

## Om værdien af DONG Energy

Af civiløkonom, cand.merc. Jens Wrang

### Opsummering

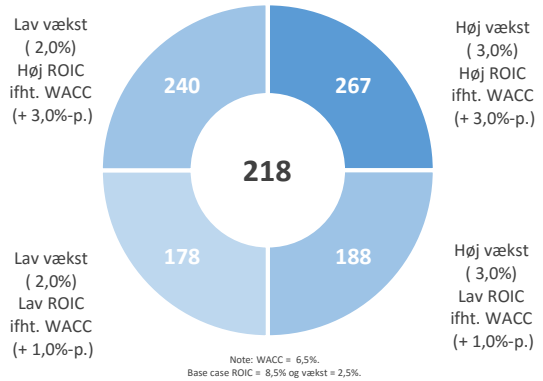
Værdien af Dong Energy vurderes at ligge i niveauet DKK 90 mia. Fratrukket den senest oplyste nettogæld på knap DKK 1 mia. svarer det ved 417,7 mio. udstedte aktier til DKK 218 pr. aktie.

Udfaldsrummet for værdien er dog relativt stort ved blot mindre ændringer i de forudsætninger, der er afgørende for den fremtidige værdiskabelse.

Det absolutte indtjeningsniveau forventes at kunne øges i de kommende år, men under hård konkurrence, og det forventes ikke, at selskabet på sigt vil kunne opnå en forrentning, der ligger væsentligt over forrentningskravet.

Væksten på længere sigt forventes at komme fra bygning og drift af havvindmølleparker. Indtjeningen herfra forventes dog samlet ikke at øges grundet en nødvendig politisk balancerende af subsidieringen af den grønne omstilling.

Værdi pr. aktie givet fremtidig vækst og ROIC ifht. WACC



### Om Dong Energy

Dong Energy producerer, sælger og distribuerer energi i form af olie, gas, el og varme primært på de Nordeuropæiske markeder. Produktionen foregår på egne anlæg og distribution af el delvis på eget net. Produktionen er de senere år lagt om til stadig større anvendelse af vedvarende energikilder, og selskabet er i tråd med selskabets ambition ledende inden for denne omstilling.

Virksomheden har ca. 6.700 medarbejdere og en omsætning i 2015 på DKK 70 mia. skabt ud fra en bogført investeret kapitalbase primo 2015 på i alt DKK 65 mia.

Selskabet har tre primære forretningsområder:

#### Wind Power:

Udvikler, opfører, ejer og driver vindmølleparker primært i Nordeuropa. Er global leder inden for opførelse og drift af havvindmølleparker.

Der er flere globale konkurrenter og stadig større konkurrence om de udbudte projekter.

Ca. 60% af omsætningen udgøres af statslige subsidier til fremme af grøn omstilling. Der arbejdes på at gøre opførelse og elproduktion fra vindmøller mere omkostningseffektiv.

80% af investeringerne forventes frem mod 2020 at blive foretaget i vind-forretningen, og forretningsomfanget vil derfor blive øget kraftigt inden for de kommende år.

Rentabiliteten vil være underlagt et politisk fastsat niveau for støtte til grøn energi.

#### Dansk forsyning:

Producerer, sælger og distribuerer energi til kunder i Nordvesteuropa. Danmarks største producent af el og varme fra egne kraftvarmeværker. Ejer Danmarks største el-distributionsnet.

Forretningsområdet er til dels er baseret på koncessioner, og er helt eller delvist reguleret hvilket giver en vis stabilitet i indtjeningen. El og varme produktionen er under omstilling til nye brændsels- og teknologiformer. Omstillingen er betinget af økonomisk støtte.

Forretningsområdet forventes optimeret og opretholdt i sit nuværende omfang, men at udgøre en relativ mindre andel af den samlede forretning.

Den fremtidige rentabilitet er betinget af optimering og regulering.

#### Olie & Gas:

Producerer olie og gas fra felter i Nordeuropa.

Olie- og gaspriserne fastsættes via udbud og efterspørgsel på internationale børser. Priserne svinger til tider kraftigt, mens omkostningsbasen er relativt konstant.

Der er mange globale konkurrenter og substituerende produktionsmetoder, der presser priserne og underminerer rentabiliteten.

Det forventes ikke, at der bliver investeret yderligere i forretningsområdet, men at det bliver opretholdt i sit nuværende omfang for at udnytte en mulig positiv pengestrøm.

Indtjeningen forventes fortsat at være underlagt store udsving i olie og gas priser.

### Fem års regnskabs- og nøgletal

Omsætningen der varierer i takt med energipriserne, er steget med i alt 25% over de seneste fem år.

Indtjeningen har været meget svingende, og er underlagt markedspriserne på olie, gas og el og i stadig større grad niveauet for subsidier til energi produceret ved anvendelse af vedvarende energi. En stadig større andel af aktiviteterne er underlagt hel eller delvist regulering, og en større stabilitet i omsætning og indtjening må kunne forventes.

Investeret kapital er nedskrevet med i alt DKK 34 mia. i de seneste fem regnskabsår, hvilket har medvirket til et løft i (bogført) kapitaleffektivitet og rentabiliteten målt ved ROIC.

Beløb i DKK mio.	2011	2012	2013	2014	2015
Omsætning	56.717	67.179	73.105	67.048	70.843
Vækst	4,0%	18,4%	8,8%	-8,3%	5,7%
EBIT (adj.)	5.842	-2.682	5.944	3.621	7.192
EBIT-%	10,3%	-4,0%	8,1%	5,4%	10,2%
NOPLAT *	4.382	-2.012	4.488	2.770	5.610
Investeret kapital (IK) primo	73.448	80.919	81.984	77.345	65.511
IKs oms.hastighed	0,77x	0,83x	0,89x	0,87x	1,08x
ROIC **	5,6%	-2,4%	5,5%	3,7%	8,0%

\* EBIT minus nominal skat af EBIT. \*\* NOPLAT / gns. IK justeret for nedskrivninger.

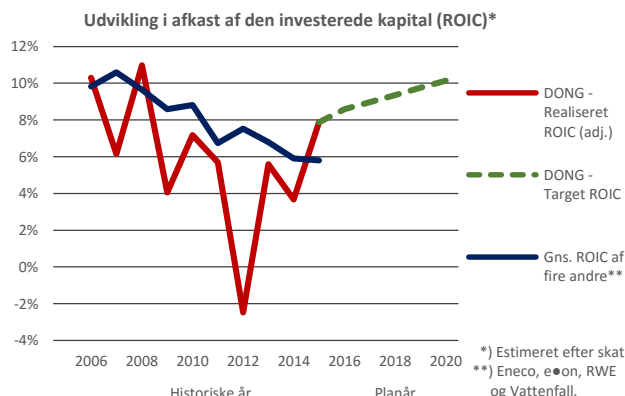
## Om værdien af Dong Energy

### Rentabilitet for Dong Energy og Peers

**Rentabiliteten i branchen** har historisk været lav og ligget på eller under niveauet for den vægtede kapitalomkostning. Dette gælder også Dong Energy, der har forrentet kapitalen på et lavere niveau end gennemsnittet af de fire selskaber, der er sammenlignet med hér\*\*. Tendensen har været nedadgående, men har det seneste år været stigende specielt for Dong Energy. Årsagen er dog til dels at finde i nedskrivningen af aktivmassen.

**ROIC** er hér baseret på NOPLAT og er dermed opgjort efter skat. Gennemsnittet for de fire peers var i perioden 2006-2010 9,5% (Dong Energy 7,6%) og i perioden 2011-2015 6,6% (Dong Energy 4,0%).

**WACC** (kapitalomkostningen) er af Dong Energy i nedskrivningstests i 2015 fastsat til 8,25-9,0%, mens peers har anvendt WACCs på 5-6%.



### Fremtidig værdiskabelse

**Omsætningsvæksten** forventes at fortsætte frem mod 2020, og nå et niveau på DKK 90 mia. En stadig større andel af omsætningen vil komme fra Wind Power, og heraf vil en stadig større andel udgøres af el-salg. Omsætningen forventes dermed på sigt at blive mere stabil og stige i takt med den installerede kapacitet.

**Indtjeningsniveauet** forventes at stige i takt med den installerede kapacitet i Wind Power. En stadig større del af indtjeningen vil komme fra regulerede og kontraktbaserede aktiviteter, og indtjeningen vil dermed blive både mere stabil og forudsigelig. Ca. 60% af indtægterne fra elproduktion fra havvindmøller stammer i dag fra subsidier og anden økonomisk støtte. Niveauet vil givetvis falde, efterhånden som der opnås større effektivitet i opførelse og drift, men indtjeningen vil fortsat være stærkt afhængig af et højt støtteniveau.

**Rentabiliteten** målt ved Return On Invested Capital (ROIC) efter skat forventes at stige i takt med den installerede kapacitet i Wind Power og omkostningseffektiviseringer i de andre forretningsområder. Det gennemsnitlige niveau for ROIC forventes at nå 8,5%, men vil sandsynligvis fortsat svinge noget givet udsving i de opnåelige priser. I lyset af konkurrencesituationen og homogeniteten i og reguleringen af salget af ydelserne forventes det ikke, at der på sigt er mulighed for at opnå en forrentning der ligger væsentligt over kapitalomkostningen.

**Den fremtidige vækst** målt ved værdien af den investerede kapital forventes at være relativ høj i de kommende år, og primært at ske i Wind Power hvor 80% af bruttoinvesteringerne forventes foretaget. På kort sigt forventes væksten at udgøre ca. 10% årligt, mens den gennemsnitlige årlige vækst på længere sigt forventes at stabilisere sig på et niveau på 2,5%.

### Markante muligheder og trusler

#### Muligheder

- Den politiske vilje til grøn omstilling er fortsat stor, og subsidier til produktion af el og varme ved anvendelse vedvarende energiformer forventes at ville fortsætte om end med krav om fortsat effektivisering.
- Den førende position på etablering og drift af havvindmølleparker kan have givet et omkostningsmæssigt forspring, så både avancen ved salg af ejerandele og produktion af el vil kunne ligge over konkurrenternes i en årrække fremover.
- Der er sandsynligvis et yderligere effektiviseringspotentiale i både forsynings- og Olie & Gas forretningsenhederne.
- Flere havvindmølleprojekter er under opførelse, og en stærk global vækst forventes at fortsætte i årene fremover.

#### Trusler

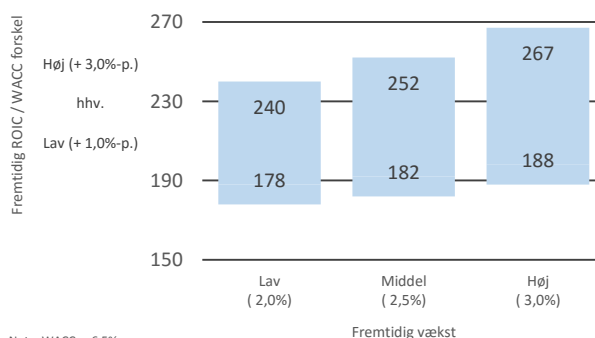
- De opnåelige priser på alle energiformer forventes fortsat at være meget usikre og udbuddet vil fortsat ske under fuld konkurrence og med kapacitetsoverskud.
- Niveauet for subsidier må forventes at have en øvre grænse, og lægge et loft over rentabiliteten, så der ikke opnås en overnormal forrentning.
- Der er forholdsvis få leverandører af vindmøller og andet udstyr og en fortsat omkostningsreduktion kan blive vanskelig.
- Markedet for havvindmølleparker er i stærk vækst som sandsynligt tiltrækker yderligere konkurrenter som skaber et pres på rentabiliteten i alle led af værdikæden.
- Den teknologiske udvikling kan gøre andre vedvarende energiformer (sol, a-kraft, brint, +?) mere effektive.

### Værdiens nøgleparametre

**Værdien af Dong Energy** er stærkt afhængig af, hvorvidt det lykkes at opnå en forrentning af den investerede kapital, der ligger over kapitalomkostningen, og i nogen grad af om det lykkes at fastholde en fornuftig fremtidig vækst. Ved en middel vækst og et afkast af den investerede kapital der ligger 2%-point over kapitalomkostningen har selskabet i dag en værdi på DKK 90 mia. svarende til en værdi pr. aktie på DKK 218.

**Udfaldsrummet** er imidlertid forholdsvis stort og værdien pr. aktie vil under andre plausible forudsætninger for vækst og indtjeningsniveauer udmærket kunne svinge med +/- 25%. Meget vil afhænge af de kommende års udvikling af Wind Power forretningen hvis størrelse, stabilitet og egen indtjeningssevne vil være afgørende for den fremtidige værdiskabelse. Centralt er også niveauet for olie og gas priserne, som fremover kan vise sig at erodere den nuværende værdi af selskabet.

Værdi pr. aktie givet fremtidig vækst og ROIC ifht. WACC



## Om værdien af Dong Energy

### Om Optimum Consulting

**Optimum Consulting udarbejder** pålidelige og troværdige værdiansættelser af virksomheder og andre aktiver.

Værdiansættelsen kan være et led i et køb eller salg af virksomhed eller aktieposter i et børsnoteret selskab, en immateriel rettighed eller som et første skridt i det aktive arbejde med virksomhedens værdi.

**Optimum consulting anvender** til alle formål en integreret værdianalyse (IVA), der på en pålidelig og troværdig måde opgør værdien.

Værdifastsættelsen tager altid udgangspunkt i en analyse af fundamentet for værdiskabelsen.

Sammenligning med nøgletal for fremtidig værditilvækst for sammenlignelige børsnoterede virksomheder sikrer yderligere, at værdifastsættelsen er afstemt med markedets forventninger.

**Resultatet** af den integrerede værdianalyse er:

- Pålideligt – fordi metoden baserer sig på etableret driftsøkonomisk og finansiell teori og praksis.
- Troværdigt – fordi metoden har en indre konsistens og resultaterne en ydre referenceramme.
- Transparent – i form af direkte indsigt i hvordan værdi forudsættes skabt.

Nøgletal for den fastsatte værdi kan sammenlignes med resultater fra store internationale databaser. Dermed er der skabt en troværdig basis for en nuanceret vurdering af de forudsætninger, der er gjort.

**Optimum Consulting værdiansætter:**

- Virksomheder
- Forretningsaktiviteter
- Immaterielle rettigheder (patenter og licenser)
- Finansielle fordringer
- Goodwill.

**Pålideligt.**

### Oplysning om Optimum Consultings ansvar og denne rapports anvendelse

**Optimum Consulting** har tilstræbt, at oplysningerne i denne værdirapport er korrekte og retvisende, men påtager sig ikke et ansvar for, at de er nøjagtige og fyldestgørende. Historiske data og analyser må ikke opfattes som en indikation endsige en garanti for fremtidige resultater, analyser, eller forudsigelser. Optimum Consulting påtager sig desuden intet ansvar for eventuelle beslutninger eller økonomiske dispositioner, der foretages på baggrund af oplysninger i denne rapport. Optimum Consulting gør eksplicit opmærksom på, at investeringer, herunder specielt i aktier, altid er behæftet med risiko for tab, og det anbefales altid at rådføre sig med egne professionelle rådgivere før der købes eller sælges aktier.

**Ingen informationer eller konklusioner** indeholdt i denne rapport kan betragtes som et tilbud om at ville sælge eller et tilbud om at ville købe aktier eller andre aktiver, og udgør heller ikke nogen anbefaling herom. Ingen informationer, analyser, metoder eller konklusioner udgør således en rådgivning eller anbefaling om at foretage, eller afstå fra at foretage, nogen form for investeringsbeslutning, og kan ikke opfattes som sådan. Brugeren af informationerne og konklusionerne i denne rapport påtager sig enhver risiko forbundet med enhver anvendelse af informationerne som brugeren måtte gøre eller tillade andre at gøre.

**Optimum Consulting udsteder således ikke** direkte eller indirekte garantier, og indestår ikke eksplicit for de informationer og konklusioner, der er indeholdt i denne rapport, herunder resultater som måtte fremkomme ved anvendelse af informationerne eller konklusionerne i andre sammenhænge.

**Uden på nogen måde** at forøge Optimum Consultings evt. ansvar i forhold til det ovenstående, kan Optimum Consulting, inden for dansk lovs rammer, ikke blive draget til ansvar for informationer eller konklusioner i forhold til direkte, indirekte, specielle eller følgeskader herunder tabt fortjeneste eller andre tab og skader som anvendelsen af informationerne og konklusionerne i denne rapport kan forårsage. Dette gælder også selv om Optimum Consulting er blevet adviseret om muligheden for sådanne tab eller skaders opståen.

**Alle rettigheder** til denne værdirapport tilhører Optimum Consulting, og enhver anvendelse eller hel eller delvis gengivelse heraf må kun ske med tydelig kildeangivelse.

**Optimum Consulting, 2016**