/S – Årsrapport 2017

<https://datacvr.virk.dk/data/visenhed?enhedstype=virksomhed&id=27446469&soeg=Ørsted%20Bioenergy%20&%20Thermal%20Power%20A/S&type=undefined&language=da>

Virk.dk, senest tilgået 28.04.19

Bæredygtighedsrapport 2018

[https://orsted.com/-](https://orsted.com/-/media/Annual_2018/Sustainability_report_2018.ashx?la=da&hash=394A88DB02EF0812169F52A2E02C48C1)

[/media/Annual_2018/Sustainability_report_2018.ashx?la=da&hash=394A88DB02EF0812169F52A2E02C48C1](https://orsted.com/-/media/Annual_2018/Sustainability_report_2018.ashx?la=da&hash=394A88DB02EF0812169F52A2E02C48C1)

Ørsted A/S, senest tilgået 28.04.19

Officielle selskabsmeddelelser

Ørsted sætter nye, ambitiøse mål for koncernens langsigtede strategiske og finansielle udvikling – vil investere 200 milliarder kroner i grøn energi frem mod 2025

<https://orsted.com/da/Company-Announcement-List/2018/11/1852037>

Orsted.com, tilgået 19.03.19

Ørsted køber Lincoln Clean Energy, en amerikansk udvikler af landvind

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

Orsted.com, senest tilgået 28.04.19

Ørsted køber Deepwater Wind og etablerer førende platform for havvind i USA

<https://orsted.com/da/Company-Announcement-List/2018/10/1819975>

Orsted.com, senest tilgået 28.04.19

Ørsted vinder 920 MW havvindprojekter i Taiwan,

<https://orsted.com/da/Company-Announcement-List/2018/06/1765495>

Orsted.com, senest tilgået 28.04.19

Ørsted iværksætter en struktureret salgsproces vedrørende den danske eldistributions- og privatkundeforretning

<https://orsted.com/da/Company-Announcement-List/2018/06/1766605>

Orsted.com, senest tilgået 28.04.19

DONG Energy tildelt tre havvindprojekter i Tyskland

<https://orsted.com/da/Company-Announcement-List/2017/04/1557887>

Orsted.com, senest tilgået 28.04.19

Taiwan offentliggør indfødningsstarif for 2019

<https://orsted.com/da/Company-Announcement-List/2019/01/1707683>

Orsted.com, senest tilgået 28.04.19

Ørsted sælger 50 % af havvindmølleparken Hornsea 1

<https://orsted.com/da/Company-Announcement-List/2018/09/1809936>

Orsted.com, senest tilgået 28.04.19

Ørsted A/S' hjemmeside

Aktier

<https://orsted.com/da/Investors/Shares>

Orsted.com, tilgået 19.03.19

Aktieanalytikere, konsensusestimater og anbefalinger

<https://orsted.com/da/Investors/Shares/Analysts-and-estimates>

Orsted.com, tilgået 18.04.19

Finansielle rapporter og præsentationer

<https://orsted.com/da/Investors/IR-material/Financial-reports-and-presentations>

Orsted.com, tilgået 18.04.19

Udforsk vores historie

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

Orsted.com, tilgået 15.03.19

Offshore Wind

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

Orsted.com, senest tilgået 28.04.19

Kapacitet inden for vindkraft

<https://orsted.com/da/Our-business/Offshore-wind/Our-offshore-wind-capabilities>

Orsted.com, senest tilgået 28.04.19

Vores vindmølleparker

<https://orsted.com/da/Our-business/Offshore-wind/Our-offshore-wind-farms>

Orsted.com, senest tilgået 28.04.19

Bioenergy

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

Orsted.com, senest tilgået 28.04.19

Udestående obligationer

<https://orsted.com/da/Investors/Debt/Outstanding-bonds>

Orsted.com, senest tilgået 28.04.19

Finansieringsstrategi

<https://orsted.com/da/Investors/Debt/Funding-strategy>

Orsted.com, senest tilgået 28.04.19

Aktiekursovervågning

<https://orsted.com/da/Investors/Shares/Share-price-monitor>

Orsted.com, senest tilgået 25.04.19

Ørsted er verdens mest bæredygtige energiselskab

<https://orsted.com/da/Media/Newsroom/News/2019/01/Orsted-is-the-worlds-most-sustainable-energy-company>

Orsted.com, senest tilgået 28.04.19

Vendepunktet – grøn energi er nu billigere end sort

<https://orsted.com/da/Explore/Green-is-cheaper-than-black>

Orsted.com, senest tilgået 28.04.19

Vi afslutter frasalget af havmølleparken Borkum Riffgrund 2 til Global Infrastructure Partners

<https://orsted.com/da/Media/Newsroom/News/2017/12/We-have-completed-the-divestment-of-Borkum-Riffgrund-2-offshore-wind-farm>

Orsted.com, senest tilgået 28.04.19

Data

OMXC25, OMX Copenhagen 25 Index

http://www.nasdaqomxnordic.com/index/index_info?Instrument=DK0060775369

Nasdaq, senest tilgået 28.04.19

DANSKE STAT 2029, DANSKE STAT 2029, (DK0009923807)

http://www.nasdaqomxnordic.com/bonds/denmark/microsite?Instrument=XCSSEDANSKE_STAT_2029&name=DANSKE%20STAT%202029

NASDAQ OMX Nordic, tilgået 18.03.19

4,5 St.l 39 GB, 4,5% Danske Stat ST.Lån 2039, (DK0009922320)

http://www.nasdaqomxnordic.com/bonds/denmark/microsite?Instrument=XCSE4:5_ST.L_39_GB&name=4%2C5%25%20Danske%20Stat%20ST.L%C3%A5n%202039

NASDAQ OMX Nordic, tilgået 18.03.19

Stor international undersøgelse viser, at der er markante forskelle i investorernes forrentningskrav til investeringer i Danmark

<http://optimum-consulting.dk/wp-content/uploads/2018/06/Investorerne-forrentningskrav-Resultatet-af-P.-F.s-2017-spørgeskemaundersøgelse-maj-2018.pdf>

Optimum Consulting, 2018 – senest tilgået 28.04.19

Ørsted A/S (ORSTED.CO)

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

Yahoo! Finance, tilgået 18.03.19

Ratings, Interest Coverage Ratios and Default Spread

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm

Damodaran Online – a teacher in corporate finance and valuation at the Stern School of Business at New York University, tilgået 18.03.19

Øvrige hjemmesider

DONG Energy

http://denstoredanske.dk/It,_teknik_og_naturvidenskab/Elektricitet/Kraftforsyning_generelt/DDO_NG_Energy

Gyldendal, Den Store Danske, tilgået 15.03.19

INEOS completes the acquisition of the entire Oil & Gas Business from DONG Energy A/S

<https://www.ineos.com/news/shared-news/ineos-completes-the-acquisition-of--the-entire-oil--gas-business-from-dong-energy-as>

Ineos.com, tilgået 18.03.19

Verdensmålene

<https://www.verdensmaalene.dk/fakta/verdensmaalene>

FN's Verdensmål for bæredygtig udvikling, senest tilgået 28.04. 19

World's first offshore wind farm without subsidies to be built in the Netherlands

<https://windeurope.org/newsroom/press-releases/worlds-first-offshore-wind-farm-without-subsidies-to-be-built-in-the-netherlands/>

Windeurope.org, senest tilgået 28.04.19

DONG Energy kåret som årets vinder af "C20 Regnskabsprisen"

<https://www.pwc.dk/da/presse/meddelelser/2017/dong-energy-karet-som-arets-vinder-af-c20-regnskabsprisen.html>

PwC.dk, senest tilgået 28.04.19

Årsrapportprisen 2017 – Velbesøgt konference om informative regnskaber

https://www.fsr.dk/Faglige_informationer/Regnskaber/Aarsrapportpris%202017/Aarsrapportpris%202017

FSR – danske revisorer, senest tilgået 28.04.19

Ørsted vinder særpris for at inddrage miljø og sociale aspekter i årsrapporten

<https://www.pwc.dk/da/presse/meddelelser/2018/orsted-vinder-saerpris-for-at-inddrage-miljoe-og-sociale-aspekter-i-aarsrapporten.html>

PwC.dk, senest tilgået 28.04.19

Statens gæld

www.nationalbanken.dk/da/statsgaeld/statsens_gaeld/Sider/Default.aspx

Nationalbanken – Publiceret 31. januar 2019 – senest tilgået 28.04.19

Artikler

Ørsted: Ingen planer om yderligere frasalg i Europa efter Hornsea

<https://www.berlingske.dk/virksomheder/orsted-ingen-planer-om-yderligere-frasalgs-i-europa-efter-hornsea>

Berlingske.dk, senest tilgået 26.04.19

Tilsyn sidder med kæmpe joker i Radius-salg

www.berlingske.dk/virksomheder/tilsyn-sidder-med-kaempe-joker-i-radius-salg

Berlingske.dk, senest tilgået 26.04.19

Ørsted sætter milliardstor elforretning til salg

<https://www.berlingske.dk/virksomheder/oersted-saetter-milliardstor-elforretning-til-salg>

Berlingske.dk, senest tilgået 19.03.19

Efter sejrstogt i Taiwan: Ørsted ser stort momentum flere steder i Asien

<https://www.berlingske.dk/virksomheder/efter-sejrstogt-i-taiwan-oersted-ser-stort-momentum-flere-steder-i-asien>

Berlingske.dk, senest tilgået: 28.04.19

Goldman-boss svært stolt af Dong-investering: Det var en succes. Åbenlyst

<https://energiwatch.dk/secure/Energinyt/Energiselskaber/article10346787.ece>

EnergiWatch, senest tilgået 18.03.19

Medie: Betingelserne for Dongs børsnotering er endnu ikke opfyldt

https://energiwatch.dk/Energinyt/Politik___Markeder/article9102350.ece

Energiwatch.dk, senest tilgået 28.04.19

Frasalg af Dongs olieledninger fortsat strandet

https://energiwatch.dk/secure/Energinyt/Olie___Gas/article9296172.ece

Energiwatch.dk, senest tilgået 28.04.19

Ørsted-formand: Vi kan ikke tage højde for valgår

<https://energiwatch.dk/Energinyt/Energiselskaber/article11232235.ece>

Energiwatch.dk, senest tilgået 28.04.19

Ørsted-CFO: Ingen planer om yderligere frasalg i Europa efter Hornsea

<https://energiwatch.dk/Energinyt/Energiselskaber/article10883593.ece>

Energiwatch.dk, senest tilgået 28.04.19

Bæredygtig revolution tvinger investeringsfonde til nye investeringer

<https://finans.dk/privatokonomi/ECE10991263/baeredygtig-revolution-tvinger-investeringsfonde-til-nye-investeringer/>

Finans.dk, senest tilgået 28.04.19

Ørsted skovler milliarder ind på vild vækst, men flere leverandører kæmper

<https://finans.dk/erhverv/ECE9911351/oersted-skovler-milliarder-ind-paa-vild-vaekst-men-flere-leverandoerer-kaemper/?ctxref=ext>

Finans.dk, senest tilgået 28.04.19

Ørsted trækker sig fra samarbejdet om fremtidens fjernvarme i Esbjerg

<https://ing.dk/artikel/oersted-traekker-sig-samarbejdet-fremtidens-fjernvarme-esbjerg-223533>

Ingeniøren, senest tilgået 28.04.19

Giganterne dyster i verdens største havmøllepark

<https://ing.dk/artikel/giganterne-dyster-verdens-stoerste-havmoellepark-214223>

Ingeniøren, senest tilgået 28.04.19

Dong Energy må gamble med fremtidens elpris

<https://ing.dk/artikel/dong-energy-maa-gamble-med-fremtidens-elpris-197339>

Ingeniøren, senest tilgået 28.04.19

Dong Energy fyrer 115-135 medarbejdere efter frasal

<https://ing.dk/artikel/dong-energy-fyrer-115-135-medarbejdere-efter-frasal-199285>

Ingeniøren, senest tilgået 28.04.19

OVERBLIK De vigtigste datoer og største knaster frem mod brexit i marts

<https://www.dr.dk/nyheder/udland/brexit/overblik-de-vigtigste-datoer-og-stoerste-knaster-frem-mod-brexit-i-marts>

Dr.dk, senest tilgået 28.04.19

Study looks at the future of wind energy after the PTC

<https://www.windpowerengineering.com/business-news-projects/study-looks-future-wind-energy-ptc/>

Windpowerengineering.com, senest tilgået 28.04.19

"u-bæredygtige-virksomheder-har-ingen-fremtid"

[https://csr.dk/"u-bæredygtige-virksomheder-har-ingen-fremtid"](https://csr.dk/)

Csr.dk, senest tilgået 28.04.19

Renewable Energy Will Be Consistently Cheaper Than Fossil Fuels By 2020, Report Claims

<https://www.forbes.com/sites/dominicdudley/2018/01/13/renewable-energy-cost-effective-fossil-fuels-2020/#482b0ff54ff2>

Forbes.com, senest tilgået 28.04.19

Øvrige årsrapporter

Iberdrola Annual Report 2018

https://www.iberdrola.com/wcorp/gc/prod/en_US/corporativos/docs/IB_Annual_Financial_Information.pdf

Iberdrola (Spanien), senest tilgået 28.04.19

RWE Annual Report 2018

<http://www.rwe.com/rwe-annual-report-2018.pdf>

RWE (Tyskland), senest tilgået 28.04.19

Øvrigt

Udtalelse vedrørende anvendelse af et supplerende resultatmål "Business performance" i årsrapporten for regnskabsåret 2014 for DONG Energy A/S, Cvr.nr: 36 21 37 28

<https://finanstilsynet.dk/~media/Lovgivning/Regler-og-praksis/2016/Reaktioner/311-Bilag-1-enderlig.pdf?la=da>

Finanstilsynet, senest tilgået 28.04.19