



Strategisk analyse og værdiansættelse af Dong Energy A/S

Kandidatafhandling

Forfatter: Mohamad Ibrahim

Vejleder: Ole Sørensen

Afleveringsdato: 15. januar 2013

Antal anslag: 121.643

Cand.merc.aud-studiet
Institut for Regnskab og Revision
Copenhagen Business School 2013

Indholdsfortegnelse

EXECUTIVE SUMMARY	5
1. INDLEDNING:	6
1.2 PROBLEMFOMULERING:	7
1.3 METODE OG AFGRÆNSNING	8
1.4 AFGRÆNSNING	8
1.5 OPGAVERNS HOVEDAFSNIT	9
1.5.1 <i>Beskrivelse af virksomheden og Strategisk Analyse</i>	10
1.5.2 REGNSKABSANALYSE	10
1.5.3 BUDGETTERING OG VÆRDI AF DONG	11
1.5.4 KONKLUSION	11
1.6 METODEVALG	11
1.6.1 <i>PESTEL-analysen</i>	11
1.6.2 <i>Porters Five Forces</i>	12
1.6.3 <i>Risiko Analyse</i>	13
1.6.4 <i>Værdikæde analyse</i>	14
1.6.5 <i>SWOT Analyse</i>	14
1.7 REGNSKABSANALYSEN	14
1.8 VÆRDIANSÆTTTELSESMODELLER	15
1.7.1 <i>Discounted Cash Flow modellen</i>	15
1.7.2 <i>Residualoverskudsmodellen – RIDO</i>	16
2. BESKRIVELSE AF DONG ENERGY	17
2.1 DONGS HISTORIE OG UDVIKLING	17
2.2 EXPLORATION & PRODUCTION	18
2.3 WIND POWERS (OFFSHORE VINDKRAFT)	18
2.4 THERMAL POWER	18
2.5 ENERGY MARKETS	19
2.6 SALES & DISTRIBUTION	19
3. PEST-ANALYSE AF DONG	20
3.1 POLITICAL FACTORS	20
3.1.1 <i>Politik og inter/nationale love</i>	21
3.1.1.1 <i>Danmarks energi politik</i>	21
3.1.1.2 <i>International lov</i>	22
3.2 ECONOMICAL FACTORS	22
3.2.1 <i>Olieprisens udvikling</i>	23
3.2.2 <i>Naturgas udviklingen</i>	24
3.2.3 <i>El-markedets udvikling</i>	25
3.2.4 <i>Kulprisernes udvikling</i>	26
3.3 SOCIOCULTURAL FACTORS	26
3.4 TECHNOLOGICAL AND ENVIROMENTAL FACTORS	27
3.5 DELKONKLUSION	28
4. VÆRDIKÆDE ANALYSE	29
4.1 FORSKNING, UDVIKLING OG UDFORSKNING	29
4.2 PRODUKTION	30
4.3 DISTRIBUTION	31
4.4 SALG	31
4.5 STØTTEAKTIVITETER	32

4.6 DELKONKLUSION.....	33
5. PORTERS FIVE FORCES.....	34
5.1 TRUSLEN FRA POTENTIELLE UDBYDERE	34
5.1.1 <i>Exploration & production</i>	35
5.1.2 <i>Wind Powers (Offshore vindkraft)</i>	35
5.1.3 <i>Thermal Power</i>	36
5.1.4 <i>Energy Markets</i>	36
5.1.5 <i>Sales & distribution</i>	36
5.2 TRUSLEN FRA SUBSTITUERENDE PRODUKTER	37
5.3 KUNDERNES FORHANDLINGSSTYRKE	38
5.4 LEVERANDØRERNES FORHANDLINGSSTYRKE	38
5.5 <i>Konkurrencen mellem eksisterende udbydere</i>	38
5.5.1 <i>Exploration & production</i>	39
5.5.2 <i>Wind Powers (Offshore vindkraft)</i>	40
5.5.3 <i>Thermal Power</i>	40
5.5.4 <i>Energy Markets</i>	40
5.5.5 <i>Sales & distribution</i>	40
5.5 DELKONKLUSION.....	41
6. SWOT ANALYSE	42
6.1 SWOT-ANALYSE.....	42
7. RISIKOANALYSE	44
7.1 MARKEDSRISICI	44
7.2 SPECIFIKKE RISICI.....	45
7.3 DELKONKLUSION.....	45
8. REGNSKABSANALYSE.....	46
8.1 REGNSKABET.....	46
8.2 LEDELSESBERETNINGEN	47
8.3 REVISIONSPÅTEGNINGEN	47
8.4 REFORMULERING AF REGNSKABET	47
8.5 REFORMULERING AF EGENKAPITALEN	47
8.6 REFORMULERING AF BALANCEN.....	48
8.7 REFORMULERING AF RESULTATOPGØRELSEN	48
9. RENTABILITETSANALYSE	49
9.1 KAPITALSTRUKTUR OG WACC	49
9.2 HYBRIDKAPITAL	50
9.3 EGENKAPITALFORRENTNING.....	51
9.4 FREMMEDE FINANSIERINGEN	54
9.5 BEREGNING AF WACC.....	55
9.6 EGENKAPITALFORRENTNINGEN.....	56
9.7 ROIC	57
9.8 AKTIVERNES OMSÆTNINGSHASTIGHED, AOH.....	58
9.9 OVERSKUDSGRAD.....	59
9.10 FINANSIEL GEARING SAMT SPREAD	60
9.11 DELKONKLUSION.....	62
10. BUDGET.....	64
10.1 VÆKSTRATER	64
10.2 BUDGET	64

10.3 OMSÆTNING	65
10.4 BUDGETFORUDSÆTNINGER	65
10.5 VÆKST I OMSÆTNINGEN	68
10.6 OMKOSTNINGER OG DO	68
10.7 BALANCEN	70
11. VÆRDIANSÆTTELSEN	71
11.1 VÆRDI AF DONG	71
11.2 FØLSOMHEDSANALYSE	72
11.4 DELKONKLUSION	73
12. KONKLUSION	74
LITTERATURLISTE	77

EXECUTIVE SUMMARY

Dong Energy are the largest energy company in Denmark, providing electricity to over a 1,2¹ mil. customers in Denmark, Holland and Sweden, making it the largest energy company in Denmark, and one of the largest in northern Europe.

The structure of Dong as we know it today, was founded in 2006 with a fusion of several energy companies in Denmark, and with the Danish government as the major shareholder, with 76,49% of the shares.

The company are unique compared to other Danish energy companies, since they constitute the whole value chain, giving Dong control over the process from exploration of resources, to the generation and distribution of them.

In 2003 the European Union, liberalized the energy market, trying to increase the competition between the companies, to give customers the choice of their own. With this step, Dong consolidated itself, and strengthen the company with the fusion in 2006, to give Dong the ability to compete against other energy companies in their market, since the Danish market now was liberalized.

The Danish government wanted list the company, but cancelled two times because of the financial crisis impact on the market in general.

With all this in mind, the market, structure and competition has changed the recent years, and the financial crisis will not last forever, and therefore the government will list the company eventually.

In my thesis I have tried to estimate the value of the company, if and when it will be listed.

¹ Dongs Årsrapport 2011

1. Indledning:

Energi er blevet et af de varmeste og mest omdiskuterede emner de seneste år, og især grøn energi og omlægning af vores forbrug fra fossile brændstoffer til grøn og vedvarende energi, har domineret dagsordenen.

Klimatopmødet i København står i særligt skarp erindringen hos de fleste mennesker, og skabte en sand bølge af debat i Danmark, og om Danmarks rolle i forhold til klima-debatten. Topmødet var dog en fiasko, idet den udstillede den manglende vilje fra mange af verdens lande, til at nedskære CO2 udslippet, og fokusere mere på grøn energi.

Hvert af verdens lande kom med deres egen agenda, og udstillet den store uenighed som Vesten og Østen hver især havde, og forskellene mellem de nye økonomier, og de udviklede økonomier.

Fra 2009 hvor klimatopmødet fandt sted, og frem til i dag, er energipriserne steget, og usikkerheden mht. levering af olien er stor, hvorfor prisen på benzin er oppe over 13 kr. pr. liter.

Samme scenarie fandt sted for præcis 40 år siden, idet olieprisen i 70'erne nåede rekordhøje niveauer, og man var derfor nødsaget til at regulere energipriserne i Danmark, og man har derfor haft behov for regulere energimarkedet i Danmark, hvorfor at markedet ikke har været liberaliseret før 1998².

Som effekt deraf, valgte man i 2004 at privatisere det statsejede Dong, som blev oprettet i 1972³. Denne privatisering er blevet udskudt flere gange, og senest i 2011 som følge af finanskrisen, idet den danske regering har ment at usikkerheden om værdiansættelsen af aktien var for stor.

² <http://www.information.dk/224633>

³ http://www.fm.dk/db/filarkiv/9368/Dansk_udgave.pdf

1.2 Problemformulering:

Dong består i dag af en fusion af selskaberne Dong, Elsam, Energi E2, Nesea, Københavns Energi og Frederiksberg Forsyningen, som var resultatet af fusionen i 2006, i stedet for privatiseringen.

Selskabet har skulle privatiseres to gange, hvor man i begge tilfælde annullerede dette i sidste øjeblik, med baggrund i politiske forhold første gang, og med baggrund i den finansielle usikkerhed som følge af finanskrisen i 2008⁴.

Med den siddende regering har meldingen været, at man helt har skrinlagt børsnoteringen af Dong, af hensyn til energiforsyningssikkerheden, mens andre iagttagere peger på at Dong har udviklet sig til en regulær pengemaskine for staten.

Med baggrund i ovenstående, vil jeg derfor undersøge til hvilken pris pr. aktie i Dong bør koste ved en børsintroduktion?

For kunne besvare ovenstående, vil jeg have følgende spørgsmål:

1. Undersøge hvilke forhold som har indflydelse på Dongs indtjeningsevne, herunder makro-økonomiske forhold, konkurrence, leverandørkæde, trusler og strategi, samt hvilke muligheder, styrker, trusler og svagheder selskabet har.
2. Dernæst vil jeg analysere selskabets økonomiske udvikling, og rentabiliteten i selskabet.
3. Med baggrund i min regnskabsanalyse og strategi analyse, vil jeg forsøge at give et bud på Dongs fremtidige indtjening.
4. Med udgangspunkt i budgettet, vil jeg forsøge at beregne værdien af Dong.

⁴ <http://www.business.dk/investor/regeringen-udsætter-dong-boersnotering>

1.3 Metode og afgrænsning

I dette afsnit vil jeg give et overblik over opbygningen af opgaven, samt hvilke metoder jeg vil gøre brug af for at nå frem til min konklusion. Jeg vil derudover også beskrive her hvad jeg afgrænser mig fra, og hvilke teorier jeg ellers kunne have brugt også.

1.4 Afgrænsning

Jeg har valgt at arbejde med Dong ud fra et overordnet perspektiv, og med offentlig tilgængelig information via børsen, dagspressen og deres egen hjemmeside, og dermed er rapporten udelukkende baseret på ekstern information.

Rapporten tager udgangspunkt i tallene for 2011 som seneste regnskabs år, og derfor vil der ikke blive taget højde for kvartalsrapporterne som er udkommet i år, da der budgetteres ud fra 2011. Dette af hensyn til overskueligheden og opgavens omfang, at der ikke bliver udarbejdet en analyse af disse.

Da 2011 er seneste årsrapport som der tages udgangspunkt i, lægges der op til at værdiansættelsen gælder en værdiansættelse i 2012, og dermed basere sig på 2011 tal. Da der ikke endnu er en specifik noteringsdato for Dong, og projektet er blevet udskudt flere gange, er datoen for opgavens notering pr. 31.12.2012, da der på det tidspunkt endnu ikke er aflagt årsrapport for 2012.

Begivenheder som er indtruffet i år for Dong, vil kun blive berørt frem til 30.6.2012 og kun i mindre grad.

Der vil løbende i løbet af opgaven blive givet en mindre beskrivelse, af de anvendte teorier, men dette kun i begrænset omfang, for at give et overblik over hvorfor disse er valgt. Det forudsættes dermed, at læsere af afhandlingen i forvejen har kendskab til teorien som opgaven bygger på.

I forbindelse med arbejdet af opgaven, har det vist sig at Dong fra før 2008 har opnået fusioner med andre selskaber, og derfor er valgt faldet på at starte regnskabsanalysen fra 2008 og frem, og ikke før, selvom en analyse over 5 år vil give det mest retvisende billede, er det ikke tilfældet her.

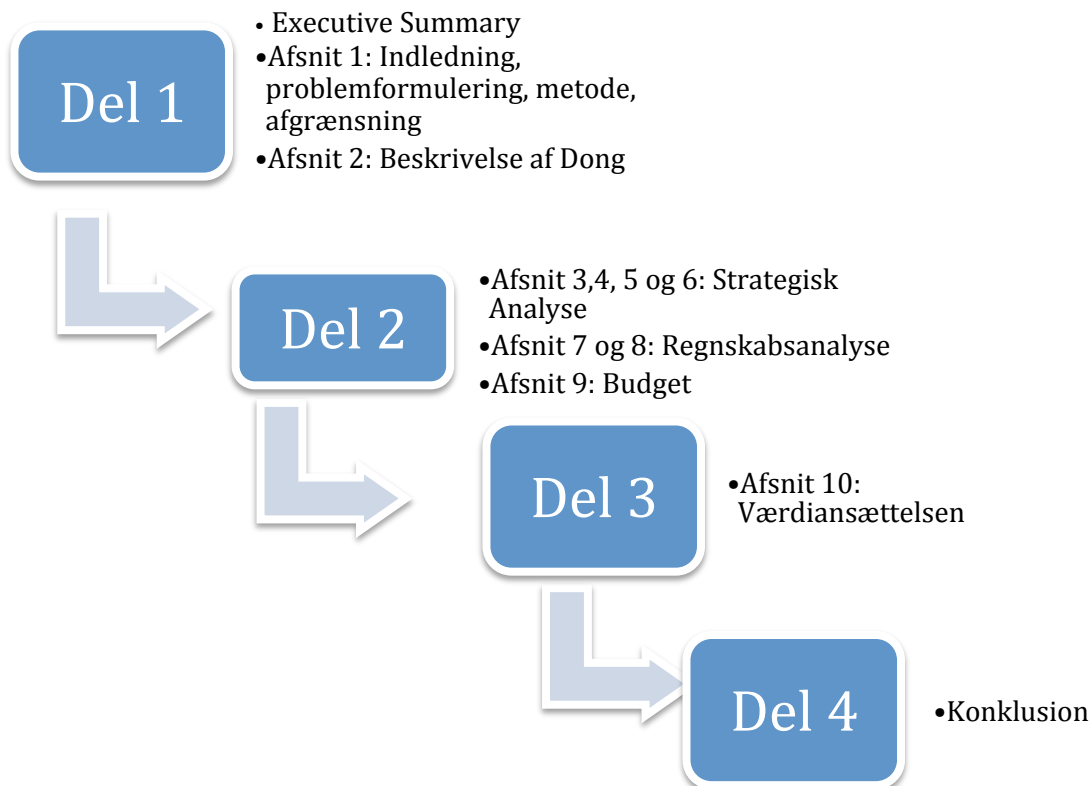
Af hensyn til opgavens omfang, har jeg valgt at fokusere på den samlede omsætning, og en analyse af selskabet som helhed, og ikke opdelt pr. division, selvom disse analyseres hver for sig i den strategiske analyse.

Det ville dog være at foretrække at analysere forretningsområderne hver for sig, da man dermed kunne isolere hver divisions resultater og udvikling, og dermed få et billede af hvilke som er mest rentable.

1.5 Opgavens hovedafsnit

Rapporten følger principperne for værdiansættelse, ved at analysere selskabet strategisk, finansielt og fremtidig udvikling, og sammenfatte disse dele til en analyse og beregning af den endelige værdi af selskabet.

Grafisk er opgavens opbygning som følger:



Figur 1

1.5.1 Beskrivelse af virksomheden og Strategisk Analyse

Første kapitel i rapporten, består af en beskrivelse af selskabet Dong, dets historie og de divisioner den dækker over.

Efter en introduktion til virksomheden, analyseres Dong ud fra følgende tre strategiske perspektiver:

1. Ekstern analyse
2. Intern analyse
3. Risikoprofil

Den eksterne analyse, analyserer de eksterne forhold som påvirker Dong. Denne består af to dele, hvoraf den første del er en PESTEL analyse, som analyserer de overordnede politiske, økonomiske, sociale, teknologiske og miljømæssige forhold.

Dernæst anvendes Porters Five Forces, til at beskrive branchen, og hvilke aktører der er på markedet og hvordan konkurrenceintensiteten er. Den interne analyse vil der ikke fokuseres så meget på, da jeg kun har begrænset viden om denne.

Risikoprofilen er en samling af de ovenstående strategiske analyser i en SWOT analyse, som er med til at give billedet selskabets risikoprofil, og hvor meget denne er eksponeret overfor de risici som vil blive belyst i analyse afsnittet.

1.5.2 Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen er en fundamental del i en værdi ansættelsesproces, og vil være det næste naturlige skridt efter strategianalysen.

Regnskabsanalysen er med til at belyse udviklingen i selskabets finansielle dispositioner over en given periode. Jeg har i min opgave valgt at analysere selskabets regnskaber 4 år tilbage i tiden.

Regnskabsanalysen giver i sammenspil med strategi analysen et overblik over selskabets udvikling, og påviser en trend i enten opadgående eller nedadgående retning for selskabet.

Ud fra de sammenhænge som bliver analyseret i regnskabsanalysen, kan der dermed arbejdes videre med budgetteringen af Dongs fremtidige indtjening.

1.5.3 Budgettering og værdi af Dong

I dette afsnit, vil der blive udarbejdet budgetter for Dongs fremtidige indtjening. Dette afsnit bliver samlingen på de to foregående afsnit med strategianalysen og regnskabsanalysen, da de til sammen giver et billede af hvordan den fremtidige indtjening vil være.

Udover budgetteringen, vil der i dette afsnit også være fokus på værdiansættelsen, da Dongs budgetter fremadrettet er grundlaget for værdiansættelsen af virksomheden.

1.5.4 Konklusion

Dette afsnit vil være sidste afsnit i opgaven, og vil give et samlet overblik over opgavens forskellige afsnit, og forfatte dem til en konklusion om virksomheden.

Dette afsnit vil også indeholde en perspektivering, hvor Dongs værdiansættelse vil blive diskuteret.

1.6 Metodevalg

1.6.1 PESTEL-analysen

PESTEL⁵-analysen er ekstern strategi analyse, som analyserer virksomhedens omverden. Da analysen fokuserer på de eksterne forhold, og ikke de interne, er det således ikke en virksomhedsspecifik analyse, men en mere generel analyse, som bruges til at analysere hele energibranchen.

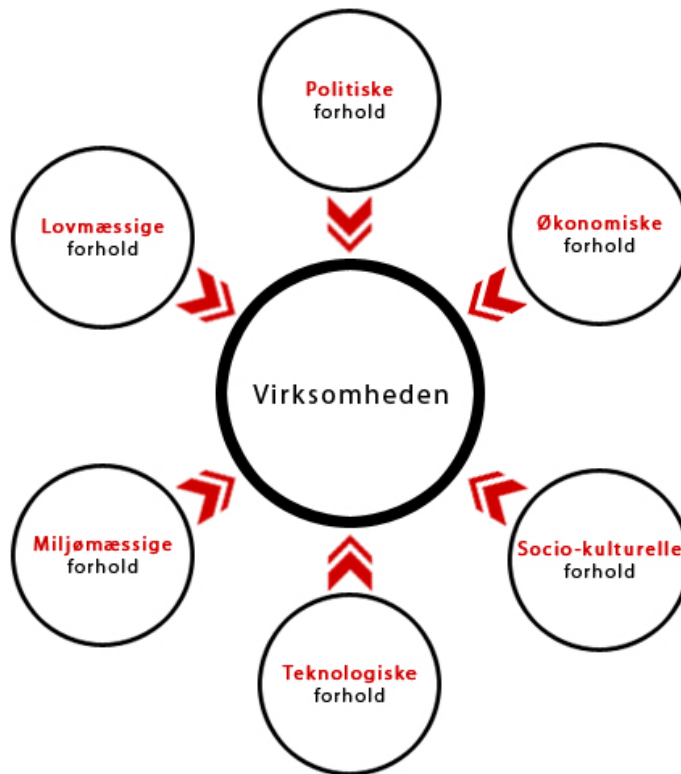
PESTEL-analysen giver et overordnet billede af hvilke faktorer som kan true virksomheden, og dens indtjening.

⁵ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang, Ole Sørensen, 3. Udgave, 1. oplag

PESTEL ser således ud:

Som det ses af figuren, analyseres de politiske, økonomiske, miljømæssige, teknologiske, sociokulturelle og lovmæssige faktorer.

Alle disse faktorer indgår i selskabets omverden, og kan give en udfordring for selskabet hvis der sker for drastiske ændringer i disse.



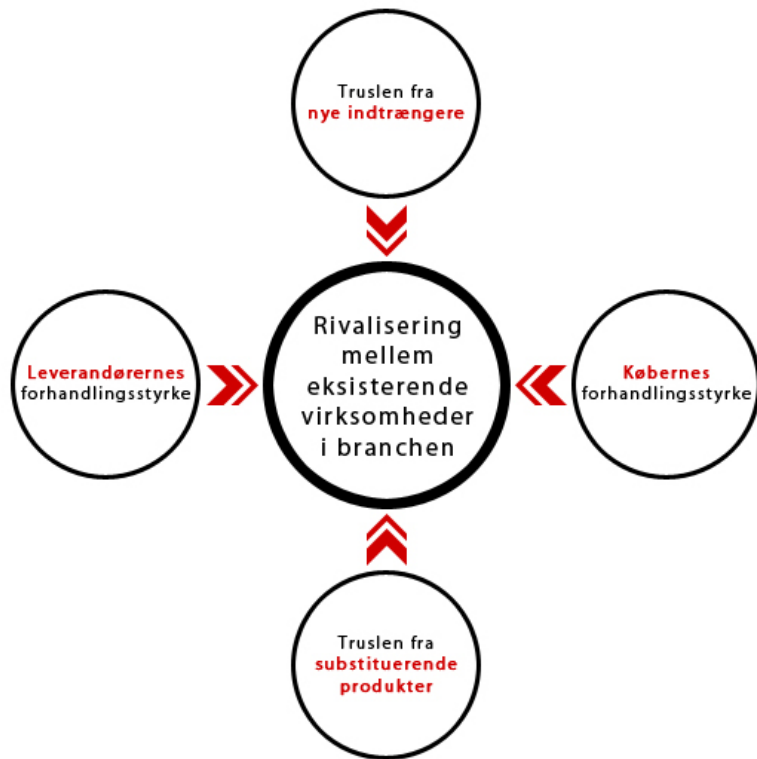
Figur 2

1.6.2 Porters Five Forces

Porters Five Forces⁶ er ligesom PESTEL, også en ekstern strategi model. Hvor PESTEL analyserer de udefrakommende faktorer for hele branchen, er Porters Five Forces en mere direkte og specifik branche analyse.

Modellen bruges til at give et billede af hvor profitabel en given branche er, og hvor stor konkurrence intensiteten i denne branche er.

⁶ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang, Ole Sørensen, 3. Udgave, 1. oplag



Det sker ud fra en vurdering af hvor mange aktører der er og deres størrelse. Med aktører menes der både leverandører og aftagere, da den beskriver styrkeforholdet mellem disse.

Derudover giver modellen også et billede af hvor nemt substituerende produkter kan erstatte de eksisterende, og hvor store adgangsbarrierne er for nye udbydere.

Figur 3

Sammenfattet giver den et billede af branchen, og hvor intensiv en konkurrence der i branchen mellem nuværende og fremtidige aktører.

1.6.3 Risiko Analyse

Risiko analysen vil blive brugt til at analysere markedsrisici og specifikke risici. Risikoanalysen er en analyse af hvordan virksomheden kan minimere disse risici, og hvad de gør for at minimere dem.

Markedsrisici er de overordnet makroøkonomiske risici som alle aktører vil blive ramt af, mens at de specifikke risici er de mere selskabs specifikke risici, og som virksomheden i højere grad kan risikoafdække.

1.6.4 Værdikæde analyse

Værdikædeanalysen bruges til at afdække hvor den reelle værdi i selskabet skabes jf. teorien opstillet af Porter. I denne deler man selskabets aktiviteter i de primære og sekundære aktiviteter.

Resultatet skal munde ud i en klar identifikation af hvad der er støtte aktiviteter i selskabet, og hvilke dele der er de primære værdidrivere.

1.6.5 SWOT Analyse

SWOT-analysen er en sammenfatning af hele strategi afsnittet. Her vil styrker, svagheder, muligheder og trusler blive sat op i et overskueligt skema, og kommenteret.

SWOT-analysen er dynamisk model, da den både giver et billede af virksomheden her og nu, men også giver et billede af virksomheden ud i fremtiden.

Jeg bruger begrebet risikoprofil om SWOT-analysen, da jeg mener denne er mere korrekt, idet SWOT-analysen er virksomhedens samlede risiko profil, både nu og i fremtiden.

1.7 Regnskabsanalysen

Regnskabsanalysen, er som beskrevet tidligere, en helt central del af en værdiansættelse. Hvor strategi afsnittet giver et billede af selskabets værdi drivere, og sammenspillet med sin omverden, er regnskabsanalysen en sammenkobling mellem strategien og selskabets finansielle resultat.

Det er heri at man kan se om selskabets strategi, og tackling af muligheder og trusler, bærer frugt.

I regnskabsanalysen, har jeg valgt at tage udgangspunkt i den udvidede DuPont pyramide. Denne model bygger på udvidede elementer fra den almindelige regnskabsanalyse, men går niveauet dybere, og er mere brugbar på en virksomhed i Dongs størrelse.

Jeg har valgt at analysere Dongs regnskaber 5 år tilbage i tiden, startende med regnskabet for 2011.

1.8 Værdiansættelsesmodeller

Der findes adskillige modeller til værdiansættelse af selskaber, og disse har hver især deres forudsætninger.

Den ene model er ikke mere rigtig end den anden, og modellerne bruges primært afhængig af virksomhed, og hvem der vurderer værdien af virksomheden.

De modeller jeg vil arbejde med, er DCF⁷ modellen, dvs. en tilbagediskontering af det fremtidige cash flow.

Den anden model jeg vil arbejde med er residualoverskuds modellen, også kaldet RIDO⁸ modellen.

1.7.1 Discounted Cash Flow modellen

Modellen er den mest anvendte værdiansættelsesmodel, da den er forholdsvis simpel at arbejde med, og er derfor udbredt bredt i branchen. Modellen er en indkomstbaseret værdiansættelsesmodel, hvor værdien af aktivet, i dette tilfælde selskabet, opgøres som de fremtidige pengestrømme, som aktivet generer. Da man ikke budgetterer ud i al fremtid, budgetteres der kun indenfor en given tidsperiode, og derefter beregnes en terminalværdi som angiver en værdi af det uendelige cash flow. Modellen måler værdien af virksomheden fra både ejer og långivers synsvinkel, da långiver er interesseret i at kende betalingsstrømmene, for at foretage en vurdering af tilbagebetaling af evt. gæld.

$$EV = \sum_{t=1}^T \frac{FCF}{(1 + r_{wacc})} + \frac{FCF_{T+1}}{(r_{wacc} - g)(1 + r_{wacc})^T} - NFF$$

EV = Enterprise Value, er i dette tilfælde værdien af virksomheden. Dvs. værdien af

⁷ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang, Ole Sørensen, 3. Udgave, 1. oplag

⁸ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang, Ole Sørensen, 3. Udgave, 1. oplag

egenkapitalen og fremmede finansieringen.

FCF = Frit cash flow fra driften

WACC = De vægtede kapitalomkostninger i selskabet. Dvs. ejernes afkastkrav og fremmede finansieringens afkastkrav.

g = Den konstante vækst i terminal værdien

t = Budgetperioden

Jeg har i min opgave valgt at arbejde med en budgetperiode på 5 år, da jeg mener at det er mest realistisk at budgettere 5 år fremtiden, og ikke 10 år f.eks. selvom nogle ynder at gøre det. Budgetperioden vurderer jeg, giver et retvisende billede af Dongs aktiviteter indenfor de kommende år.

1.7.2 Residualoverskudsmodellen – RIDO

I modsætning til DCF modellen, tager residualoverskuds modellen udgangspunkt i den bogførte værdi på nettoaktiverne.

Modellen er nemmere at bruge end DCF, da den tager udgangspunkt i den bogførte værdi af NDA, og tilbagediskonterer residualoverskudet, der defineres ved virksomhedens fremtidige driftsoverskud.

$$\text{Selskabets værdi} = NDA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{RIDO_t}{(1 + r_{wacc})} + \frac{RIDO_{T+1}}{(r_{wacc} - g)(1 + r_{wacc})^T} - NFF$$

NDA = Nettodriftsaktiver

RI = Residualindkomsten

WACC = De vægtede kapitalomkostninger

Modellen bør som udgangspunkt give samme værdi som DCF modellen, men da DCF benytter sig af cash flowet, er der her fokus på totalindkomsten.

2. Beskrivelse af Dong Energy

2.1 Dongs historie og udvikling

I dette afsnit vil jeg komme ind på historien omkring Dong, samt en beskrivelse af selskabet og dets forretningsområder.

Dongs historie går tilbage til 1972⁹, hvor selskabet blev stiftet af den danske stat, og hvor det på daværende tidspunkt var nødvendigt med et selskab til styring af energien, idet Danmarks energiforsyning i høj grad var baseret på olie og fossile brændstoffer, primært fra Mellemøsten.

Med oliekrisen i 1973, var man nødt til at tænke i alternative baner, idet olie boykotten fra de arabiske lande ramte samfundet hårdt.

Virksomheden har ekspanderet ved yderligere tilkøb og fusioner, og så sent som i 2006, fusionerede Dong med Elsam A/S, Energi E2, Nesa, Københavns Energi Holding og Frederiksberg Elnet.

Ovenstående var med til at skabe Danmarks største energikoncern, og et selskab med mere end 6.400 ansatte, og en samlet omsætning på 56,8 mia. kr. i 2011¹⁰.

Selskabet producerer, distribuere og handler energi i hele Nordeuropa, består i dag af divisionerne Exploration and Production, Wind Power, Thermal Power, Energy Markets og Sales & Distribution.

Pr. 31.12.2011 ejes koncernen med 76,49% af den danske stat, 10,88% af SEAS-NVE Holding, 6,95% af Syd Energi Net og 5,68% øvrige.

9

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

10

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

2.2 Exploration & production¹¹

Exploration & Production efterforsker efter og producerer olie og gas. Den daglige produktion udgjorde i 2011 i gennemsnit 72 tusind BOE¹², hvoraf 82% kom fra norske felter og 18% fra danske felter. Porteføljen af reserver (2P) er robust og udgjorde ved udgangen af 2011 446 mio. BOE, svarende til 17 års produktion.

Exploration & Production har 65 licenser, heraf 13 i Danmark, 21 i Storbritannien (Vest for Shetlands øerne), 27 i Norge, 2 i Grønland og 2 på Færøerne. Vedvarende efterforskning efter olie og gas er en del af fundamentet for koncernens vækststrategi.

2.3 Wind Powers (Offshore vindkraft)

Wind Power udvikler, opfører og driver vindmølleparker i Nordeuropa. Som de største vækstmarkeder er Storbritannien og Tyskland i fokus.

For at fastholde positionen som global markedsleder lægger DONG Energy vægt på at udvikle en robust og balanceret projekt-pipeline på tværs af lande og markeder og på at råde over egne kompetencer i alle dele af projektværdikæden. For at reducere omkostningerne fokuseres samtidig på effektivisering af projekterne gennem installationskoncepter og rammeaftaler. Derudover indgår Wind Power partnerskaber med industrielle og finansielle partnere med henblik på at sprede risici og sikre medfinansiering af projekterne.

2.4 Thermal Power

Thermal Power producerer el og varme fra termiske kraftværker. Det meste af produktionen sker på centrale kul-, gas- og biomassefyrede kraftvarmeværker i Danmark og på nye gasfyrede kraftværker i Norge, Holland og Storbritannien. I de kommende år forventes det, at kul og gas i vid udstrækning kan erstattes af biomasse på de danske kraftværker. Hermed nedbringes CO₂-udledningen markant for en betydelig del af varmforsyningen i de store danske byer. Samtidig arbejdes der på at gøre produktionen mere fleksibel, så den bedre kan tilpasses vindmøllernes varierende produktion.

Derudover fokuseres der meget på biomasse, som vil indgå som en vigtig ressource i

¹¹ Dong Årsrapport 2011

¹² BOE = Millioner tønder olieækvivalenter, dvs. 7,4 tons olie

fremtidens energisystem.

2.5 Energy Markets

Energy Markets optimerer DONG Energy's energiportefølje ved at sikre sammenhæng mellem på den ene side produktion af energi fra vindmøller, kraftværker samt gasfelter og på den anden side salg af energi til engros kunder i Nordvesteuropa.

2.6 Sales & distribution

Sales & Distribution er Danmarks største leverandør af energi og har ansvaret for en effektiv og stabil forsyning til mere end 1,2 millioner kunder i Danmark, Holland og Sverige. Værdiskabelsen sker primært gennem salg af el og gas samt drift af distributionsnet.

Hertil kommer udvikling af produkter og klimavenlige løsninger til kunderne. Fremtidens intelligente forbrugs- og produktionsformer (Smart Energy) er et vigtigt indsatsområde. Og gennem flere end 100 klimapartnerskaber har DONG Energy en tæt dialog med store virksomheder, organisationer og kommuner om optimering af deres energiforbrug.

3. PEST-analyse af Dong

Pest-analysen tager sit udgangspunkt i virksomhedens omverden, og hvilke påvirkning denne har på virksomheden. Modellen beskriver og analyser de eksterne forhold som virksomheden skal håndtere, og disse fordeler sig over 4 emner.

1. Political factors: Beskriver politiske og lovgivningsmæssige forhold
2. Economical factors: Beskriver makroøkonomiske- og demografiske forhold, såsom udvikling i BNP, arbejdsløshed, inflation, befolkningens sammensætning, køn, alder med mere.
3. Sociocultural factors: Sociale og kulturelle faktorer på de markeder virksomheden opererer.
4. Technological and Enviromental factors: Teknologiske og miljømæssige forhold.

3.1 Political factors

Da vores samfund i dag, er et lovgivningssamfund, med love som rammer alle virksomheder, i større eller mindre grad, er Dong også underlagt en masse love.

Som beskrevet tidligere blev Dong oprettet som et redskab til at styre energi politikken, og med de seneste 10 års store fokus på energi og klima mål, er Dong kun blevet mere afhængig af hvad politikerne på Christiansborg beslutter i den ene eller anden henseende.

Men da Dong også er en virksomhed som har aktiviteter på andre markeder end kun Danmark, er denne ikke kun underlagt nationale danske love, men i ligeså høj grad også love på de markeder hvor den opererer.

Derudover har Dong en sådan en størrelse, at den også vil være underlagt reglerne om monopol, og dermed være reguleret af konkurrencestyrelsen.

3.1.1 Politik og inter/nationale love

I Danmark reguleres el-markedet af elforsyningsloven¹³. Loven formål er at tilrettelægge og gennemføre, at elforsyningen lever op til hensynet om forsyningssikkerheden, samfundets økonomi, miljø og forbruger beskyttelse. Loven¹⁴ finder anvendelse på produktion, transport, handel og levering af elektricitet, hvilket må siges at påvirke Dong i alle henseender, da det er netop hvad Dong beskæftiger sig med.

Udover national lov, reguleres energimarkedet i Europa af dels love som bliver vedtaget i EU regi, og dels trakter og aftaler som man bliver enige om internationalt, hvoraf den mest fremtrædende er Kyoto aftalen.

3.1.1.1 Danmarks energi politik

Danmark har en aktiv energipolitik som bliver overvåget af Energistyrelsen, og som er med til at implementere regeringens forskellige mål for energi.

Der er gennem tiden blevet vedtaget forskellige energiforlig, som definerer dansk energi politik, og hvoraf den seneste blev vedtaget i 22. marts 2012, og udgivet i publikationen "Vores Energi¹⁵" og som danner rammen om Danmarks energipolitik 2012 – 2020.

Energiforliget har opsat en række årstal som målepunkter, for hvornår de forskellige dele af regeringens energipolitik er nået. Overordnet skal 100% af vores energi, komme fra vedvarende energikilder, og være uafhængig af fossile brændstoffer i 2050.

Disse opstilles her:

1. I år 2020 skal halvdelen af energiforbruget kommet fra vindenergi
2. I år 2030 skal kul udfases fra danske kraftværker, og oliefyr skal også udfases
3. I år 2035 skal el- og varmforsyningen dækkes af vedvarende energi
4. I år 2050 skal hele energiforsyningen dækkes af vedvarende energi

Disse mål skal opnås ved energieffektivisering, elektrificering, udbygning med vedvarende energi og forskning og udvikling indenfor energiområdet.

¹³ [http://www.ens.dk/da-](http://www.ens.dk/da-DK/UndergrundOgForsyning/EIOgVarmeForsyning/Elforsyning/Sider/Forside.aspx)

[DK/UndergrundOgForsyning/EIOgVarmeForsyning/Elforsyning/Sider/Forside.aspx](http://www.ens.dk/da-DK/UndergrundOgForsyning/EIOgVarmeForsyning/Elforsyning/Sider/Forside.aspx)

¹⁴ <https://www.retsinformation.dk/Forms/R0710.aspx?id=22613>

¹⁵ <http://www.ens.dk/da-DK/Politik/forhandlinger11/Sider/forside.aspx>

Med effektivisering menes der en bedre udnyttelse af den energi vi allerede forbruger i dag, og derfor vil man forbedre udnyttelsen af energiselskabernes spare indsats, og samtidig oprette en pulje på 500 mio. kr. i 2013 og 500 mio. kr. i 2014, til forbedring af bygninger til at udnytte energien bedre.

Derudover er det som led i regeringens planer, at der skal oprettes endnu flere havvindmøller, og Bio-gas anlæg i Danmark, dog uden at man har specificeret investeringens størrelse.

Alt dette hænger meget sammen med Dongs overordnet formål om at omlægge produktionen af energi til mere ren og vedvarende energi¹⁶, og da Dong er "regeringens forlængede arm" til at føre energipolitikken ud i livet, vil disse tiltag have en stor effekt på Dongs fremtidige drift og fokus.

3.1.1.2 International lov

Som beskrevet tidligere, er Dong ikke kun underlagt nationale love, men også internationale love, enten gennem EU eller via internationale aftaler som Kyoto aftalen.

Kyoto-aftalen¹⁷ blev vedtaget i 1997, og er udarbejdet af FN's klimapanel. Formålet med aftalen er at nedbringe udledningen af drivhusgasser, for at skåne miljøet.

De lande som har tilsluttet sig denne aftale, har forpligtet sig til minimum at nedbringe udledningen af drivhusgasser med minimum 5% 1990, hvoraf DK har forpligtet sig til at nedbringe niveauet med 21%. Dette skal ske i perioden 2008-2012, hvorefter aftalen skal fornys.

3.2 Economical factors

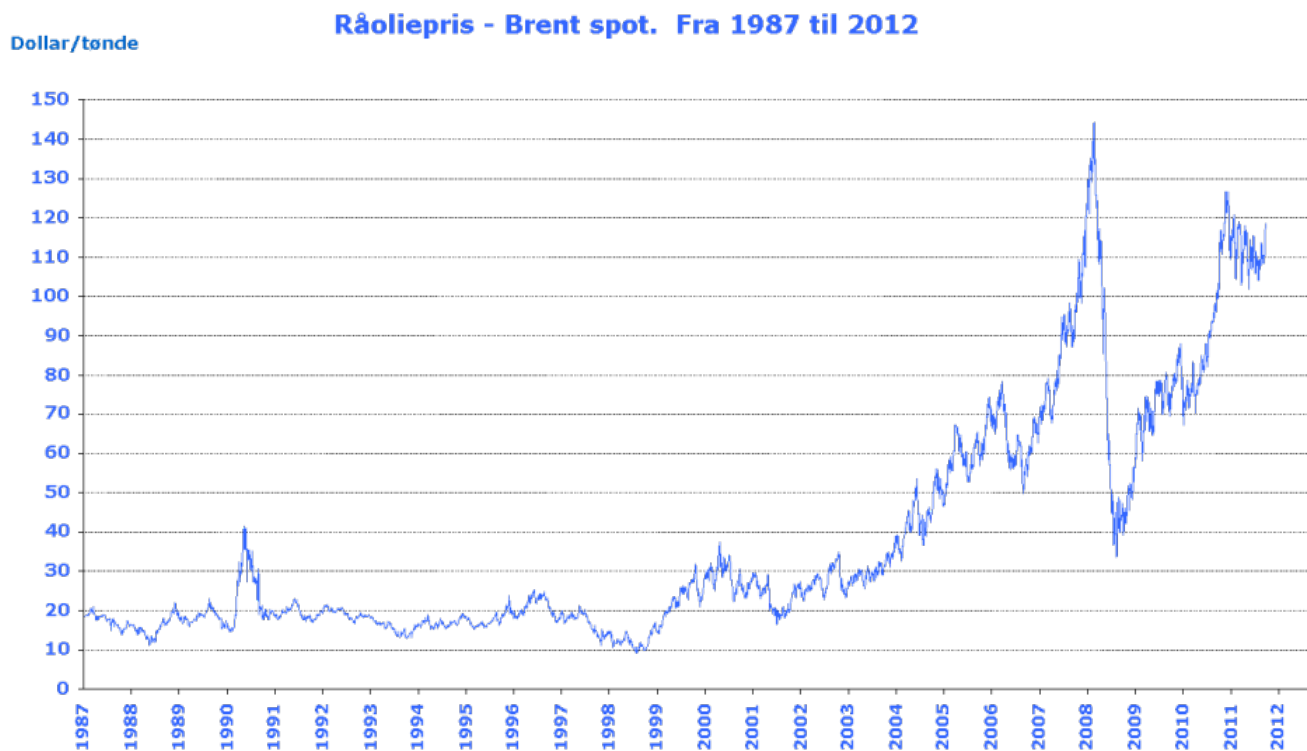
Dong er også afhængig af udviklingen i samfundsøkonomien, både i Danmark, men også internationalt, da den opererer på et energimarked som er meget afhængigt af leverancen af råstoffer, og hvor en krig i Mellemøsten, eller bare lidt ustabilitet kan have en stor betydning for priserne på energi, og hvordan der skal disponeres over denne.

¹⁶ Dongs årsrapport 2011

¹⁷ <http://unfccc.int/resource/docs/convkp/kpeng.pdf>

Af samfundsøkonomiske forhold, er det prisen på råolie, prisen på el, prisen på gas og udsving i valutakurserne mellem DKK og GBP og EUR, som har den største indflydelse på Dong.

3.2.1 Olieprisens udvikling



Kilde: U.S. Energy Information Administration og energi- og olieforum

Figur 4 Kilde: <http://www.eof.dk/Priser-og-Forbrug/Raolie.aspx>

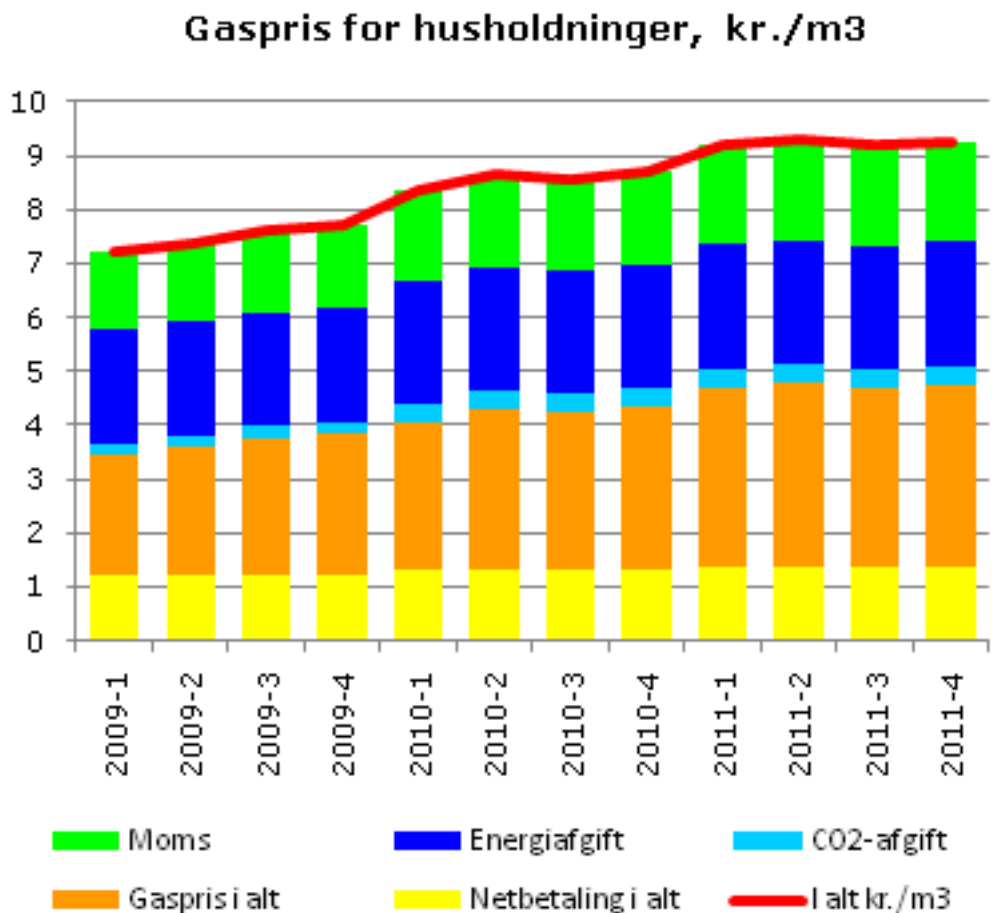
Som det ses af ovenstående graf, har olien været handlet tæt på 150 USD i 2008 lige inden finanskrisen brød ud, og derefter er den faldet drastisk i gennem 2009, for yderligere at stige igen i 2010-12.

Undervejs har prisen dog været utrolig ustabil, og svinger meget, hvilket skyldes nervøsiteten på markedet omkring den fremtidige økonomiske udvikling.

Normalt handles olien til leveringen ud i tid, og derfor er denne en god indikator for hvilke forventninger man har til den økonomiske fremtid.

Olieprisen har stor betydning for Dong, da prisen på denne, er med til at bestemme prisen på el og gas i Europa, da disse følger olieprisudviklingen.

3.2.2 Naturgas udviklingen

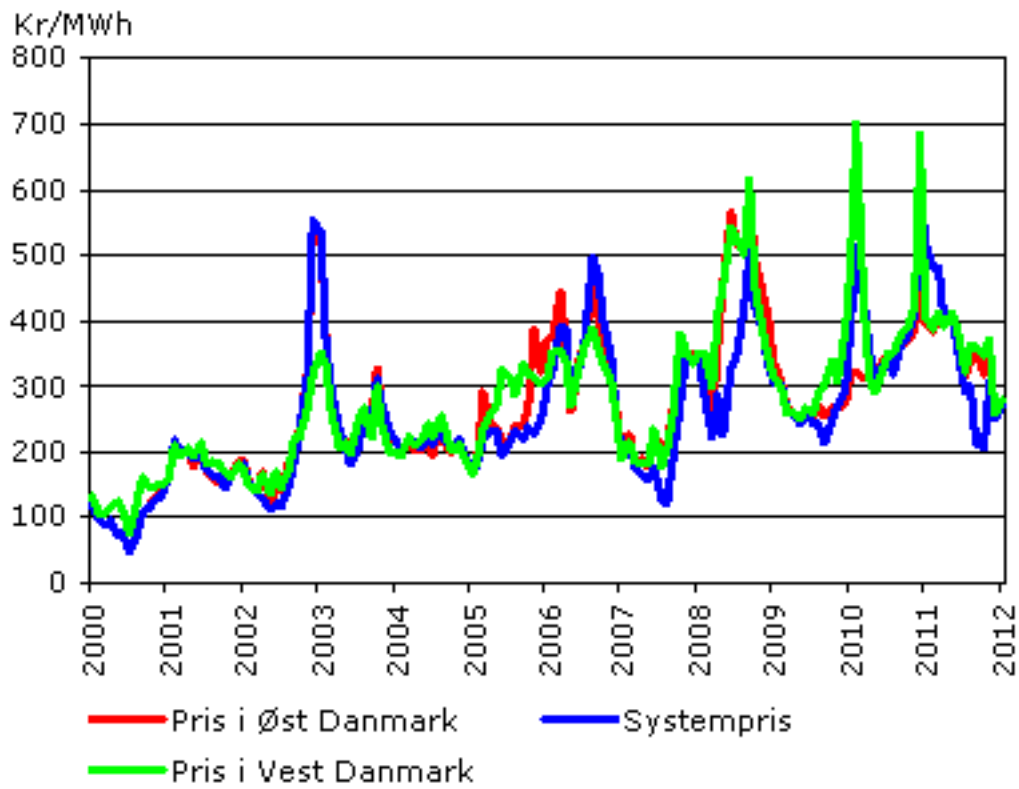


Figur 5 – Kilde: Energistyrelsen – Tal og statistik

Som det ses på ovenstående kurv, er der ikke ligeså store udsving i gaspriserne, som følge af en mere konstant efterspørgsel, da det primært er husholdninger og virksomheder som bruger denne til opvarmning af boligen.

De senere år, er der sket et stort skred fra oliefyr, til naturgas opvarmning via fjernanlæg.

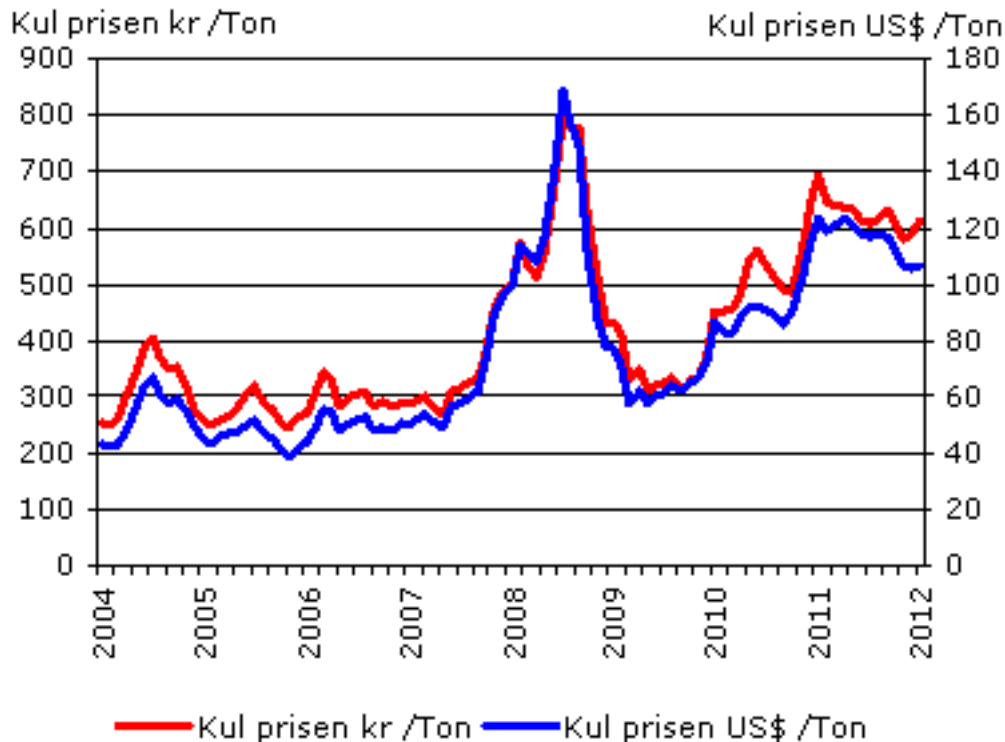
3.2.3 El-markedets udvikling



Figur 6 – Kilde: Energistyrelsen – Tal og statistik

Som det ses af ovenstående kurv, har elpriserne også svinget meget, og følger udviklingen på olieprisen langt hen ad vejen.

3.2.4 Kulprisernes udvikling



Figur 7 - Kilde: Energistyrelsen – Tal og statistik

Figur 7 viser udviklingen i kulpriserne i USD. Som det ses af ovenstående kurv, følger kulpriserne samme udvikling som olie, gas og elmarkedet.

Derudover viser kurven at kulmarkedet også påvirkes af konjikturerne, da det ses tydeligt at kulprisernes udvikling har været stigende, og med mere end en fordobling i tiden op til finanskrisen i 2007, for derefter at falde kraftigt fra toppen i 2009.

Kulpriserne stiger igen, og følger samme udvikling som de andre fossile brændstoffer.

3.3 Sociocultural factors

De sociale og kulturelle faktorer i befolkningen, har en mindre indflydelse på Dong, end makroøkonomiske og politiske faktorer.

Det skyldes primært at befolkningen er afhængig af energi, og skal have tilført elektriciteten uanset hvad.

Dog er befolkningen ikke helt irrelevant for Dong, idet at man de senere år har oplevet en bølge af "grøn tankegang", hvor befolkningen ønsker en renere og mere grøn profil fra produktionen af energi.

Dette giver udslag i hvem befolkningen vælger som regering, og dermed får det indflydelse på Dong, da befolkningens fokus på grøn energi, i mange tilfælde automatisk bliver til politiske ønsker.

En anden og vigtig faktor for Dong, er at kunne tiltrække de rigtige og nødvendige medarbejdere til virksomheden.

Dong er en videnstung virksomhed, og har behov for et højtuddannet medarbejdere, da man dækker over en bred vifte af aktiviteter som f.eks. opsætning af vindmøller, udvikling af kraftværker, bedre udnyttelse af energi med mere. Til dette arbejde skal der bruges ingeniører, håndværkere, matematikere, fysikere med mere, for at det kan gå op i en højere enhed.

Den anden del af forretningen, Energi Markets, kræver højtuddannet folk med speciale indenfor handel med derivater osv. og kræver en høj grad af finansielt uddannet medarbejdere.

Hvis ikke Dong kan finde disse medarbejdergrupper i samfundet, må den finde dem udenfor landet, og derfor er man både på forretningsniveau, men også på medarbejderniveau i konkurrence internationalt.

3.4 Technological and environmental factors

Teknologi og miljø spiller en stor rolle for Dong, og hænger tæt sammen. De senere år har der været store krav om at udnytte vores energiressourcer bedre, hvilket betyder at Dong er nødt til at være fokuseret på udvikling af nye teknologier til bedre udnyttelse af ressourcerne. Som beskrevet i afsnittet ovenfor, stilles der også krav fra befolkning og politikere om at denne udvikling skal være miljøvenlig, hvilket betyder at bedre udnyttelse af ressourcerne også skal indebære en mere grøn profil.

Dette krav er dog ikke udelukkende politisk, men også en kendsgerning af at olien og fossile brændstoffer generelt bliver mindre og mindre.

Dette lægger et pres på at tænke i alternative baner, og her spiller biogas en stor rolle, som alternativ til fossile brændstoffer, sammen med vedvarende energi fra vindmøller.

3.5 Delkonklusion

Dong er en virksomhed som er meget afhængig af sin omverden, og hvor mange eksterne faktorer kan påvirke Dong i positiv eller negativ retning.

Da Dong er en statsejet virksomhed, og et redskab i politikernes hænder til udførelse af energipolitikken, så har lovgivningen i primært Danmark den største indflydelse på Dong. Selv hvis Dong var en privatejet eller børsnoteret virksomhed, vil lovgivningen være det område som vil have størst indflydelse på Dong, da energi er af så en vital karakter for samfundet, og indebærer miljømæssige store konsekvenser, at politikerne ser et stærkt behov for at regulere området.

Men hvor den nationale lovgivning har store konsekvenser for Dong, så har denne udspring i international lovgivning, og her tænkes der primært på EU og FN, som har størst indflydelse på hvilken retning dansk lovgivning indenfor dette område bevæger sig.

Historisk har man i Danmark været langt fremmende i forhold til miljølovgivning og tiltag, og derfor lever Danmark i stor udstrækning op til de fastsatte mål fra EU og FN om reducere drivhusgasser, omlægning af energiproduktionen fra fossile brændstoffer til vedvarende energi, og bedre udnyttelse af energien via udvikling af ny teknologi.

Den globale økonomiske krise har også haft sine konsekvenser for Dong, idet priserne på specielt el og olie har svinget meget, afhængig af hvilke forventninger man har haft til fremtiden.

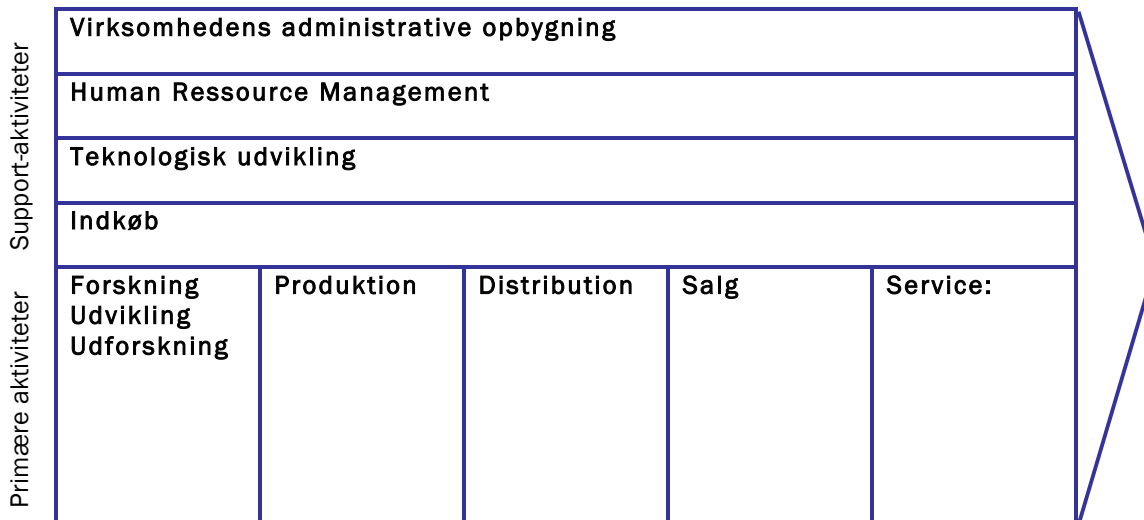
Da Dongs kostpriser til fremskaffelse af el og olie er af mindre volatil karakter, har udviklingen i ovenstående stor indflydelse på den indtjeningsmargin som Dong har på sine produkter.

Dertil skal lægges en valutakurs risiko på USD, da al oliehandel foregår i dollar, og Dong må derfor se sig nødsaget til at eliminere denne risiko finansielt.

4. Værdikæde analyse

I dette afsnit vil jeg analysere Dong Energys værdikæde, med henblik på at afdække de forretningsområder hvor der skabes værdi.

Værdikædeanalyse bruges til at identificere de områder hvor der skabes værdi i virksomheden, ved at identificere de primære værdi drivere.



Figur 8

Som det ses af ovenstående figur, er værdikæden delt op i primære og sekundære aktiviteter. De primære aktiviteter er der hvor selve værdien skabes, mens de sekundære aktiviteter understøtter værdiskabelsen.

4.1 Forskning, udvikling og udforskning

Dong er en forsyningsvirksomhed, hvis primære råstof er natur ressourcerne. Da de gængse naturressourcer som olie, gas og kul er ved at blive mindre og knappe ressourcer, bruges der i denne del af værdikæden meget energi på at forske i nye teknologier og udvikle disse, sideløbende med at der efterforskes efter naturressourcer, primært onshore.

Derfor ønsker Dong at omlægge sin produktion mod en mere vedvarende form for energi, og specielt vindenergi er i fokus¹⁸.

Naturressourcerne findes primært i *Exploration and Production*, hvorfor denne er første led i værdikæden, og her hentes naturressourcerne primært ind fra gas og oliefelter.

I dag har Dong gas og oliefelter i Nordsøen, ud for Shetlands-øerne ved Stor Britannien, Færøerne og Grønland¹⁹.

Da felterne ikke er uudtømmelige, prøver Dong at imødegå dette ved at købe licenser til efterforskning og produktion, for at holde forsyningen af olie og gas stabil.

Netop det faktum at naturressourcerne er knappe, og at der dermed er større efterspørgsel end udbud, stiller store krav til Dongs omlægning af deres energi portefølje til vedvarende energi, da prisen for at købe ovenstående licenser vil blive dyre med tiden, da faldende udbud og stigende efterspørgsel kun vil resultere i prisstigninger.

4.2 Produktion

Andet led i værdikæden er produktionen, og her sker forarbejdningen af naturressourcerne i Dong. Produktionen i Dong dækker over både salg råstofferne, primært gas og olie, men også produktionen af energi.

Første led er produktionen af olie og gas. I 2011 solgte Dong for 9,3 mio.²⁰ BOE og 17,1 mio. BOE gas. Man ønsker fra Dongs side at øge olieproduktionen fra 2015, ved at investere yderligere i sine oliefelter med salg for øje, mens forøgelsen af gasproduktionen skal indgå som del i den samlede energi fremskaffelse. Dette skyldes at Dong ønsker en større andel af sin energi produceret vha. vedvarende energi kilder og gas, og mindre forbrug af fossile brændstoffer som olie og kul.

¹⁸ Dongs Årsrapport 2011

¹⁹ Dongs Årsrapport 2011

²⁰ Dongs Årsrapport 2011

Det er primært felterne i Norge der vil blive udbygget, da disse står for ca. 82% af produktionen, mens felterne i Danmark står for ca. 18% af produktionen.

Den største investering vil være i feltet Ormen Lange, som er Dongs største gasfelt, og det for at efterleve målet om at 30% af energiproduktionen skal komme fra gas.

Anden del af produktionen, er selve forarbejdningen til energi, som kan videredistribueres til kunderne. I denne del af forretningen, *Generation*, indgår selve forarbejdningen naturressourcerne, og udgør sammen med *Renewables* den samlede energiproduktion i Dong.

Her produceres el og varm, som distribueres videre til kunderne. Dong ønsker at satse mere på Renewables, idet man ønsker en større andel af selskabets energi fra vedvarende energikilder. Derfor har man blandt andet indgået samarbejde med Siemens om levering af 500 havvindmøller, som skal sættes op i Tyskland i 2013²¹.

4.3 Distribution

Distribution er den logistiske infrastruktur, som binder kunderne sammen med selskabet, og transportere energi, olie og gas, og derfor en essentiel del af værdiskabelsen i selskabet, da man ellers ikke vil have mulighed for at transportere råstofferne til produktion, og de forarbejdede råstoffer videre til kunderne, i form af slutproduktet, hvad enten det er gas eller elektricitet.

Distributionen foregår via forretningsenheden Sales & Distribution, og som råder over distributionsnettet.

Denne består dels af transport af råvarerne fra olie og gasfelterne, samt distributionen af energi, primært el og gas til Dongs privatkunder og erhvervskunder.

4.4 Salg

Salget til kunderne foregår via to kanaler i Dong. Den ene af disse kanaler er salg via Energy Markets og den anden del er salg via Sales & Distribution.

²¹ Dongs årsrapport 2011

Opdelingen mellem disse to enheder, kan sammenlignes mellem grossist og detailhandel, hvor Energy Markets står for salget til de professionelle aktører og optimering af energiporteføljen, mens Sales & Distribution sælger direkte til slutbrugerne indenfor segmenterne erhverv og privat.

Energy Markets stod for 48% af Dongs samlede omsætning og med et EBITDA på 14%, er det den absolut største forretningsenhed i Dong målt på omsætningen, og dermed omkring halvdelen af værdiskabelsen i selskabet.

Sales & Distribution sælger direkte til slutbrugerne, og er detail delen af forretningen. Denne del af forretningen står for ca. 20% af den samlede omsætning i Dong, og er af mindre størrelse end Energy Markets.

4.5 Støtteaktiviteter

Støtteaktiviteternes funktion er at supportere de primære aktiviteter i selskabet, ved at bistå med den nødvendige viden og ressourcer til værdikæden, og bidrage til den samlede værdiskabelse i selskabet.

For Dong er kompetente medarbejdere vigtige, og derfor udgør HR en stor del af støtteaktiviteterne i selskabet, idet selskabet er en videnstung virksomhed.

Derfor prøver Dong at tiltrække de dygtigste medarbejdere, ved at tilbyde en arbejdsplads med udvikling og ansvar, samt med en fornuftig balance mellem arbejdsliv og privatliv.

Dong har derudover udarbejdet en CSR rapportering i deres årsrapport²², udarbejdet efter principperne fra FN's Global Compact program om samfunds ansvarlighed.

I denne skriver Dong at man vil respektere arbejdstager rettighederne, sikre kompetente medarbejdere, og ansvarlighed i leverandørkæden ved at forebygge korrupsion og modarbejde krænkelse af menneskerettighederne.

²² Dongs årsrapport 2011

4.6 Delkonklusion

Jeg har i det foregående analyseret Dongs værdikæde, og af denne kan det konkluderes at Dong har en værdikæde som spænder over udforskning, produktion, distribution og salg til kunderne indenfor alle felter af energi, med undtagelse af atomkraft.

Dette skaber synergi effekter i Dong, da de dermed er mindre afhængige af leverandører, og placere sig således i en position hvor det er leverandørerne som er afhængige af Dong og ikke omvendt.

Ved at råde over hele værdikæden, har Dong også skabt mulighed for at have en konstant forsyning af energi, og er derfor kun afhængige af at købe kul på verdensmarkedet, da dette er produkt som er nødvendigt for Dong at købe udefra.

Idet Dong råder over hele værdikæden selv, stiller det også store krav til selskabets teknologiske udvikling, således at de kan følge med regeringens planlagte mål om grøn energi, og derfor er Dong inde i proces hvor selskabet omlægger til grøn energi med udvidelse og opførelse af havvindmølleparker, og tiltrækning af kompetent arbejdskraft til at understøtte dette.

Dermed kan det konkluderes at Dongs værdikæde repræsenterer den strategi staten har fast for omlæggelse til grøn energi, og følger denne nøje.

5. Porters Five Forces

Porters Five Forces er en brancheanalyse af en given branche, og bruges til at definere konkurrence intensiteten, og hvilke barrierer der eksisterer indenfor en given branche, hvis man som ny vil etablere sig for at etablere sig, eller som analyse af ens position hvis man allerede er etableret.

Modellen er bygget op omkring 5 faktorer, og disse er konkurrencen mellem eksisterende udbydere, truslen fra potentielle udbydere, truslen fra substituerende produkter, kundernes forhandlingsstyrke og leverandørernes forhandlingsstyrke.

Analysen af ovenstående, danner et billede af sammensætningen i branchen, og hvor stor konkurrence intensiteten er.

For at kunne analysere branchen, kræves der først en definition af branchen. Definitionen på branchen er energiselskaber som har samme karakter som Dong, og som er repræsenteret indenfor energibranchen, med produkterne olie, gas, varme, el og vedvarende energi.

Selskaberne kan optræde med den samlede værdikæde som Dong eller dække enkeltvis over hvert forretningsområde, og med salg på energimarkedet og direkte til slutbrugeren.

Der vil blive taget udgangspunkt i de enkelte forretningsenheder, uden at det er en beskrivelse eller vurdering af Dong, men udelukkende som udgangspunkt for at vurdere intensiteten på de ovenstående faktorer indenfor de brancher som forretningsenhederne dækker over.

5.1 Truslen fra potentielle udbydere

Energimarkedet i Danmark og Europa, har i mange år været præget af at være meget lidt konkurrencepræget. I EU vedtog man direktivet om liberalisering på elmarkedet, som først trådte endeligt i kraft i 2003 i Danmark, og åbnede op for muligheden for selv at kunne vælge udbydere af el.

For at kunne vurdere truslen fra nye konkurrenter, bliver adgangsbarriererne beskrevet med udgangspunkt i hvert enkelt forretningsområde Dong dækker over.

Adgangsbarriererne i branchen er store, da branchen som tidligere nævnt, kræver stort know how, investeringer i materielle anlæg mm.

5.1.1 Exploration & production

Dette forretningsområde står for udvinding og produktion af energi, primært olie og gas. Dette kræver store og massive investeringer i anlæg, og masser af kapital. Før man kan starte med at bore efter olie og gas, skal der foretages undersøgelser af undergrunden, hvilket omkostningerne forbundet omkring kan være store, da man skal købe sig til know how.

Efterfølgende skal der bygges boreplatforme, og energien skal udvindes og transporteres. Alt sammen en særdeles dyr proces, og hvor der kan gå lang tid før investeringen begynder at generer overskud.

Derfor vurderes adgangsbarriererne for store, og mulig indtrængen for lille på dette område. Potentielle udbydere vil derfor skulle have adgang til "ubegrænset" kapital og know how, for at kunne komme ind på dette område.

5.1.2 Wind Powers (Offshore vindkraft)

Ligesom med tidligere nævnt forretningsområde, kræver denne også store investeringer og adgang til viden. Opstilling af vindmøller ude i havet, kræver store investeringer i transport, opstilling og vedligeholdelse.

Før dette kan sættes i gang, skal der udføres en masse forundersøgelser, som kan skabe et klart billede af hvor meget energi man vil kunne generer, og skal derfor undersøge hvor ofte det blæser, styrken af blæsten, slidtage på møllerne, undergrundens sammensætning med mere.

Dette kræver adgang til specialiseret viden, og som er dyr at købe, hvilket derfor betyder at dette område også er særdeles svært at trænge ind på.

Men på trods af områdets store adgangsbarriere, er det lukrativt for andre at bevæge sig ind på dette område, da omkostningerne er faldende i takt med at fokus på grøn energi bliver større, og at fokus skifter fra fossile brændstoffer til grøn energi. Ikke nu, men på sigt kan adgangsbarriererne være faldet meget, og området vil være mere konkurrencepræget, hvilket

vil kunne øge presset fra potentielle udbydere.

5.1.3 Thermal Power

Som tilfældet med de før omtalte forretningsenheder, kræver dette område også store investeringer i anlæg og adgang til know how. Forretningsenheden producerer el og varme, og derfor skal der opføres store kraftværker, som kan generer dette, og som samtidig skal distribuere denne energi videre.

Da det primært er kul og biogas man bruger, skal der udover opførsel af selve anlæggene, også lægges stor vægt på at overholde gældende lovgivning for udledning af drivhusgasser.

Området er særdeles vanskeligt at trænge ind på, og adgangsbarriererne er for store på dette område, ligesom med de foregående to områder.

5.1.4 Energy Markets

Dette område beskæftiger sig med køb og salg af energi og energiderivater på energibørserne. Etableringsomkostningerne her er særdeles lave, da man i princippet kan gøre dette hjemmefra på sin bærbare computer.

Markedet her er ligesom andre børser, og både faglærte og ufaglærte kan pr. princip starte op, og derfor vurderes adgangsbarriererne som værende meget lave, og derfor et område med stor risiko for indtrængen fra nye udbydere.

5.1.5 Sales & distribution

Forretningsområdet beskæftiger sig med distributionen af energi, og udviklingen af energiløsninger til kunderne, dvs. distributionen til slutbrugeren, og modtager fra ovenstående forretningsenheder.

Staten ejer selv distributionsnettet, og hvert energiselskab betaler for brugen af det, til Energinet.dk som er "Energis motorvejsnet"²³, som de beskriver sig selv.

Da det ikke er den enkelte udbyder, men staten som ejer distributionen af el og gas i Danmark, er det dermed lettere at få adgang til distributionen, da man ikke er nødsaget til at

²³ <http://energinet.dk/DA/OM-OS/Sider/default.aspx>

købe produktet af konkurrenten.

Dvs. man kan købe el og gas på energibørsen, og sælge denne videre til forbrugerne via distributionsnetværket, uden at dette kræver større omkostninger.

Det vurderes derfor at adgangsbarriererne for at kunne distribuere el og gas er lave, og at konkurrencen derfor er større end de foregående forretningsområder.

5.2 Truslen fra substituerende produkter

Energiområdet er et område i rivende udvikling, idet mange lande, specielt i Europa og USA, prøver at gøre sig mindre afhængig af fossile brændstoffer.

Man prøver at substituere olie, kul og gas med mere vedvarende former for energi, som f.eks. vindmøller, biogas, vandkraftværker, geo-therma anlæg.

Dette sker ud fra to perspektiver, hvoraf det ene er hensynet til klimaet og det andet er af politiske hensyn, da de lande som har store forekomster af fossile brændstoffer er ustabile, og man derfor er afhængig af stabiliteten i landene, da leverancerne er vigtige.

Seneste eksempel på dette var i 2009 og igen i 2011, hvor problemerne mellem Ukraine og Rusland om betaling for levering af gas, var ved at lægge Europa koldt.

Energibranchen investere massivt i omlægning af energi fra fossile brændstoffer til vedvarende energi kilder, og derfor vil fossile brændstoffer i fremtiden blive erstattet af vedvarende energikilder når disse er rentable og infrastrukturen er optimeret til at kunne aftage dette.

Trusselsniveauet vurderes til lav for substituerende produkter, da teknologien lige nu ikke er udbredt nok til at substituerende produkter kan erstatte fossile brændstoffer helt, men dette billede vil ændre sig indenfor de kommende 10-20 år, hvor trusselsniveauet for substituerende produkter vil være høje for fossile brændstoffer.

5.3 Kundernes forhandlingsstyrke

I kraft af liberaliseringen på el-markedet, er kunderne i dag frie i deres valg af el-leverandør, og dermed er kundernes forhandlingsstyrke umiddelbart blevet styrket over de seneste år, for både erhvervskunderne og privatkunderne.

Men omvendt er kundernes muligheder for at vælge alternative energikilder få, og dermed står valget mellem hvilke selskaber man vil vælge.

På trods af liberaliseringen på el-markedet, er kunne dog ikke stærkt stillet, da el-markedet stadig domineres af få men store aktører på markedet.

5.4 Leverandørernes forhandlingsstyrke

Selvom mange af energiselskaberne er repræsenteret i hele energikæden, med både logistik, forskning, produktion, salg og distribution, har selskaberne stadig behov for at afdække deres behov ved mangel af olie, gas, el og kul. Disse handles primært på el-markedet og denne er reguleret ved udbud og efterspørgsel, på akkurat samme måde som aktiemarkedet. Dermed er leverandørernes styrke indenfor ovenstående lav, da energibranchen er leverandør til sig selv.

Ser man derimod på opbygning af anlæg og vindmøller, stilles der store krav til opførelsen af disse, og den løbende vedligeholdelse af både off-shore og on-shore platforme samt ved opsættelsen af anlæg til produktion.

Grundet det store know how som leverandørerne stiller til rådighed, og den løbende vedligeholdelse af anlæg, vurderes leverandørernes styrke som værende middel.

5.5 Konkurrencen mellem eksisterende udbydere

Konkurrencen mellem de eksisterende udbydere er begrænset til få, men store udbydere, og der konkurreres primært globalt. Der findes mange mindre energiselskaber i Danmark, men disse køber deres råstoffer på verdensmarkedet for kul, olie og gas, og er derfor i første led i værdikæden afhængige af leverandørerne, som typisk vil være de store selskaber som har

know how, midler og manpower til at kunne udforske, distribuere og sælge råvarerne til forarbejdelse af energi.

5.5.1 Exploration & production

Dong har en markedsandel på 54% på produktionen af el i Danmark²⁴, og 35% på produktion af varme i Danmark. Derudover har Dong en andel på 45% af offshore vindmøller i Danmark.

Udenfor Danmarks grænser, er energiproduktionen primært i Storbritannien, med en markedsandel på 21% på offshore vindmøller.

På elmarkedet vurderes det at Dong er markedsledende i Danmark, da Dong står med over 50% af den samlede el produktion i Danmark.

Som det ses af grafen til højre, udgør Dongs andel 5,5% af olieproduktionen i Danmark, og er det fjerde største selskab på dette område.

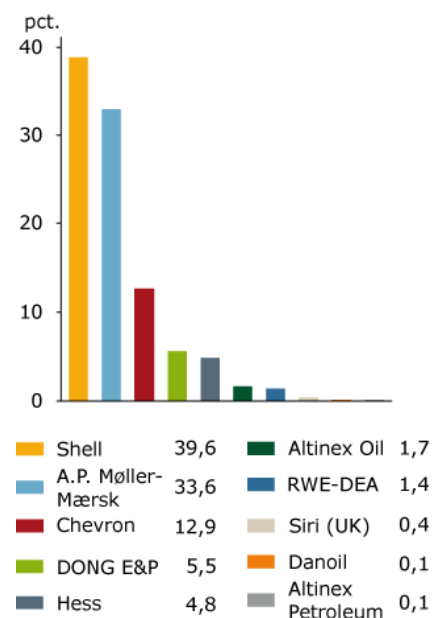
Der er langt op til Chevron, Mærsk og Shell som er markedsledende i Danmark. Samlet set opererer der 10 selskaber i Danmark indenfor produktion af olie.

Det er et meget reguleret marked, da man skal have tilladelse fra staten til at kunne bore, og da det kræver stor investeringer, er konkurrencen på olieudvinding sat til middel. Den findes, men er ikke hård i sin form.

Derudover vurderer Dong at produktionen af olie vil falde til 17%²⁵, idet man vil fokusere på vedvarende energi. Det er dog et vigtigt marked, da det står for 14% af omsætningen, og udgør 41% af EBITDA, hvilket gør det lukrativt, da indtjeningsmarginen er stor.

Dongs konkurrenter skal finde blandt selskaber som repræsentere hele værdikæden, og her

fig. 3.2 Selskabsmæssig fordeling af olieproduktionen



Figur 9 Ens.dk, Danmarks Olie og Gasproduktion 2011, s. 20

²⁴ Dong Årsrapport 2011

²⁵ Dong Årsrapport 2011

er de væsentligste Vattenfallen og E:ON, hvorfor det vurderes at konkurrencen blandt eksisterende konkurrenter er lille samlet set, da markedet deles af få men store spillere.

5.5.2 Wind Powers (Offshore vindkraft)

På offshore vindkraft, har Dong en markedsandel på 45% i Danmark, og 21% i Storbritannien. Det er et område som Dong satser kraftigt på, og specielt Tyskland og Storbritannien er fokusområder²⁶.

Dong er et af 3 selskaber som er førende i Nordeuropa på vind, og har primært konkurrence fra E:ON og Vattenfallen.

5.5.3 Thermal Power

Thermal Power er den del af forretningen som producere energi, enten via kul eller biomasse. Konkurrence situationen på Thermal Power er den samme som i de andre segmenter, og med samme konkurrenter, dvs. Vattenfallen og E:ON, da de også repræsenterer hele værdikæden.

5.5.4 Energy Markets

Salget af el foregår på den nordiske el-børs Nord Pool, og her er konkurrenterne flere og mindre reguleret.

Blandt andet de andre danske el-selskaber er repræsenteret her, som f.eks. SEAS-NVE, NRGI, HNG osv., og konkurrencen ligner den på andre børser.

5.5.5 Sales & distribution

Som det er gældende på Energy Markets, er Sales & Distribution også et område med større konkurrence, end f.eks. området med Exploration & Generation, idet dette område ikke er så omkostningstungt. Man kan købe el på børsen, og sælge den videre til kunderne via distributionsnetværket. I 2009 udgav konkurrencestyrelsen en rapport²⁷, som fastslår at der er 77 udbydere af el i Danmark, og at de fleste af dem er ejerforbundet, og konkludere på denne baggrund at konkurrencen i Danmark ikke effektiv, og begrænset, hvilket medførte

²⁶ Dong Årsrapport

²⁷ www.kfst.dk/index.php?id=28979

oprettelsen af www.elpristavlen.dk som skulle skabe mere konkurrence.

5.5 Delkonklusion

Konkurrencen på energimarkedet skal deles op i fremskaffelse og produktion af energi, og distribution af energi.

Grundet lovgivning og store omkostninger forbundet med fremskaffelse og produktion af energi, er der få udbydere på markedet, som er veletableret og som har store kapitalreserver til at kunne modstå en konkurrence. På dette marked kan nævnes Shell, Mærsk, Vattenfallen, E:ON som er blandt de største i Europa.

Disse er de primære udbydere af energi til energibørserne, og derfra bliver denne aftaget af mange forskellige udbydere, som distribuere denne videre, og derfor er truslen fra nye udbydere begrænset til dette marked, og ikke til fremskaffelse og produktion, da det vil kræve store omkostninger.

Energisektoren er på mange måder meget forskellig fra andre sektorer, da konkurrencen blandt udbyderne er begrænset, truslen fra nye udbydere er begrænset og truslen fra substituerende produkter er begrænset. Derudover skal tillægges af de som er etableret på markedet, i store henseender repræsentere hele værdikæden som det f.eks. er tilfældet med Dong, hvorfor de derfor ikke har nogen trusler fra deres leverandører.

Samlet kan der konkluderes at adgangsbarriererne er enormt høje, og derfor er truslen fra nye udbydere lille. Leverandørernes forhandlingsstyrke er vurderet til middel, da disse besidder en store know how, som selskaberne har brug for. Konkurrencen fra substituerende produkter lille på nuværende tidspunkt, men stigende, idet der er stor fokus på omlægning til grøn energi. Kunderne har en relativt lille forhandlingsstyrke, på trods af liberaliseringen på markedet, og konkurrence intensiteten mellem de nuværende udbydere er begrænset, idet markedet domineres af få men store spillere på markedet.

6. SWOT analyse

SWOT analysen er et resume og sammenfatningen på hele strategiafsnittet, hvor selskabets styrker, svagheder, muligheder og trusler stilles skematisk op. De punkter der stilles op, er disse som vurderes at have væsentlig betydning på selskabet.

6.1 SWOT-analyse

Styrker <ul style="list-style-type: none">• Unik markedsposition i Danmark• Førende på fremskaffelse og produktion af energi• Stærk position i Norden• Stærke kompetencer indenfor energi• Politisk støttet• Den danske stat som medejer• Repræsenteret i hele værdikæden• Aktiv CSR politik• Stor fokus på omlægning til grøn energi• Blandt Danmarks mest attraktive arbejdspladser²⁸	Svagheder <ul style="list-style-type: none">• Medieskandale med lønninger• Tidligere ledelse• Konstant søgen efter fossile brændstoffer• Mangel på kvalificeret arbejdskraft²⁹• Afhængighed af nøglemedarbejdere³⁰
Muligheder <ul style="list-style-type: none">• Øget fokus på grønne investeringer• Mulighed for udvidelse på nye markeder, herunder mindre udviklet markeder• Udvikling af medarbejdere	Trusler <ul style="list-style-type: none">• Lovgivning og politiske beslutninger• Fusioner på europæisk plan pga. krisen• Yderligere liberalisering af energimarkedet• Fokus på teknologisk udvikling• Valutakurs udsving• Den økonomiske situation i Europa og Vesten generelt

²⁸ <http://www.universumglobal.com/IDEAL-Employer-Rankings/The-National-Editions/Danish-Student-Survey>

²⁹ http://www.metal-supply.dk/article/view/76307/offshoreindustrien_torster_efter_ingeniorer

³⁰ <http://www.business.dk/green/dong-afviser-fyringer-af-gulddrenge>

Swot-analysen viser at Dong står i en særdeles stærk position. Selskabet er på forkant med miljøteknologi og lovgivning, hvilket minimerer dets mulighed for at være en risiko for selskabet. Dernæst er selskabet det eneste af sin slags i Danmark, og konkurrencen er primært med udenlandske selskaber. Derfor vurderes selskabsrisikoen for Dong at være lille, idet Dong aktivt arbejder med at nedsætte sin risici.

Som det ses af ovenstående SWOT-analyse, er medarbejderne en af de vigtigste kompetencer, og et stort fokus område. Dette har dog også været et område under stor kritik i starten af 2012, da nogle ledende medarbejdere i koncernen fik større lønninger end kutyme er for et statsejet selskab³¹.

Dette har affødt stor kritik af selskabets ledelse, og skabt et politisk pres på Dong, hvilket har medført at nogle af nøglemedarbejderne i selskabet er blevet afskediget.

Samlet set er Dongs værdidrivere stærke, idet selskabet repræsenterer hele værdikæden, og derfor er mindre afhængig af eksterne partnere.

Den skarpe CSR profil, viser at Dong går op i samfundsansvaret, og dermed er med til at regulere omverdenens opfattelse af sig selv som, som værende en ansvarlig virksomhed med fokus på bæredygtighed og grøn energi, fokus på medarbejdernes balance mellem arbejde og fritid, og aktivt tager del i udviklingen af nye teknologier til at blive en grønnere virksomhed.

³¹ <http://www.dr.dk/Nyheder/Penge/2012/03/14/0314173211.htm>

7. Risikoanalyse

At drive en virksomhed som Dong, indebærer en række risici, som skal kortlægges og analyseres, for at finde ud af hvordan disse kan påvirke selskabet, og hvordan disse minimeres.

Selskabet har en række risici at tage stilling til, og risikoafdække, og af disse risici, kan nævnes fald i olieprisen, ændringer i valutakurserne, makroøkonomiske forhold som afmatning i økonomien, og som kan føre til stigning af dårlige betalere, udvikling i teknologi mm.

Disse risici opdeles mellem markedsrisici og specifikke risici, som består af en driftsrisiko og en finansiel risiko.

Markedsrisikoen er den risiko som er forbundet med de makroøkonomiske forhold. Det vil sige at det er markedet som helhed som reagere på denne, og aktørerne på markedet vil blive ramt af den, i modsætning til den specifikke risiko, som rammer den enkelte virksomhed isoleret, og ikke hele markedet.

7.1 Markedsrisici

Markedsrisici er som nævnt ovenfor, disse som rammer hele markedet, og derfor er det vigtigt at afdække dem. Markedsrisici dækker over udviklingen i olie og gaspriserne samt valutaudviklingen.

1. Olie og gaspris udviklingen kan blive reguleret ved køb af finansielle kontrakter. Disse kan enten være put optioner eller indgå swaps i andre olietyper på markedet.
2. Valutarisici kan minimeres ved at købe terminskontrakter forud i tid, hvilket sikre at indtægter og omkostninger bogføres til samme kurs, og dermed kender man sin risiko.

7.2 Specifikke risici

De specifikke risici som Dong skal forsøge at minimere, er givet i selve værdikæden, og dermed internt i virksomheden.

Dongs risici er primært givet på deres efterforsknings enhed, da olie og gasfelterne ikke er en vedvarende størrelse. Dette afføder at selskabet skal forske efter gas og olie i en lind strøm, da disse felter udtømmes med tiden.

Dette behov vil være stort, så længe teknologien til at vedvarende energiforsyning i primært transportbranchen endnu ikke er opfundet og adapteret af de parter som producere til transportbranchen.

Den anden store risiko som selskabet kan have, er opførelsen af materielle anlægsaktiver, såsom produktionsanlæg til produktion af el. Dette kan både være kraftværker, men også vindmøller med mere.

Der kan være en risiko for fejlinvesteringer i et bestemt produkt, som f.eks. havvindmøller som ikke kunne tåle de hårde vilkår havet byder på.

7.3 Delkonklusion

Med baggrund i ovenstående, vurderes det at både markedsrisikoen og den specifikke risiko ikke er særligt høj, da selskabet arbejder aktivt med disse.

Der forsøges at minimere risikoen forbundet med olie handel, og valutakurs via køb af derivater og andre finansielle papirer, for at minimere eksterne forhold, mens at de specifikke risici arbejdes med ud fra en omlægning til grøn energi, og en konstant efterforskningsaktivitet.

8. Regnskabsanalyse

Efter at have analyseret selskabets strategiske position udfordringer, er næste step at analysere virksomhedens økonomi.

Regnskabsanalysen består af en historisk analyse af virksomhedens resultat og balance udvikling, og en budgettering af det fremtidige resultat og udvikling i balancen.

Regnskabsanalysen består af en reformulering af resultatopgørelsen, som er med til at vise hvor den reelle værdi i en virksomhed skabes. Værdierne i en virksomhed kan enten generes over driftsaktiviteten eller finansieringsaktiviteten. Derfor er det nødvendigt at reformulere, således at analytikeren kan gennemskue hvilken værdi selskabets aktiviteter skaber, og hvilken værdi selskabet får ud af sine finansieringsaktiviteter.

Derudover reformulere man yderligere balancen, for at dele aktiverne op i en driftsaktiver og finansielle aktiver, for ligeledes at få et mere overskueligt billede af selskabet, og hvilke aktiver som skaber værdi.

Årsrapporterne 2007, 2008, 2009, 2010 og 2011 er valgt til at analysere selskabet. Dong aflægger sine årsrapporter efter de internationale standarder for børsnoteret virksomheder, reguleret via IFRS.

Selvom Dong ikke er en børsnoteret virksomhed, følger selskabet alligevel disse standarder, idet at overgangen til et børsnoteret selskab, regnskabsmæssigt, vil være meget lettere.

8.1 Regnskabet

Inden selve regnskabsanalysen, bør man læse revisionspåtegningen fra revisorerne, og ledelsens beretning.

Disse to giver en information om det år som er gået, hvilke forventninger ledelsen har til fremtiden, hvilke muligheder og udfordringer disse ser og en samlet vurdering af året.

Revisionspåtegningen er revisors udtalelse om selskabet, og om der har været forhold som er kritiske eller der skal stilles spørgsmålstejn ved.

8.2 Ledelsesberetningen

Ledelsesberetningen giver et kort overblik og virksomheden, og hvilken tilstand virksomheden har.

Ledelsesberetningen har ikke givet anledning til anmærkninger, og mange af de emner som der sættes fokus på i ledelsesberetningen, er blevet præsenteret i strategiafsnittet.

8.3 Revisionspåtegningen

Revisors påtegning er "ren", hvilket betyder at ledelsesberetningen og regnskabet ikke giver anledning til bemærkninger.

Dermed vurderer revisor at al information om selskabet, som er givet til revisor, og som revisor har testet, er korrekt, og følger de standarder som selskabet har valgt at følge.

8.4 Reformulering af regnskabet

Reformulering af regnskabet er nødvendig, og deler således regnskabet op i to dele. Den ene del er driftsaktiviteten, og er den egentlige aktivitet i selskabet. Det er her aktiverne skaber værdi, og hvor arbejdskapitalen flyder i selskabet. Det er salg til kunderne, produktionsomkostninger, køb af materiel, betaling af ansatte med mere.

Den anden del er finansieringsaktiviteten, og er den sekundære aktivitet. Finansieringsaktiviteten er det som understøtter driftsaktiviteten, blandt ved kapitalfremskaffelse til køb af materiel, afdækning af valutarisici med mere.

Dermed opdeles selskabets aktiviteter efter deres formål, og man får samtidig overblik over hvor der skabes værdi i selskabet.

8.5 Reformulering af egenkapitalen

Egenkapitalen er udtryk for hvad selskabet skylder sine ejere, og hvad værdien af selskabets aktiver er renset for finansielle forpligtelser.

Reformuleringen af egenkapitalen giver et billede af hvilken indtægter og omkostninger, som bliver bogført over egenkapitalen, og som skal med i totalindkomsten i selskabet.

8.6 Reformulering af balancen

Som nævnt tidligere, reformuleres balancen for at opdele aktiverne mellem driftsaktiver og finansielle aktiver. Dette giver et billede af hvilke af aktiverne som skaber værdi for virksomheden.

Likviditeten i selskabet opdeles i to dele, hvoraf 1% indgår som driftslikviditet, og resten indgår som likvide beholdninger på linje med værdipapirer.

8.7 Reformulering af resultatopgørelsen

Reformuleringen af resultatopgørelsen opdeler regnskabet i driftsaktiviteter og finansieringsaktiviteter.

Dette giver et billede af hvordan overskud/underskud skabes, og hvor værdien skabes i virksomheden.

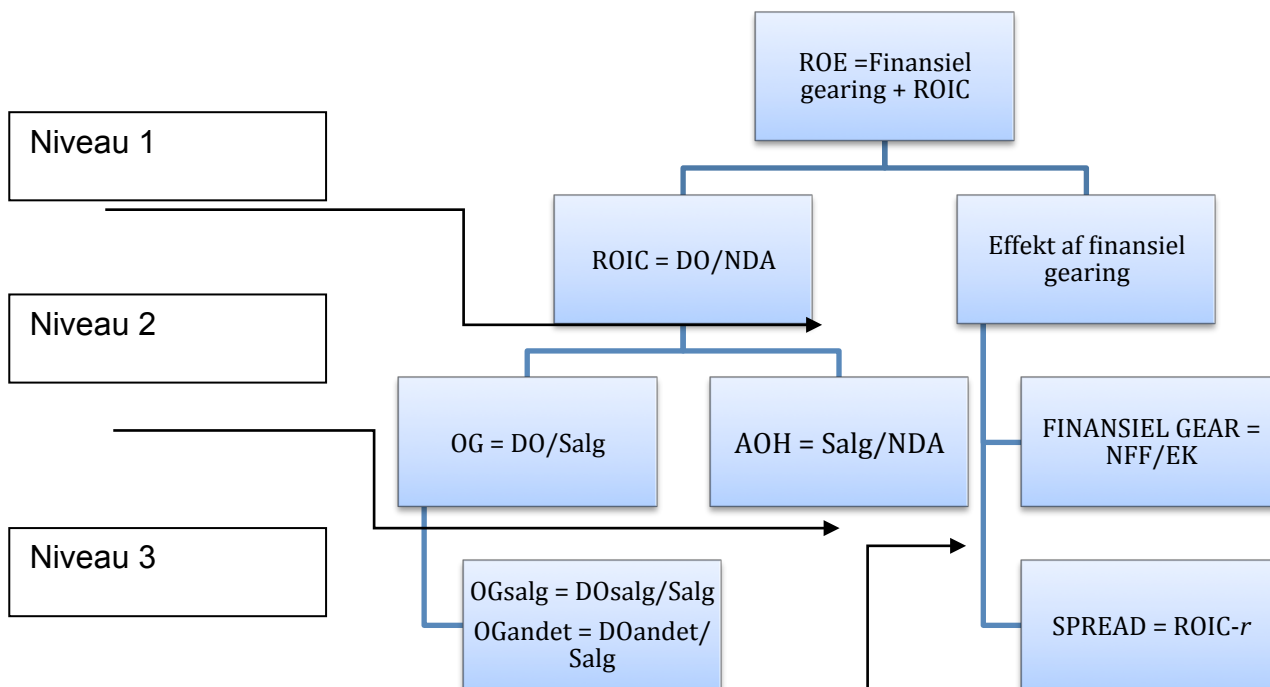
Udover dette, giver reformuleringen et overblik over de indtægter eller omkostninger som er bogført i virksomheden, men hvor dette er sket over egenkapitalen og ikke over resultatopgørelsen.

Dette kaldes for *dirty surplus*. Eksempler på dette, kan være betalte renter på hybridkapital, værdireguleringer, valutakursreguleringer og værdiregulering af sikringsinstrumenter.

9. Rentabilitetsanalyse

Rentabilitetsanalysen analyserer selskabets finansielle formåen og udvikling. Normalt bruger man DuPont pyramiden til at analysere selskabets finansielle udvikling. Men da analysen er mere dybdegående end f.eks. en kreditvurdering, er de nøgletal man fokuserer på ikke omsætningsudvikling med mere, men selskabets evne til skabe værdi af sin investeret kapital.

Derfor benyttes den udvidet DuPont pyramide som ser således ud:



9.1 Kapitalstruktur og WACC

Kapitalstrukturen er udtryk for fordelingen mellem egenkapital og fremmede finansiering i en virksomhed. For at kunne beregne værdien af en virksomhed, er det derfor nødvendigt at beregne de vægtede kapital omkostninger, WACC, og som er diskonteringsfaktoren for begge værdiansættelsesmodellerne, om det er DCF eller RIDO modellen.

WACC'en bruges netop som diskonteringsfaktor, da denne er todelt mellem ejerafkastkravet

og afkastkravet til fremmede finansieringen.

For perioden 2008, 2009, 2010, 2011 er kapitalstrukturen fordelt således:

	2008	2009	2010	2011
EK i alt	38102	36720	43220	48202
Finansielle forpligtigelser	27298	43294	46154	50150

Som det ses af ovenstående, er kapitalstrukturen i dag ligeligt fordelt mellem egenkapital og fremmede finansiering.

Dette har dog historisk ikke været tilfældet, idet egenkapitalen har udgjort en større andel af finansieringsgrundlaget, og indikere dermed at Dong gearer sig i højere grad end før.

Dette skyldes i høj grad større investeringer i materielle anlæg.

9.2 Hybridkapital

I regnskabet fremgår der, under egenkapital, en post som hedder hybridkapital. Hybridkapital er lån, eller obligationer, med en lang løbetid, og som Dongs vedkommende, først udløber i 3010, og med en rente på 7,75%.

Hybridkapital, er med andre ord, virksomhedsobligationer, som selskabet udsteder, idet selskabet ikke har mulighed for at udstede aktier for at fremskaffe kapital til sine investeringer.

At hybridkapitalen bliver opfattet som en del af egenkapitalen, skyldes at denne udstedes af virksomheden selv, og dermed ikke optages hos en ekstern långiver som vil stille krav til opfyldelse af covenants og have sikkerhed i selskabets aktiver.

Dette er en kontrakt som bliver indgået mellem selskabet, og en obligationsejer, som dermed også påtager sig risikoen for at selskabet kan gå konkurs, og han dermed mister sin "investering", idet virksomhedsobligationer først kan godtgøres, når alle kreditorer har fået deres krav opfyldt.

I modsætning til en aktie hvor ens investering forsvinder ved en konkurs, kan man opnå noget

værdi for sine obligationer, om end spørgsmålet vil være om der er nogen værdi tilbage.

Med disse karakteristika in mente, kan hybridkapital enten beregnes som værende egenkapital eller fremmede finansiering, hvorfor jeg har valgt fremmede finansiering i dette tilfælde, da jeg mener at den kontinuerlige rentebetaling på lånet, bærer mere præg af fremmede finansiering, end egenkapital, hvor selskabet selv bestemmer om det vil udbetale udbytte til sine aktionærer.

Blev hybridkapitalen beregnet som værende egenkapital, vil kapitalstrukturen dermed være med en overvægt på egenkapitalfinansieringen.

Dermed vil andelen af fremmede finansiering udgøre en mindre del af selskabets kapitalstruktur, og selskabet vil således opnå en højere kreditvurdering, da soliditeten i selskabet vil blive vurderet højere af banker og kreditvurderingsinstitutter.

9.3 Egenkapitalforrentning

Som beskrevet ovenfor, består kapitalstrukturen af henholdsvis egenkapital og fremmede kapital. Hvor egenkapitalen er selskabets gæld til dets aktionærer, er fremmede kapitalen gælden til en ekstern långiver.

Aktionærerne i selskabet ønsker kun at investere i selskabet, hvis disse kan få deres investering forrentet. Groft skitseret skal investeringens afkast svarer til en investering i risikofrie obligationer. Forskellen mellem at investere i risikofrie obligationer, og investere i et decideret selskab, er det risikotillæg som tillægges, og som er investors betaling for at tage denne risiko.

Matematisk bruger man Capital Asset Pricing modellen, CAPM³², til at beregne hvad dette afkast skal være, eller nærmere sammenhængen mellem ejerafkastkravet og markedsrisikoen.

Formlen ser således ud:

³² Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang, Ole Sørensen, 3. Udgave, 1. oplag

$$R_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

R_e = ejernes afkast krav

r_f = den risikofrie rente, typisk en 10 årig dansk statsobligation

β = beta, den systemiske risiko på markedet

$\beta(r_m - r_f)$ = markedets risikopræmie

r_m = forventet afkast ved investering i markedsporteføljen

Beta er markedets risiko, og normalt vil denne kunne aflæses af kursudvikling på selskabets aktier. Det vil typisk være selskaber som er noteret på børsen. Men da Dong ikke er en børsnoteret virksomhed, bliver beta estimeret, ved enten at tage udgangspunkt i sammenlignelige selskabers beta, eller ved en common sense analyse³³.

Derfor vil grundlaget for beta, være en vurdering af selskabets risiko ud fra den strategiske analyse, hvori de driftsmæssige og finansielle risici bliver afdækket.

Driftsmæssig Risiko	Finansiel Risiko	Samlet Risiko	Beta
Meget Lav	Lav		0,4
Lav	Neutral		0,6
Lav Neutral	Høj		0,8
Medium Neutral	Lav		1
Høj Neutral	Neutral		1,2
Moderat Høj	Høj		1,4

³³ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang, Ole Sørensen, 3. Udgave, 1. oplag

Meget Høj	Lav		1,6
-----------	-----	--	-----

Dongs risiko vurderes til at være lav/neutral til medium/neutral, og dermed placeres Dong på beta på mellem 0,7 og 1,0.

Med baggrund i analysen, kan det hermed konkluderes at Dongs beta ligger i midten af denne skala, og dermed vurderer jeg Dongs beta til at ligge på 0,85

Beta på 0,7, betyder at Dong har en lavere risiko end markedet generelt. En beta på 1 betyder at Dong har samme risiko, og en beta over 1 betyder at Dong vil have en risiko over markedet.

Når beta er estimeret, skal risiko præmien også estimeres. Risikopræmien er den præmie som investor skal have for at påtage sig en risiko. Risikopræmien beregnes som det forventede afkast på markedet, fratrukket den risikofrie rente på en 10 årig statsobligation.

Denne beregning foretages udefra betragtningen, at investor kan investere i en risikofri statsobligation, og dermed ikke pådrage sig risiko. Derfor fratrækkes den risikofrie rente fra det forventede markedsafkast, da det er den compensation investor får for at tage risikoen.

De seneste år har markeds afkastet svinget meget pga. finanskrisen, og derfor er den svær at fastsætte. Samtidig er den risikofrie rente i bund, idet danske statsobligationer anses som sikre af investorerne.

Dette giver et ambivalent forhold, med et marked hvor afkastet er lavt, og med en risikofri rente som er presset i bund. Omvendt er risikoen ved at drive virksomhed i dag større.

Derfor estimeres risikopræmien til 6,5, hvilket er i den høje ende, og skyldes at Dong er et forsyningsselskab, og med en risiko som generelt er lavere end markedet. Derfor kan investorer også forvente en større forrentning af den indskudte kapital.

Dermed er formlen følgende:

$$^{34}1,58+0,85*6,5 = 7,1\%$$

Ovenstående forretning af egenkapitalen virker ikke høj, og kan derfor estimeres forskelligt afhængig af hvilke forudsætninger man benytter sig. Dog virker en forretningen af egenkapitalen på 7,1% som værende tilfredsstillende i et marked der er underdrejet af økonomisk krise og gældskrise. Det der trækker forrentningen specielt meget ned, er renten på statsobligationer, da denne er faldet kraftigt gennem de senere år. Lavede man samme beregning for 2 år siden, ville forrentningen være højere, da den risikofrie rente vil kræve dette..

9.4 Fremmede finansieringen

Da pengestrømmene fra selskabets aktiviteter opgøres efter skat, skal de finansielle forpligtelsers afkastkrav også måles efter skat. I princippet bør afkastkravet på fremmede finansieringen være markedsrenten i dag, dvs. hvad kan virksomheden låne til på det almindelige lånemarked.

Der findes dog også en formel som angiver fremmede finansieringens afkast krav³⁵, og denne defineres som:

$$R_f = (r_f + s) * (1 - t)$$

R_f = finansielle forpligtelsers afkastkrav

r_f = den risikofrie rente, givet ved en 10 årig dansk statsobligation

s = selskabs specifikt risikotillæg

³⁴ <http://nationalbanken.statistikbank.dk/nbf/98227>

³⁵ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang, Ole Sørensen, 3. Udgave, 1. oplag

t = selskabsskatteprocenten

Den selskabs specifikke risiko, kan findes ved at kigge på rating institutternes rating af selskabet. Deraf kan det ses at Dong Energy er ratet som A- af Standard & Poors og Baa1 af Moody's.

Jf. Disse ratings er Dong et særdeles stabilt selskab, og kan derfor låne til en billig rente på markedet. Med en effektiv lånerente på 2,3% beregnet ved reformulering af regnskabet, kan det selskabs specifikke tillæg beregnes baglæns, og giver følgende som giver det denne formel:

$$0,96 = \frac{2,3 - 1,58}{1 - 0,25}$$

Dermed er afkastkravet på fremmede finansieringen på 2,3% givet ved et risikotillæg på 0,96%. Dette skal igen tages varsomt, idet at renten på statsobligationer ikke følger renten på interbank markedet, og der det seneste år har været stor divergens imellem disse.

Mens at renten på danske statsobligationer er faldet over de senere år, er bankerne i Europa på stribe blevet downgradet, med deraf følgende konsekvenser på deres funding omkostninger, hvilket i sidste ende betyder en højere forrentning på fremmede kapital.

Senest er Danske Bank b. la. blevet downgradet af de internationale rating bureauer.

9.5 Beregning af WACC

Som nævnt tidligere, er WACC³⁶ udtryk for de vægtede kapitalomkostninger, og dermed investorenes krav til selskabets afkast.

Når WACC er lig forrentningen af selskabets investerede kapital, er det ensbetydende med

³⁶ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang, Ole Sørensen, 3. Udgave, 1. oplag

en nul-forrentning af investeringen. Afkastet på den investerede kapital skal således overstige wacc'en for at skabe et positivt afkast for investor.

WACC beregnes ud fra denne formel:

$$WACC = \frac{EK}{NDA} * R_e + \frac{NFF}{NDA} * R_f$$

9.6 Egenkapitalforrentningen

DuPont-pyramiden viser hvordan udviklingen i selskabets finansielle formåen, og derfor er det vigtigste nøgletal ROE, som er Return On Equity. Derfra beregner man hvilke elementer der indgår i ROE, for at finde ud af om værdiskabelsen er baseret på de driftsmæssige aktiviteter eller ved de finansielle aktiviteter.

ROE er Return On Equity, dvs. egenkapitalens forrentning. Egenkapitalens forrentning måles som totalindkomsten over året divideret med egenkapitalen. Dermed kan investorerne direkte måle afkastet af deres investering.

ROE kan derefter dekomponeres i flere elementer, ROIC og Finansiell Gearing (FGEAR).

	2008	2009	2010	2011
ROE	14,42%	0,28%	7,21%	6,43%

Som det ses af ovenstående tabel, svinger Dongs forrentning af egenkapitalen i perioden. Dermed er det udtryk for at Dongs totalindkomst efter skat i 2009 har oplevede et stort dyk, og at der dermed kan der reelt have være sket en negativ forrentning af egenkapitalen, afhængig af niveauet af inflationen i 2009.

Den primære årsag til nedgangen skal søges i omsætningsfaldet fra 2008 til 2009, hvor omsætningen falder med 19% fra 60.777 tkr. til 49.262 tkr. I samme periode er omkostningerne kun faldet med 14%, og dermed er overskuddet på 4% en af årsagerne til den dårlige forrentning af egenkapitalen.

Ser man derefter på de finansielle omkostninger, er disse steget stigende i 2009 og 2010, og falder først i 2011.

Som det også ses af ovenstående tabel, ligger selskabets forrentning af egenkapitalen højere end wacc'en med undtagelse af 2009. Dette betyder at investeringen er rentabel, idet denne ligger højere end wacc.

9.7 ROIC

ROIC er en forkortelse for Return on invested capital, hvilket betyder afkastet af den investerede kapital i virksomheden. Den investerede kapital er dermed udtryk for investorenes kapital, og deres ønske til forrentning. ROIC bør være højere end markedets risikofrie præmie med tillæg af risikotillægget. Hvis ROIC er lig med eller mindre, sker der en 0-forretning af investorenes penge, og dermed er det en dårlig investering.

	2008	2009	2010	2011
ROIC	7,54%	2,57%	5,75%	4,81%

Som det ses af ovenstående tabel, har ROIC svinget meget, fra en høj forrentning til en lavere for derefter at ligge på et niveau "stabilt" niveau i 2010 og 2011, hvilket ligger på et lavt niveau.

ROIC består af driftsoverskud divideret med den investerede kapital, og dermed er disse to forhold afgørende for om ROIC er positiv eller negativ. Dvs. virksomhedens resultat før skat og finansielle poster som andel af den investerede kapital.

For at kunne påvirke ROIC, skal der holdes fokus på omkostningerne i selskabet, og ekstra ordinære poster kan have stor påvirkning på ROIC. Som det ses i årsrapporterne har Dong en omfattende handel med selskaber, som påvirker resultatet positivt i 2008, 2010 og 2011, hvorimod 2009, har Dong solgt selskaber med underskud.

Dette kan i høj grad skyldes den finansielle krise, da denne havde sit højdepunkt i 2009. Derudover er Dongs resultat påvirket af at salg af virksomheder indgår som en stor post i resultatet af driftsoverskud, og selv med en 0-post, vil resultatet blive påvirket, da omsætningen skal stige tilsvarende, forudsat at omkostningerne kan holdes på samme

niveau, for at kompensere for den manglende indtægt fra salg af selskaber.

Dog har denne aktivitet og resultat fra associeret virksomheder været en fast bestanddel på Dongs resultatopgørelse i de foregående 4 år, at det må antages at det er en fast aktivitet i deres regnskab.

Derfor skal der også tages højde for denne i fremtidige analyser, og disse poster skal samtidig inkluderes i budgetopsætningen.

Derudover vil den reformulerede resultatopgørelse medfører at poster som ikke er tilskrevet resultatopgørelsen, men over egenkapitalen, dermed indgår i ROIC beregningen.

9.8 Aktivernes omsætningshastighed, AOH

Aktivernes omsætningshastighed er udtryk for hvor god virksomheden er til at skabe omsætning, for hver 1 krone der investeres. Dette nøgletal er vigtigt, da man her kan tolke effekten af selskabets udnyttelse af dets aktiver.

AOH for Dong har været følgende:

	2008	2009	2010	2011
AOH	0,99	0,69	0,71	0,68

Som det ses af ovenstående tabel, er omsætningshastigheden i Dong lav. Dette kan skyldes flere faktorer, hvoraf den primære er, at Dong er en meget investeringstung virksomhed. At tallet ligger under 1, betyder at der for hver krone der investeres i virksomheden, skabes henholdsvis 0,74 kr., 0,73 kr. og 0,72 kr. Dette er lavt, idet man stiler efter at aktivernes omsætningshastighed bør være så høj som muligt, og som minimum 1, således at hver investeret krone, som minimum genererer 1 kr. omsætning.

Forklaringen på ovenstående, skal findes i at omsætningen har været faldende mellem 2008 og 2009, for at stige igen og derefter stagnere. Sammenholdt med at den investerede kapital er steget i samme periode, giver dette umiddelbart en lavere omsætningshastighed af aktiverne.

Dog skal det her holdes in mente at Dong er en investeringstung virksomhed, og en stor del af Dongs balance består af svært omsættelige aktiver som distributionsnettet, el kraftværker, boreplatforme med videre.

Som det ses af balancen, er det primært produktionsanlæg som stiger, og det med over 50% i perioden 2008 – 2011.

Samlet set stiger nettodriftsaktiverne fra 100.265 mio. kr. i 2008 til 155.811 mio. kr. i 2011. Da omsætningen ikke er steget i samme grad, men derimod har oplevet et fald, bliver forholdet mindre.

9.9 Overskudsgrad

Overskudsgraden er udtryk for selskabets evne til at tjene penge, dvs. hvor meget overskud skabes der ud af hver omsætningskrone. Overskudsgraden er dermed forholdet mellem omsætning og omkostninger i selskabet. Denne måler hvor meget der er tilbage på bundlinjen, når alle driftsomkostningerne er betalt. I det her beløb indregnes afskrivningerne også.

Følgende tal er overskudsgraderne for Dong i den nævnte årrække:

Nøgletalsanalyse	2008	2009	2010	2011
OG	7,63%	3,73%	8,14%	7,05%

Overskudsgraden er høj i 2008 for derefter at falde i 2009, og derefter stige igen i 2010 og 2011. Overskudsgradens komponenter består af resultatet som andel af omsætningen, og derfor findes forklaringen på faldet og stigningen i OG, i at der mellem 2008 og 2009 er sket et drastisk fald i omsætningen, som følge af faldende energi priser. Omkostningerne er ikke faldet i samme niveau som omsætningen er faldet, og derfor er forholdet mellem disse blevet forvrænget.

Omkostningerne for brændsel og energi har været faldende, mens at andre eksterne omkostninger, som indbefatter administration, revisor, husleje mv. er steget kraftigt, med et forhold der svarer til 10 gange forholdet i perioden 2008 – 2011.

Personaleomkostningerne har samtidig holdt sig på samme niveau med små sving i perioden 2008 – 2011. Dette skal også ses i lyset af at der har været en personale skandale i Dong med alt for høje lønninger til ansatte i M&A afdelingen.

Som det ses af ovenstående, er det primært forholdet mellem faldende omsætning og stigende eksterne omkostninger, som har størst indflydelse i denne sammenhæng. At niveauet af OG fra 2010 og 2011 er positivt, og ligger på et højt niveau, skyldes en stigningen i omsætningen i denne periode.

9.10 Finansiell Gearing samt SPREAD

DuPont pyramiden består af to dele, den ene med fokus på værdiskabelse via driften, mens anden del analysere værdiskabelsen via de finansielle værdidrivere.

Denne består af den finansielle gearing samt SPREAD. Begge nøgletal er direkte relateret til ROE, da disse er den ene af komponenterne som indgår i ROE, som det ses af DuPont pyramiden i længere oppe.

Finansiell gearing er udtryk for selskabet finansielle forpligtelser i forhold sine aktiver.

	2008	2009	2010	2011
FGEAR	61,46%	94,91%	78,70%	77,75%
r	4,32%	3,14%	3,33%	2,30%
SPREAD	3,22%	-0,57%	2,43%	2,51%

Som det ses af ovenstående, er Dongs finansielle forpligtelser høje i forhold til deres aktiver. Tallet er udtryk for at Dongs finansielle forpligtelser er større end Dongs finansielle aktiver, og at Dongs gæld dermed er meget høj. Dette skal sammenholdes med at Dongs finansielle forpligtelser stiger i perioden 2008 – 2011, fra 27.211 mio. kr. til 49.765 mio. kr. Dette skyldes store investeringer i produktionsanlæg i perioden, idet aktivmassen stiger i samme takt.

Dette hænger igen sammen med at Dong er en særdeles investeringstung virksomhed, som basere sin strategi på langsigtede investeringer, og dermed også skal være på forkant med disse investeringer, da deres produktionsanlæg skal overholde gældende miljølovgivning.

Samtidig med at der er sket en stor stigning i de finansielle forpligtelser, er de finansielle aktiver også vokset, men ikke i samme tempo, selvom disse procentvis er vokset med samme procent.

Sammenhængen mellem den finansielle gearing, ROE og ROIC, skal findes i at ROE og ROIC vil være lig med hinanden hvis selskabet var finansieret udelukkende ved egenkapital. Som det ses i det tidligere afsnit, har ROE ligget højere end ROIC.

Hvis der ingen finansiell gearing fandtes i selskabet, ville disse to tal være lig med hinanden, da fremmede finansieringselementet dermed vil udgå.

Men da ROE er højere end ROIC, vil det, alt andet lige, betyde at den finansielle gearing i Dong dermed er positiv, idet at afkastet på egenkapitalen overstiger ROIC, som er udtryk for investorenes forrentning af deres investerede kapital.

Dette er dog ikke udelukkende positivt, idet selskabet dermed også påtager sig en forhøjet risiko, da selskabet både skal forrente den investerede kapital, men også fremmede kapitalen.

Dette har store konsekvenser for selskabet, hvis selskabet oplever en nedgang i sin omsætning eller øget omkostninger. Dette vil resultere i en laver forrentning for investorerne, da selskabet skal honorere sine forpligtelser først, og derefter investorerne.

Dermed får investorerne forrentet deres kapital til et niveau højere end hvad de ville have gjort, hvis de kun havde investeret deres egenkapital, men påtager sig også en større risiko.

9.11 Delkonklusion

Dong Energys regnskab er blevet analyseret for de seneste 4 år, og kan derfor på denne baggrund konkludere at Dong har været ramt af den internationale finanskriser, ligesom alle andre sektorer blev ramt af den.

Dette kan ses mest tydeligt i faldet omsætningen fra 2008, hvor omsætningen falder med 19%, mens at omkostningerne kun falder med 7%³⁷.

Det kraftige fald i omsætningen, skyldes i høj grad at den finansielle højkonjunktur i årene før 2009, satte rekorder på energipriserne, hvor det specielt er Energy Markets, som er Dongs markedsafdeling til handel af energi, som oplevede et fald i omsætningen³⁸.

Derudover har de andre områder, primært Exploration & Production og Sales oplevet nedgange i forbindelse med finanskrisen.

Dog har Dong formået at indhente noget af den tabte omsætning tilbage, og har samtidig formået at få styr på sine omkostninger, så disse ligger på et stabilt niveau, hvilket har sikret at der er en positiv drift i selskabet.

Ser man derimod på nøgletallene, har udviklingen i ROE ikke været på et tilfredsstillende niveau i 2008 og 2009, og giver først et positivt afkast over markedet i 2010 og 2011.

ROIC følger udviklingen på ROE, og har således de seneste 2 år ligget på pæne niveauer i modsætning til de forgående år. Dette er yderst positivt, da ROIC har ligget over markedsafkastet med tillæg af den risikofrie rente, og dermed har investorerne fået forrentet deres investerede kapital positivt.

Aktivernes omsætningshastighed ligger på et lavt niveau, hvilket er naturligt for et selskab som Dong, som har store investeringer i anlæg og produktion, og ikke et reelt varelager som skal omsættes.

Overskudsgraden har ligget på et pænt niveau, og har kun været negativ i 2008.

³⁷ Se bilag

³⁸ Regnskabet 2011 s. 4

Overskudsgraden er vigtig, da den fortæller om selskabets evne til at tjene penge ud af den samlede omsætning, hvilket Dong formår, med undtagelse af 2008 hvor omsætningen falder hurtigere end omkostningerne.

Den finansielle gearing er steget, og dette skyldes det højere niveau af investeringer som Dong praktiserer. Dette skyldes i høj grad store investeringer i produktion og anlæg, og som er med til at stifte gæld i Dong

10. Budget

Næste skridt i værdiansættelsen, er et resultat og balance budget, baseret på strategi analysen og regnskabsanalysen.

Heri estimeres den fremtidige udvikling i Dongs resultatbudget og balance, og en estimering af det fremtidige cash flow samt totalindkomst, da disse vil indgå i en estimering af terminalperioden, og dermed også grundlaget af værdien af selskabet.

Derfor vil der i dette afsnit indgå elementer fra strategi analysen, og fra regnskabsanalysen, som bruges som base til at vurdere niveauerne til for de fremtidige regnskabsposter.

10.1 Vækstrater

Budgettet estimeres ud fra en nøgletals beregning, hvor udgangspunkt tages i sidste analyseret regnskab som tæller som år 0.

Omsætningen sættes til indeks 100, og væksten i denne gives som en procent sats af sidste analyseret års omsætning.

Ud fra den omsætning som bliver beregnet, beregnes de forskellige regnskabsposter, som en andel af denne omsætning, da omsætningen er den mest essentielle del af et selskabs finansielle formåen. I mit budget er der primært fokuseret på overskudsgraden.

Analysen, er et meget stærkt redskab, til at skabe et overblik, og en rød tråd i værdiansættelsen, da alle variable defineres ud fra omsætningen.

10.2 Budget

Budgettet defineres dermed ud fra nøgletals analysen, men denne basere sig på de variable som man vurderer vil udgør en andel af omsætningen. De vigtige poster som skal estimeres i budgettet, og som har en betydelig indvirkning på DO og cash flow, er følgende poster:

1. Væksten i omsætning.
2. Væksten i omkostninger
3. EBITDA
4. Væksten i balancen, herunder fremtidige investeringer og deres niveau.

10.3 Omsætning

Omsætningen er omdrejningspunktet i alle selskaber og virksomheder, da dette er det salg som selskabet foretager. Investeringen i aktiverne, og stiftelse af gæld, skal gerne som udgangspunkt udmønte sig i en større omsætning.

For at estimere omsætningen i Dong, skal der tages udgangspunkt i de fremtidige vækstscenarier for energi efterspørgslen og energiforsyningen.

Disse vil blive sammenholdt i de følgende afsnit sammen, kobles med udviklingen i de makroøkonomiske tal som påvirker denne.

10.4 Budgetforudsætninger

Olie

Som nævnt tidligere, beskæftiger E&P sig med at efterforske og producere olie og gas. Dette område reguleres meget kraftigt af udviklingen i de internationale olie og gaspriser, og er ikke begrænset til Danmark eller den nordlige del af Europa.

Mens at markedet toppede i 2008, for derefter at falde kraftigt, forventer Det Internationale Energiagentur at den langsigtede pris pr. tønde olie i 2020 er 99 USD/tønde og 110 USD/tønde i 2009 priser³⁹. Jf. samme rapport falder forbruget af fossile brændstoffer, herunder kul, olie og gas. Dog estimerer man primært at faldet vil være størst ved kul, med et fald på 30%, og at naturgas vil blive substitueret af biogas, og derfor forventes der et fald i naturgas på 15%. Omvendt forventer man at olieforbruget vil stige med ca. 4% frem til 2020, da efterspørgslen stadig vil være stor efter denne form for energi, da denne ikke umiddelbart kan substitueres, da det er primært transportbranchen som har det største olieforbrug, og denne er endnu ikke overgået til andre brændstofformer, mens at forbruget af olie er faldende i andre sektorer.

Derfor vurderes den fremtidige udvikling i E&P at ligge på ca. 4%, da størstedelen af E&P's aktiviteter udgøres af olieboringer.

³⁹ <http://www.ens.dk/da-DK/Info/TalOgKort/Fremskrivninger/Fremskrivninger/Documents/Danmarks%20Energifremskrivning%202011.pdf>

Elektricitet

Ser man derimod på efterspørgslen på elektricitet, har der de seneste år været et stort fokus på at producere denne mere miljøvenligt. Dette indebærer opsætning af vindmøller, og en ændring fra fossile brændstoffer til biomasse, som har en grønnere profil.

Herunder er der særligt fokus på anvendelse af biogas, men også en bedre udnyttelse af vores affald.

I rapporten fra Energistyrelsen om Danmarks fremtidige energiforbrug⁴⁰, vurderes energiforbruget at være stigende, båret kraftigt frem af en stigning i brugen af elektricitet.

Rapporten tager udgangspunkt i en stigning på ca 1,6% i økonomien frem til 2025. Med denne økonomiske vækst, stiger energiforbruget også, da produktion af varer, nye investeringer og transport er nogle af de områder som er konjunktur følsomme.

Men hvor olien mest er eksponeret mod transportindustrien, er el-forbruget mere forankret i alle aspekter af samfundet.

Husstandene forbruger el og erhvervslivet forbruger, hvor el indgår som en naturlig del produktionen, men ikke nok med det, sker der også en stigning i el som en del af transport mønsteret.

Netop ambitionen om at ændre transportbranchen, fra afhængighed af olie til at være mere ”grøn”, har været meget i fokus de senere år, og derfor vil denne omlægning også betyde et stort elforbrug i fremtiden, kombineret med flere mennesker til at forbruge, og en bedring i økonomien.

Men en stigende efterspørgsel, skal udbuddet følge med, da dette ellers vil skabe pres på priserne, og derfor stiller det krav til at kraftværkerne også kan levere den mængde energi som efterspørges.

⁴⁰ <http://www.ens.dk/da-DK/Info/TalOgKort/Fremskrivninger/Fremskrivninger/Documents/Danmarks%20Energifremskrivning%202011.pdf>, figur 1, s. 3

Jf. rapporten, er priserne stigende frem til 2025, og at prisen på Nordpool, som er den skandinaviske energibørs, i 2009 for el var på 350 kr./MWh, vil denne stige til 400 kr./MWh i 2025. Dette svarer til en stigning på 14,2%.

I den mellemliggende periode, vil elpriserne dog svinge, da de er stigende fra 2009 niveau, til at tangere en pris på ca. 450 kr./MWh i 2022.

Faldet skyldes primært at der er ved at blive bygget kernekraftværker i Finland, og når disse står klar i 2025, vil de kunne tilføre markedet mere kapacitet, og dermed skabe et større udbud til efterspørgslen.

Men som vist ovenfor, vil der frem til 2025, være både en stigning og et fald i energipriserne, idet disse er faldet til 300 kr./MWh i 2010, og kun stiger svagt frem til 2012.

I budgetperiodens 5 år, regnes der med en gennemsnitlig vækst på 1% pr. år i elpriserne.

Varme

I det samlede energi forbrug, regnes der også med varmekonsumet, som er med til at varme husstande og virksomheder.

Centralvarmeproduktionen, oplever ligesom el-produktionen, en omlægning til vedvarende energikilder, og en mere grøn profil.

I modsætning til el-produktionen, er forbrugerne også bevidste omkring deres varmekonsum i højere grad end energiforbruget. Dette hører sammen med at varmekonsumet primært bruges til at varme lokaler op, og ikke som elektriciteten, til også at omfatte andre apparater eller fremstilling.

Da udgiften på varme samtidig er større end udgiften på elektricitet, har forbrugerne været fokuseret på at forbruge mindre af denne, specielt via renoveringer af ældre lejligheder og huse, og i nybyggeri.

Dette har medført at varmekonsumet gennem de senere år har været faldende, og vil fortsætte med at falde frem til 2025, da udviklingen i isolering og renovering af huse og

lejligheder fortsætter.

Energistyrelsen forventer i sine prognoser at udviklingen i varmekonsumet, vil være faldende med 1,3% frem til 2025⁴¹.

Derfor regnes der i budgettet med en flad udvikling i varmekonsumet, både i budgetperioden, men også i terminalperioden.

10.5 Vækst i omsætningen

Olie, gas, el og varme sælges af enten Energy Markets eller Sales and Distribution, og derfor skal der estimeres en samlet omsætningsvækst, med udgangspunkt i de ovenfor præsenterede tal.

Med en vækst i olieprisen på 4% frem til 2025 og en vækst på el på 14,2%, vil der umiddelbart være en vækst i omsætningen på 18,2%.

Varme regnes ikke med her, da denne er stagnerende, og svagt faldende.

I perioden mellem 2012 og 2025, vil der være udsving i el priserne og olie priserne. I forhold til finanskrisens start tilbage i 2008 - 2009, er priserne stadig på et lavere niveau end da de toppede, og dette kan aflæses direkte i Dongs omsætning for de år.

Afhængig af den økonomiske udvikling i Sydeuropa og verdens økonomien generelt, vil der være stor usikkerhed forbundet med en estimering af priserne indenfor den kommende årrække, idet markedet er meget volatilt.

I terminalperioden, regnes der med en vækst på 2%, mens at der i budget perioden regnes med en vækst på mellem 3-6% pr. år.

10.6 Omkostninger og DO

Omkostninger og DO hænger sammen, idet at niveauet af DO afhænger af hvor store

⁴¹ <http://www.ens.dk/da-DK/Info/TalOgKort/Fremskrivninger/Fremskrivninger/Documents/Danmarks%20Energifremskrivning%202011.pdf>, figur 11, s. 18

omkostningerne er. DO er indtjeningen efter skat og renter, dvs. indtjeningen fra driften af selskabet.

Dongs ambition er at fordoble EBITDA frem mod 2015 fra et niveau på 8,8% i 2009 til 17,6% i 2015. I 2011 var niveauet 13,8%, hvilket tages i betragtning med estimeringen af DO.

Dette virker realistisk, da Dong formåede at få selskabets omkostninger ned med 14% fra 2008 til 2009, og med 11% fra 2009 til 2010, og oplevede en stigning på 6% i 2011.

I samme periode er omsætningen steget efter at have oplevet et fald i 2009. Omkostningerne har været holdt nede af at udgifterne til brændsel og energi har oplevet et stort dyk i den analyseret periode, og det vurderes urealistisk at dette kan blive ved i fremtiden, da priserne vil være stigende på disse på disse i fremtiden.

Personaleomkostningerne har også været stigende i perioden, og kan forventes at fortsætte med at stige. Dels at lønniveauet i Danmark og Europa generelt er højt, og dels at Dong har en målsætning om at have de bedste medarbejdere. Dette segment af medarbejdere har en viden og know how som stiller dem i en position til at vælge selv, og dermed gøres der meget for at fastholde disse.

Skandalen med de høje lønninger i Dongs M&A division som hører under Energy Markets har gjort at der er fokus på personaleomkostningerne, men omvendt kan disse kun holdes i ave indtil et vist niveau, da Dong er tvunget til at være konkurrence dygtig.

Derfor forventes omkostningerne at være svagt stigende, men ikke i samme tempo som omsætningen. Forholdet mellem omsætningen og omkostningerne, betyder også at DO vil være svagt stigende i budgetperioden.

10.7 Balancen

Dong har store investeringer i anlægsaktiver, og har i den analyseret periode øget deres balance betragteligt, primært via investeringer i nye produktionsanlæg.

Anlægsinvesteringer er en vital del af selskabets omsætningsskabning, idet at selskabet primært fremskaffer sin energi, ved enten at bore efter olie og gas, eller ved fremstilling af el og varme.

Som det ses i regnskabet, har Dong store investeringer i produktionsanlæg, og køber licenser til at forske efter olie og gas. Disse investeringer ses over en langvarig tidsperiode, idet disse først giver afkast, når man har fundet olie eller gas.

Denne aktivitet vil også fortsætte i fremtiden, da markedet for olie og gas er særdeles lukrativt, og stadig udgør en væsentlig del af energiforbruget, specielt i transportbranchen.

Sideløbende med investeringerne i olie og gas, er Dong forpligtet til at følge regeringens planer om en omlægning af energiproduktionen fra fossile brændstoffer, til vedvarende energi.

På dette område har Danmark været et forgangsland i mange år, og på trods af det vil der ske en betydelig stigning i investeringen i vedvarende energikilder. Specielt opsætningen af vindmøller fylder en større del af Dongs energiportefølje.

Omlægningen til vedvarende energi, berører ikke kun vindmølle opsætningen, men i høj grad også produktionsanlæggene til produktion af el og varme.

På dette område investere Dong kraftigt i disse år, og vil fortsætte med at gøre det, for nedbringe niveauet af kul og andre fossile brændstoffer i sine anlæg, og derfor omstilles anlæggene til biomasse.

Samlet set forventes det at Dong vokser med samme niveau som hidtil på sine investeringer i anlæg de næste 3 år, for at kunne følge med regeringens ambitioner om et grønnere Danmark, og derefter forventes niveauet at falde til ca. det halve og forblive der for at være på forkant med den teknologiske udvikling.

11. Værdiansættelsen

I dette afsnit vil værdien af Dong blive estimeret ud fra de tidligere nævnte modeller, DCF og RIDO.

I dette afsnit sammenfattes alle tidligere afsnit, som har banet vejen for at kunne give et kvalificeret bud på Dongs værdi ved en børsnotering. Budgettet og dets forudsætninger som er diskuteret i tidligere afsnit, ligger grunden for den fremtidige beregning af værdien.

RIDO Modellen

RIDO modellen bygger på den bogførte egenkapital i selskabet, og med tillæg af det fremtidige overnormale afkast i budgetperioden. Dertil skal der tillægges terminal-værdien, for at kunne få en reel pris for selskabet.

RIDO modellen måler virksomhedens værdi ud fra ejernes synsvinkel, og krav til afkast.

DCF Modellen

Den diskonterede cash flow model, tager udgangspunkt i en tilbagediskontering af selskabets fremtidige betalingsstrømme. Denne betragtning tager højde for både ejer og långiver, idet långiver er interesseret i at kende til det frie cash flow i selskabet, da denne kan vurdere hvor meget af det frie cash flow som kan bruges til at afdrage på en eventuel gæld.

11.1 Værdi af Dong

Med det budget som er blevet lagt i selskabet, og med en fremtidig inflation på 2%, er terminalperioden sat til 2%, således at væksten følger inflationen. Dette giver en værdi af Dong på 145.253 mio. kr., både via DCF modellen og RIDO modellen.

Denne pris virker relativt høj, hvilket skyldes den lave wacc. Terminalværdien for selskabet er høj, og her spiller den lave wacc en stor rolle, idet en lav wacc giver en høj terminalværdi.

Wacc'ens niveau skyldes flere faktorer. Ser man på afkastkravet til egenkapitalen, er dette på 7,1%. Det lave rente niveau på 1,58%, kombineret med en lav beta, tegner billedet af en relativt stabil virksomhed, og derfor er afkastkravet ikke højt, i modsætning til et risikofyldt

selskab, hvor der vil blive krævet et høj afkast, idet risikopræmien vil være høj.

Ser man på den anden del af wacc, som er fremmede finansieringens afkastgrad, er denne i høj grad påvirket af det lave rente niveau.

Generelt for wacc er at risikopræmien er lav, kombineret med lave renter, giver dette en lav wacc.

Ser man på selve værdiansættelsen, og ser bort fra wacc'en, er det FCF og RIDO's niveau som spiller en stor rolle.

I RIDO modellen, er alene værdien af nettodriftsaktiverne 85.678 mio. kr., hvilket udgør ca. 1/2 af selskabets værdi, og dermed grundet den stærke kapitalisering i selskabet, en særdeles dyr virksomhed.

11.2 Følsomhedsanalyse

Dongs værdi er beregnet ud fra en række givne parametre, som er givet ud fra selskabets finansielle formåen og forventningerne selvsamme i fremtiden.

For at kunne estimere selskabets værdi, er der blevet udarbejdet en analyse af selskabets værdi drivere, og selskabets omverden, samt givet et bud på dennes fremtid ud fra den strategiske analyse.

Da den fundne værdi af selskabet, ikke er bedre end de forudsætninger der er indtastet, kan selv en lille ændring i selskabets risiko, præmie på risikoen som investorerne vil tage eller den risikofrie præmie have stor betydning.

Nedenunder er selskabets værdi givet ud fra forskellige scenarier som kan have betydning for selskabet.

Som det ses af skemaet, er det primært udviklingen i risikoen på selskabet som har den største betydning for selskabets værdi. Derudover er den risikopræmie som investorerne forventer, af stor betydning for selskabets værdi.

Beta	0,7	0,9	1	1,1	1,3
Værdi Dong	187.039	134.888	117.680	103.973	83.503
Ændring i værdi	41.785,11	-10.365,89	-27.573,89	-41.280,89	-61.750,89
Risikopræmie	3	4,5	7	8	9
Værdi Dong	416.258	235.407	131.960	110.987	95.187
Ændring i værdi	271.004,11	90.153,11	-13.293,89	-34.266,89	-50.066,89
Risikofri rente	0,5	1	2	2,5	3
Værdi Dong	164.237	151.931	131.736	123.348	115.855
Ændring i værdi	18.983,11	6.677,11	-13.517,89	-21.905,89	-29.398,89

11.4 Delkonklusion

Selskabets værdi er estimeret til en værdi på 145.253 mio. kr. Værdien er et produkt af den strategiske analyse kombineret med en analyse af selskabets finansielle formåen. Den samlede værdi bliver beregnet og testet ved at gøre brug af DCF og RIDO modellen.

Modellen er ikke bedre end de forudsætninger som den bygger på, og derfor kan værdien på 145.253 mio. kr. hurtigt ændres i positiv eller negativ retning, afhængig af hvilke parametre man indtaster.

Som det ses af selskabets værdi, udgøres halvdelen af værdien af netto driftsaktiverne, og den resterende del er den goodwill der skal betales, som udgøres af forventningen til den fremtidige udvikling i selskabet.

12. Konklusion

Dong er Danmarks største energi selskab, og et af de største i Norden. En børsnotering af denne har været på tale op til flere gange, og derefter aflyst i sidste øjeblik.

Analytikere såvel som investorer afventer børsnoteringen af Dong, og staten venter på det rette øjeblik at børsnotere, således at selskabet kan skabe den værdi som regeringen ønsker.

For at nå så langt, skal selskabet først værdiansættes, hvilket er en kompleks proces med mange faktorer som skal afdækkes og identificeres, for at kunne give et bud på Dongs fremtidige indtjenings evne.

For at nå derhen, er det derfor nødvendigt at analysere hele selskabet på alle de markeder selskabet er repræsenteret, og analysere de faktorer som har indflydelse på selskabet, interne såvel som eksterne.

Jeg startede opgaven med at analysere selskabets omverden via PESTEL analysen. Resultatet af denne, er at Dong er en virksomhed som er meget afhængig af sin omverden, og i høj grad af reguleret af politikerne og den siddende regerings miljøpolitik. Dette hænger historisk sammen med at Dong er oprettet for at regulere Danmarks miljøpolitik, og sikrer energileverancen til hele samfundet er konstant.

Dong er dels reguleret af den danske lovgivning men også af EU-lovgivningen. Alle tiltag som den danske stat tilslutter sig, enten nationalt, europæisk eller globalt vil have en effekt på Dong. Specielt på miljøområdet, er Dong særligt udsat, da regeringens ønsker om et grønnere Danmark stiller store krav til at selskabet investere de nødvendige midler i aktiver, som resultere i at Dong kan leve op til de miljømæssige målsætninger.

Efter lovgivning og miljø, er det primært udviklingen i verdensøkonomien som er vigtigst for Dong, da prisfald og stigninger på olie, gas og elektricitet spiller en stor rolle i selskabets indtjening. Dette sås mest tydeligt i 2008 og 2009, hvor 2008 bød på store stigninger i olieprisen, og energipriserne generelt, og da krisen indtraf, faldt priserne derfor med rekord fart i 2009.

Efter PESTEL-analysen, blev konkurrence situationen på markedet belyst med udgangspunkt i Porters Five Forces. Konkurrencen på energimarkedet er begrænset til nogle få aktører, sammenlignet med andre brancher.

Dette skyldes i høj grad de store anlægsinvesteringer og efterforskningsaktiviteter. Dertil skal der lægges en særdeles omfattende lovregulering på området, specielt i Nord Europa, hvilket gør at de eksisterende udbydere sjældent oplever konkurrence fra nye udbydere, medmindre disse har en stat i ryggen, da omkostningerne ved at etablere sådan et selskab er store.

Set i relation til Dong, er der ingen selskaber i Danmark som ligner Dong i sin struktur og opbygning, eller størrelse. Dette stiller Dong i en unik position i forhold til andre energiselskaber i Danmark, og konkurrenterne skal derfor findes i Nord Europa, primært Norge, Sverige og Tyskland. Norge er et olieproducerende land, og der er energiselskaberne statsejet, hvilket også gør sig gældende for Sverige, hvilket stiller dem i samme position som Dong.

Begge analyserne munder ud i en SWOT-analyse, som er et resume af selskabets muligheder, trusler, svagheder og styrke, baseret på de oplysninger som analyserne har vist.

Selskabets risikoprofil er lav, hvilket skyldes at Dong i høj grad er på forkant med den teknologiske udvikling, og satser stort på grøn energi. Dette giver et forspring i forhold til lovgivningen, og dermed er denne faktor elimineret.

Dernæst foretager Dong stadig en stor efterforskningsaktivitet, for at holde en konstant leverance af fossile brændstoffer⁴². Med sin størrelse og repræsentation i hele værdikæden, kombineret med et distributionsnetværk, stiller det Dong i en særdeles lukrativ position i forhold til sine konkurrenter.

Ser man derimod på den finansielle udvikling i Dong over de seneste 4 år, har denne været

⁴² Dongs Årsrapport 2011

turbulent, med en høj omsætning og stort overskud i 2008, til et markant fald på hele 19%. Dette viser i stor udstrækning hvor afhængig Dong er af udviklingen i energipriserne på verdensmarkedet, og at selvom denne har sine primære markeder i Norden, spiller globaliseringen en stor rolle for denne.

Det store fald i omsætningen, har ikke været fuldt af et lige så stort fald i omkostningerne, og har givet sig til udslag i forrentningen af selskabet egenkapital, da denne ikke har ligget på det niveau som investorerne kræver.

Selskabet har dog tilpasset sig krisen, og har de seneste 2 år ligget på et mere stabilt niveau, med en bedre forrentning af både ROIC og ROE.

Dog skal der holdes øje med udviklingen af gælden, og kapitalstrukturen i selskabet, da gælden udgør næsten 50% af selskabets kapitalstruktur. Dette er der givet en forklaring på, i og med at investeringerne i anlæg er stigende, men omvendt kan en høj gearing også medfører en større risiko ved selskabet.

Alle disse faktorer sammenlagt, har givet værdien af Dong, som kan synes noget høj, idet selskabet vil placere sig som et af de mest værdifulde selskaber på C20 indekset i København.

Prisen vurderes dog til at være realistisk, idet selskabet er et forsyningsselskab, og dermed er kundebasens volatilitet ikke udpræget stor.

Litteraturliste

Bøger:

- Regnskabsanalyse og værdiansættelse, en praktisk tilgang. Ole Sørensen, Gjellup, 3. udgave, 1. oplag 2009
- Finansiell Rapportering. Jens O. Elling, Gjellup, 2. udgave , 2010
- Financial Statement Analysis. Christian Petersen og Thomas Plenborg, 2011
- Regnskabsanalyse og Værdiansættelse. Jens. O. Elling, 2. Udgave, 2005
- Competitive Strategy. Michael E. Porter, 2004

Årsregnskaber:

- Dongs Årsrapport 2008
- Dongs Årsrapport 2009
- Dongs Årsrapport 2010
- Dongs Årsrapport 2011

Artikler og hjemmesider:

- <http://www.information.dk/224633>
- http://www.fm.dk/db/filarkiv/9368/Dansk_udgave.pdf
- <http://www.business.dk/investor/regeringen-udsætter-dong-boersnotering>
- http://www.dongenergy.com/da/om_dong_energy/kort%20om%20dong%20energy/pages/baggrund.aspx
- http://www.dongenergy.com/da/om_dong_energy/kort%20om%20dong%20energy/pages/korte%20facts.aspx
- <http://www.ens.dk/da-DK/UndergrundOgForsyning/EIOgVarmeForsyning/Elforsyning/Sider/Forside.aspx>
- <https://www.retsinformation.dk/Forms/R0710.aspx?id=22613>
- <http://www.ens.dk/da-DK/Politik/forhandlinger11/Sider/forside.aspx>
- <http://unfccc.int/resource/docs/convkp/kpeng.pdf>
- <http://www.eof.dk/Priser-og-Forbrug/Raaoлие.aspx>

- <http://energinet.dk/DA/OM-OS/Sider/default.aspx>
- www.kfst.dk/index.php?id=28979
- <http://www.universumglobal.com/IDEAL-Employer-Rankings/The-National-Editions/Danish-Student-Survey>
- http://www.metal-supply.dk/article/view/76307/offshoreindustrien_torster_efter_ingeniorer
- <http://www.business.dk/green/dong-afviser-fyringer-af-gulddrenge>
- <http://www.dr.dk/Nyheder/Penge/2012/03/14/0314173211.htm>
- <http://nationalbanken.statistikbank.dk/nbf/98227>
- <http://nationalbanken.statistikbank.dk/nbf/98227>
- <http://www.ens.dk/da-DK/Info/TalOgKort/Fremskrivninger/Fremskrivninger/Documents/Danmarks%20Energifremskrivning%202011.pdf>
- <http://www.business.dk/medico/nu-er-novo-nordens-mest-vaerdifulde-selskab>

Analytisk Resultatopgørelse – Bilag 1

	2008	2009	2010	2011
Netto omsætning	60777	49262	54598	58437
Brændsel og Energi	-48793	-41303	-31436	-31375
Andre eksterne omkostninger	-776	-665	-6365	-7884
Personale omkostninger	-3253	-3735	-2946	-3593
Omkostninger i alt	-52822	-45703	-40747	-42852
EBITDA	7955	3559	13851	15585
Afskrivninger	-4377	-4476	-6015	-7670
Driftsoverskud fra salg, før skat	3578	-917	7836	7915
Skat af årets resultat	-2924	-1269	-2880	-3408
Skat af nettorenteomk.	-393	-453	-512	-385
Driftsoverskud fra salg efter skat	4638	1837	4444	4122
Andre driftsindtægter, netto	49	198	238	10
Resultat v. salg virksomheder	917	-62	905	225
Resultatandel af ass. selskaber	-48	74	77	36
Årets værdiregulering	4237	-1911	-979	-912
Værdiregulering omsætning	-1	-999	-1052	300
Værdiregulering brændsel og energi	0	76	-128	-88
Værdiregulering finansielle poster	-84	8	8	147
Værdiregulering varebeholdning	-151	244	-203	0
Valutakursregulering udl. virksomheder	-1965	995	716	463
Valutakursregulering EK lign. lån	-31	327	36	-216
Skat (fra årsrapport)	-887	677	590	169
Driftsoverskud - andre poster efter skat	2036	-373	208	134
Renteomkostninger vedrørende gældsforpligtelser	-1579	-1619	-2227	-1921
Overført til aktiver	0	282	328	373
Renteelement af retableringsforpligtelser	-174	-176	-196	-176
Kurstab fra værdipapirer til dagsværdi	0	-31	-73	-22
Valutakurstab	-2037	-2169	-2677	-2658
Værdiregulering af afledte finansielle instrumenter	-82	-100	-152	-2397

Øvrige finansielle omkostninger	9	-211	-5	-35
Renteindtægter fra likvide beholdninger mv.	864	280	357	642
Renteindtægter og kursgevinster fra værdipapirer til dagsværdi	52	205	377	513
Valutakursgevinster	1763	2050	2531	2815
Værdiregulering af afledte finansielle instrumenter	47	80	137	1818
Øvrige finansielle indtægter	17	47	2	23
Rente hybridkapital	-451	-451	-450	-515
				-6836
Netto finansielle omkostninger - før skat	-1571	-1813	-2048	-1540
Skat	393	453	512	385
Netto finansielle omkostninger - efter skat	-1178	-1360	-1536	-1155
Totalindkomst koncern	5496	104	3116	3101
Minoritetsinteresser	50	4	152	-442
Totalindkomst moderselskabets ejere	5546	108	3268	2659

Reformuleret EK – Bilag 2

	2008	2009	2010	2011
EK Primo	34077	38102	36720	43220
Transaktion med ejerne				
Tilgang hybridkapital				
Udbytte	-1469	-1957	-497	-2219
Tilgang minoritets int.	1	36	4019	4176
Afgang minoritets int.	-50	435	-138	-76
I alt	-1518	-1486	3384	1881
Totalindkomst				
Årets resultat	4815	1138	4464	4250
Årets værdiregulering	4237	-1911	-979	-912
Værdiregulering omsætning	-2	-999	-1052	300
Værdiregulering brændsel og energi	0	76	-128	-88
Værdiregulering finansielle poster	-84	8	7	147
Værdiregulering varebeholdning	-151	244	-204	0
Andre reguleringer	15	0	0	-614
Valutakursregulering udl. virksomheder	-1965	995	716	463
Valutakursregulering EK lign. lån	-31	327	36	-216
Skat af EK lign. lån	-887	677	590	169
Renter hybridkapital	-451	-451	-451	-515
Skat af renter på hybridkapital			117	117
I alt	5496	104	3116	3101
EK i alt	38102	36720	43220	48202
EK tilhørende aktionærer	38055	36618	39705	40250

Reformuleret balance – Bilag 3	2008	2009	2010	2011
AKTIVER				
Goodwill	447	663	651	373
Rettigheder	1867	2100	1540	1221
CO2-Kvoter	0	0	182	834
Færdiggjorte udviklingsprojekter	218	245	357	279
Udviklingsprojekter under udførelse	189	144	21	22
Grunde og bygninger	2949	3013	2859	4142
Produktionsanlæg	40646	50827	57502	65438
Efterforskningsaktiviteter	2784	2997	975	1611
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	216	267	205	282
Materielle aktiver under opførsel	7400	13026	19144	23037
Kapitalandele i ass. Virksomheder	3306	3605	2919	3226
Aktiver bestemt for salg	187	76	845	684
Materielle aktiver	60209	76963	87200	101149
Udskudt skat, langfristet	13	281	404	181
Tilgodehavender, langfristet	1980	3596	2862	3314
Varebeholdninger	3918	3064	3091	4244
Tilgodehavender, kortfristet	36073	27783	31614	32492
Selskabsskat	11	422	27	19
Netto driftsaktiver	102204	112109	125198	141399
Andre værdipapirer og kapitalandele	85	1374	374	418
Værdipapirer	753	2570	7620	9914
Overskydende likvide beholdninger	3043	4499	4147	2342
Finansielle aktiver	3881	8443	12141	12674
Samlede aktiver	106085	120552	137339	154073
Passiver				
Aktiekapital	2937	2937	2937	2937
Reserver	9950	9256	8287	7913
Overført resultat	23242	23944	26278	27943
Foreslået udbytte	1926	481	2203	1457
EK tilhørende aktionærer i DONG Energy	38055	36618	39705	40250
Minoritetsinteresser	47	102	3515	7952
Total Egenkapital	38102	36720	43220	48202
Hybrid kapital	8088	8088	8088	9538

Obligationslån, lang	7734	22549	22833	18961
Kreditinstitutter, lang	9277	10859	10673	15754
Obligationslån, kort	160	0	3737	3717
Kreditinstitutter, kort	1952	1798	660	1795
Forpligtelser ved. Aktiver bestemt for salg	87	0	163	385
Finansielle forpligtigelser	27298	43294	46154	50150
Udskudt skat, lang	5461	6666	8188	9336
Pensionsforpligtelser	38	21	22	15
Hensatte forpligtelser, lang	5466	7260	9418	11936
Anden gæld, lang	1624	1970	1688	2329
Hensatte forpligtelser, kort	229	212	444	517
Anden gæld, kort	27447	24370	27584	30825
Selskabsskat	420	39	621	763
Driftsforpligtelser	40685	40538	47965	55721
Samlede passiver	106085	120552	137339	154073
Check	0	0	0	0

Rapporteret tal – Bilag 4

Resultatopgørelsen, beløb i mio. kr	2008	2009	2010
vækst		-19%	11%
Omsætning	60777	49262	54598
vækst		-14%	-11%
Andre Driftsposter	-52773	-45505	-40509
Brændsel og Energi	-48793	-41303	-31436
Andre eksterne omkostninger	-776	-665	-6365
Personale omkostninger	-3253	-3735	-2946
Andre driftsindtægter, netto	49	198	238
EBITDA	8004	3757	14089
Resultat v. salg virksomheder	917	-62	905
Resultatandel af ass. selskaber	-48	74	77
Af- og nedskrivninger	-4377	-4476	-6015
Resultat af primær drift (EBIT)	4496	-707	9056
Vækst		-116%	-1381%
Finansielle poster	-1	-1945	-2609
Finansielle indtægter	2746	2662	3407
Finansielle omkostninger	-3880	-4024	-5002
Dagsværdi af visse sikrings instrumenter	1133	-583	-1014
Resultat før skat	4495	-2652	6447
Årets skat	-2924	-1269	-2997
Årets resultat	1571	-3921	3450
Margin	3%	-8%	6%
vækst		-350%	-188%
Margins			
EBITDA margin	13%	8%	26%
EBIT margin	7%	-1%	17%
Net Income margin	3%	-8%	6%

Balancen	2008	2009	2010	2011
AKTIVER				
Goodwill	447	663	651	373
Rettigheder	1867	2100	1540	1221
CO2 kvoter			182	834
Færdiggjorte udviklingsprojekter	218	245	357	279
Udviklingsprojekter under opførelse	189	144	21	22
Immaterielle aktiver	2721	3152	2751	2729
Grunde og bygninger	2949	3013	2859	4142
Produktionsanlæg	40646	50827	57502	65438
Efterforskningsaktiviteter	2784	2997	975	1611
Materielle aktiver under opførelse	7400	13026	19144	23037
Driftsmaterialer og inventar	216	267	205	282
Materielle aktiver	53995	70130	80685	94510
Kapitalandele i ass. Selskaber	3306	3605	2919	3226
Andre værdipapirer og kapitalandele	85	1374	374	418
Udskudt skat	13	281	404	181
Tilgodehavender	1980	3596	2862	3314
Finansielle aktiver	5384	8856	6559	7139
Langfristede aktiver	62100	82138	89995	104378
Varebeholdninger	3918	3064	3091	4244
Tilgodehavender	36073	27783	31614	32492
Selskabsskat	11	422	27	19
Værdipapirer	753	2570	7620	9914
Likvide beholdninger	3043	4499	4147	2342
Kortfristede aktiver	43798	38338	46499	49011
Aktiver bestemt for salg	187	76	845	684
Samlede aktiver	106085	120552	137339	154073
Passiver				
Aktiekapital	2937	2937	2937	2937
Reserver	9950	9256	8287	7913
Overført resultat	23242	23944	26278	27943

Foreslået udbytte	1926	481	2203	1457
Egenkapital tilhørende Dong Energys aktionærer	38055	36618	39705	40250
Minoritetsinteresser	47	102	3515	7952
Hybridkapital	8088	8088	8088	9538
Total Egenkapital	46190	44808	51308	57740
Udskudt skat	5461	6666	8188	9336
Pensionsforpligtelser	38	21	22	15
Hensatte forpligtelser	5466	7260	9418	11936
Obligationslån	7734	22549	22833	18961
Kreditinstitutter	9277	10859	10673	15754
Andre gældsforpligtelser	1624	1970	1688	2329
Langfristede forpligtigelser	29600	49325	52822	58331
Hensatte forpligtelser	229	212	444	517
Obligationslån	160	0	3737	3717
Kreditinstitutter	1952	1798	660	1795
Andre gældsforpligtelser	27447	24370	27584	30825
Selskabsskat	420	39	621	763
Kortfristede forpligtigelser	30208	26419	33046	37617
Forpligtelser vedr. Aktiver bestemt for salg	87		163	385
Samlede passiver	106085	120552	137339	154073
Check	0	0	0	0

Nøgletalsanalyse - Bilag 5	2008	2009	2010	2011
Niveau 1				
ROE	14,42%	0,28%	7,21%	6,43%
ROIC	7,54%	2,57%	5,75%	4,81%
FGEAR	61,46%	94,91%	78,70%	77,75%
r	4,32%	3,14%	3,33%	2,30%
SPREAD	3,22%	-0,57%	2,43%	2,51%
Niveau 2				
DO	7,63%	3,73%	8,14%	7,05%
AOH	0,99	0,69	0,71	0,68
ROIC	7,54%	2,57%	5,75%	4,81%
Niveau 3				
Bruttoavanceprocent	19,72%	16,16%	42,42%	46,31%
Personaleomkostninger	5,35%	7,58%	5,40%	6,15%
Af- og nedskrivninger	7,20%	9,09%	11,02%	13,13%
Andre eksterne omkostninger	1,28%	1,35%	11,66%	13,49%
OGsalg før skat	5,89%	-1,86%	14,35%	13,54%
Skat	-4,81%	-2,58%	-5,27%	-5,83%
OGsalg	1,08%	-4,44%	9,08%	7,71%
Andre poster efter skat	3,35%	-0,76%	0,38%	0,23%
Totalindkomst	9,04%	0,21%	5,71%	5,31%

Wacc Beregning – Bilag 6

Egenkapitalforrentning

r =risikofri rente	1,58%
Beta = risiko	0,85
Risiko præmie	6,50%

Egenkapitalforretning 7,10500%

Afkastkrav fremmede finansiering

r =risikofri rente	1,58%
Selskabsspecifikt tillæg	0,72%
Skat	25,00%

Fremmede finansiering 2%

Wacc

Wacc EK-forrentning	0,03753194
Wacc FF-forretning	0,00755538

WACC 5%

Budget – Bilag 7

Periode	Terminal						
	0	1	2	3	4	5	
2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	
2011							
2011	60190	63200	65728	67699	69730	71125	
	26484	27808	28920	29788	30681	31295	
	4966	5144	5350	5511	5676	5790	
Omsætning							
Bruttoavance							
DO efter skat							
Omsætningvækst		0,03	0,05	0,04	0,03	0,03	0,02
Bruttoavance		44%	44%	44%	44%	44%	44%
OG før skat		11%	11%	11%	11%	11%	11%
skat sats		25%	26%	26%	26%	26%	26%
AOH	0,68	0,68	0,73	0,74	0,75	0,76	0,77
1/AOH	1,47	1,47	1,37	1,35	1,33	1,32	1,30
NDA	85678	88248	86575	88821	90266	91751	92370
Ændring i NDA		2570	-1674	2246	1445	1485	620

Valuation - Bilag 8

Budget i mio. kr.							Terminal
	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
	0	1	2	3	4	5	6
DO		4966	5214	5423	5585	5753	5868
NDA	85678	60190	63200	65728	67699	69730	71125
Ændring i NDA		-25488	3010	2528	1972	2031	1395
FCFF		30454	2204	2895	3613	3722	4473
WACC	5%						
Steady state	2%						
DCF							
							Terminal
	0	1	2	3	4	5	6
FCF		30454	2204	2895	3613	3722	4473
PV af FCF		29140	2018	2536	3029	2985	3433
PV Budget	43141						
PV Terminalværdi	139588						181871,5613
							Terminalværdi
Værdi af kernerdriftsaktivitet	182730						
NFF	50150						
Værdi ikke driftsmæssige aktiver	12674						
Værdi af egenkapital (EK)	145254						
Mio. kr.	145.253,89 kr						

RIDO

							Terminal
	0	1	2	3	4	5	6
DO		4966	5214	5423	5585	5753	5868
NDA	85678	60190	63200	65728	67699	69730	71125
RIDO		1103	2500	2573	2622	2700	2724
PV af RIDO		1055	2289	2254	2198	2166	2091
PV Budget	12053						
							110746,5421
PV af terminalværdi	84999						Terminalværdi
Værdi af kernerdriftsaktivitet	182730						
NFF	50150						
Værdi ikke driftsmæssige aktiver	12674						

Værdi af egenkapital (EK) 145254

Mio. kr. 145.253,89 kr