

Finansministeriet

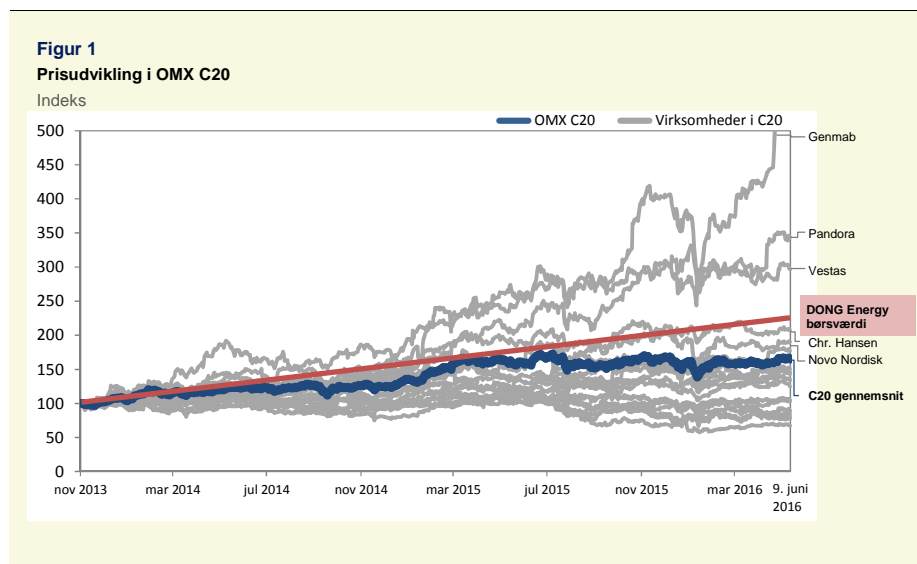
Notat

15. juni 2016

Værdiudviklingen i DONG Energy siden kapitaludvidelsen

I forbindelse med kapitaludvidelsen blev DONG Energy værdiansat til 31,5 mia. kr. Efter kapitaludvidelsen på i alt 13,3 mia. kr. var værdien af DONG Energy 44,8 mia. kr. Ved børsnoteringen blev selskabet værdiansat til 98,2 mia. kr., hvilket svarer til en værdistigning på 119 pct. siden kapitaludvidelsen.

Værdistigningen i DONG Energy siden kapitaludvidelsen sammenlignet med C20-selskaberne fremgår af figur 1. Til sammenligning er det danske OMX C20-indeks i samme periode steget 65 pct. En femtedel af selskaberne i OMX C20-indekset har haft værdiudvikling der er på niveau eller højere end værdiudviklingen i DONG Energy.



Kilde: NASDAQ OMX

Anm: Baseret på en prissætning af DONG Energy ved kapitaludvidelsen på 44,8 mia kr. Værdiudviklingen er målt fra aftaletidspunktet med de nye investorer (Goldman Sachs, ATP og PFA) fra kapitaludvidelsen.

Således har fire C20 selskaber oplevet følgende værdistigninger i samme periode:

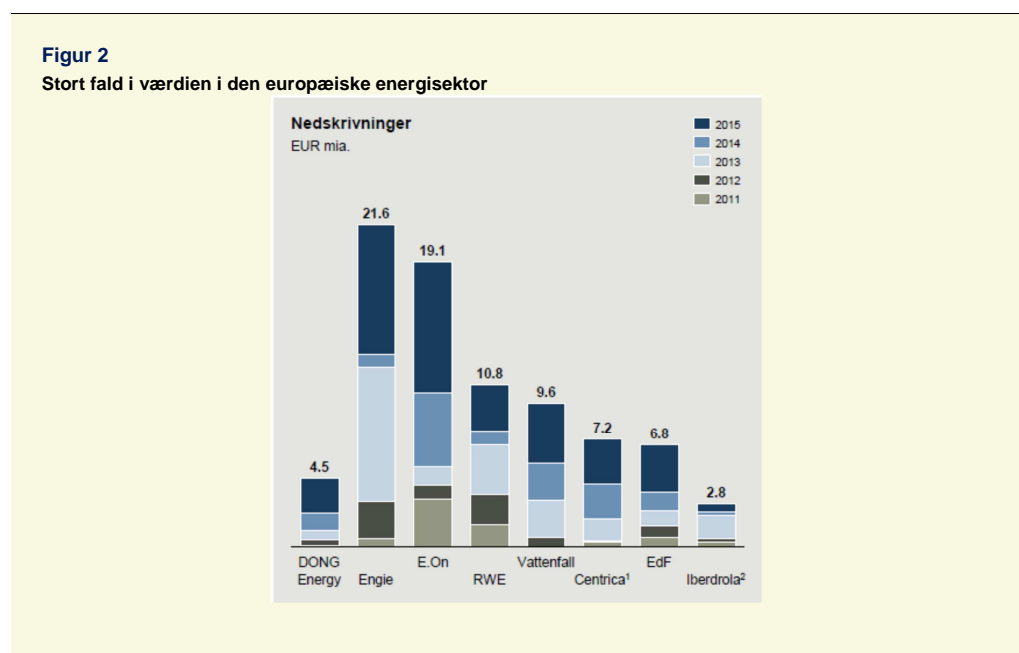
- Genmab: 442 pct.
- Pandora: 244 pct.
- Vestas: 197 pct.
- Chr. Hansen: 107 pct.

Den forventede værdistigning i DONG Energy vurderes derfor ikke at være ualmindelig, når der sammenlignes med andre C20 selskaber.

Værdiudviklingen i DONG Energy kan forklares med følgende forhold:

Genopretning af DONG Energys økonomi – har givet mulighed for vækst

I 2013 befandt DONG Energy sig i den situation, at udviklingen i energipriserne på de europæiske gasmarkeder havde været ugunstig. Og i lighed med de andre europæiske energiselskaber var selskabets indtjening markant lavere end forventet. Dette førte til betydelige nedskrivninger og fald i værdien i den europæiske energisektor, jf. figur 2.

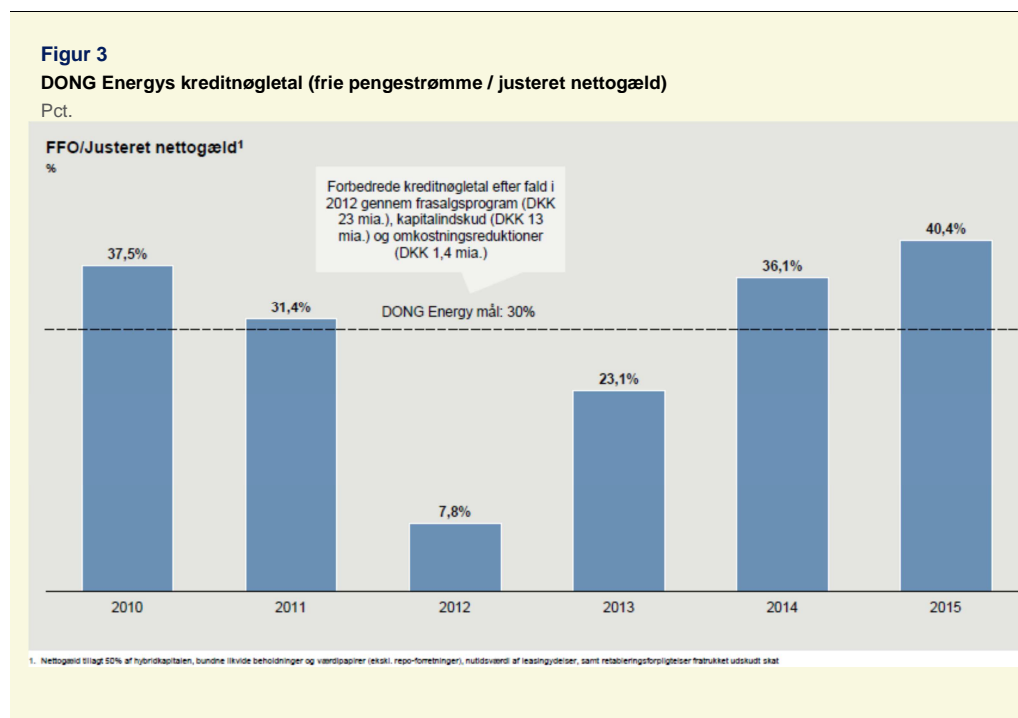


Kilde: DONG Energy.

DONG Energy's kreditnøgletal faldt som følge af denne udvikling markant. Og som resultat heraf blev selskabet også nedjusteret af rating-bureauerne og med en udsigt til eventuelle yderligere nedjusteringer.

Som konsekvens heraf fremlagde DONG Energy i begyndelsen af 2013 en finansiel handlingsplan, der skulle genoprette selskabets økonomi, og samtidig give selskabet mulighed for at fastholde sit omfattende investeringsprogram. Handlingsplanen indebar foruden ny kapital, et større frasalgprogram og omkostningsreduktioner.

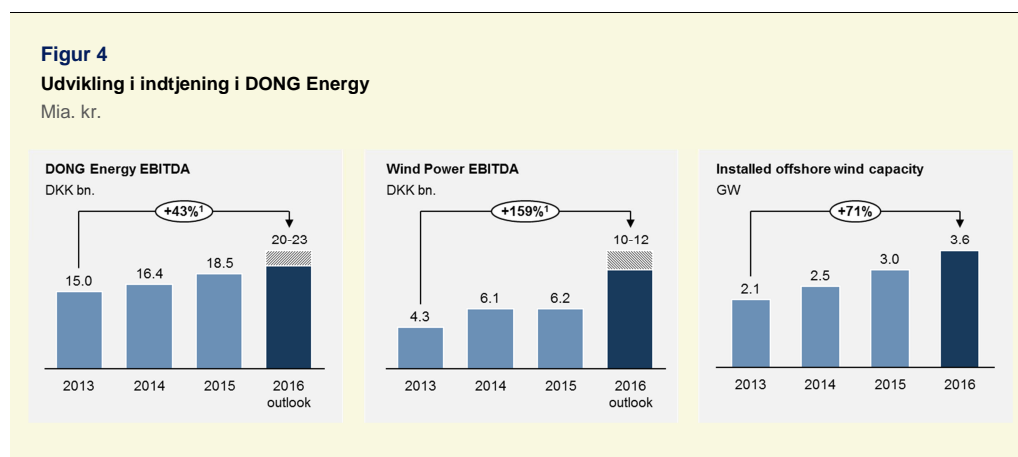
Med gennemførelsen af den finansielle handlingsplan blev DONG Energys kapitalstruktur genoprettet, jf. figur 3.



Kilde: DONG Energy.

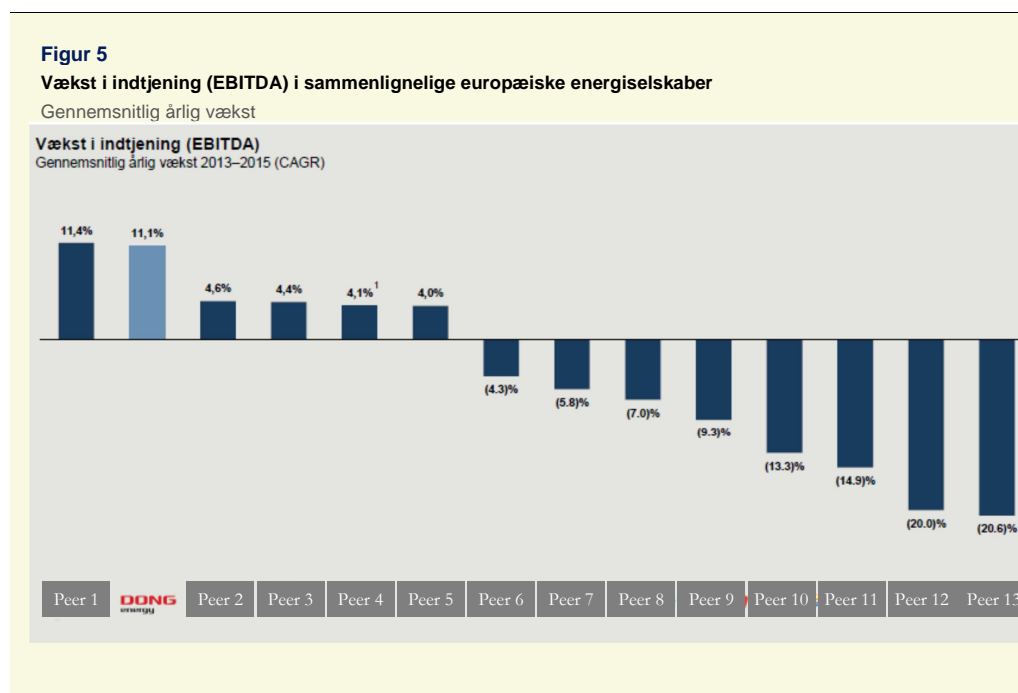
Kapitaludvidelsen samt gennemførelsen af frasalg og omkostningsreduktioner gav dermed også DONG Energy mulighed for at fortsætte de markante investeringer i udbygning af havvindmøleparker i Nord- og Vesteuropa.

Som følge heraf er den underliggende driftsindtjening (EBITDA) steget betydeligt i løbet af de sidste tre år, *jf. figur 4*. Driftsindtjeningen er således steget fra 15 mia. kr. i 2013, til 20-23 mia. kr. i 2016. Denne stigning skyldes især en stigning i driftsindtjeningen for vindforretningen, der er steget fra 4,3 mia. kr. til 10-12 mia. kr. Denne stigning er underbygget af, at antallet af opførte vindparker er steget med 71 pct. siden 2013.



Kilde: DONG Energy

DONG Energys indtjening vokser således også hurtigere end de fleste andre europæiske energiselskaber, *jf. figur 5*.



Kilde: DONG Energy.

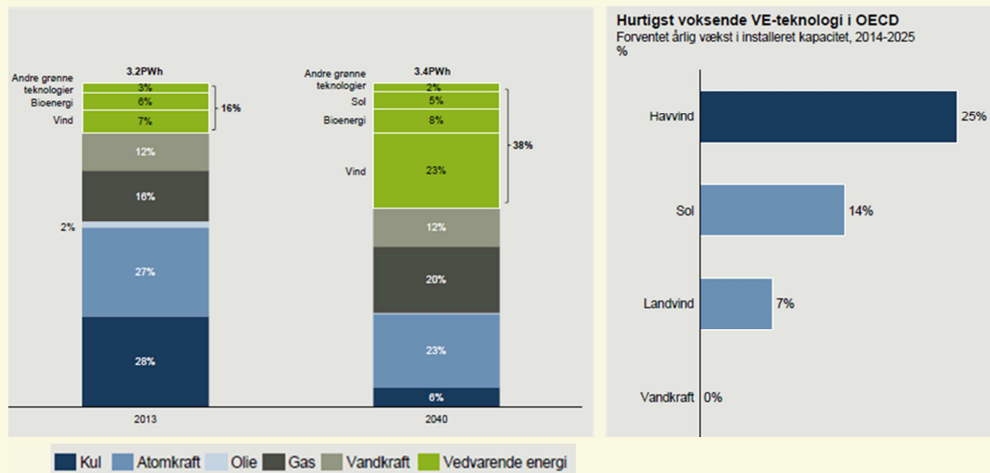
Herudover har DONG Energy siden 2013 fået fuld sikkerhed for udbygningen af yderligere havvindmølleparker frem mod 2020, hvilket vil indebære en forøgelse af den opførte havvindmøllekapacitet på 86 pct. sammenlignet med 2016.

DONG Energy har etableret selskabet som verdens førende indenfor havvind – den hurtigst voksende vedvarende energikilde

Der forventes i de kommende år en strukturel omstilling af den europæiske energiproduktion med stigende efterspørgsel efter vedvarende energiproduktion. Dette skyldes blandt andet, at den europæiske energipolitik understøtter udbygningen af vedvarende energikilder, men også at vedvarende energikilder erstatter aldrende kraftværker. Samtidig indebærer de lave energipriser udfordrende markedsvilkår for konventionel energiproduktion, ligesom atomkraftprojekter er præget af betydelige forsinkelser og budgetoverskridelser.

Vindproduktion forventes at udgøre en betydelig del af den samlede energiproduktion i fremtiden, ligesom havvind forventes at være den hastigst voksende vedvarende energikilde, *jf. figur 6*.

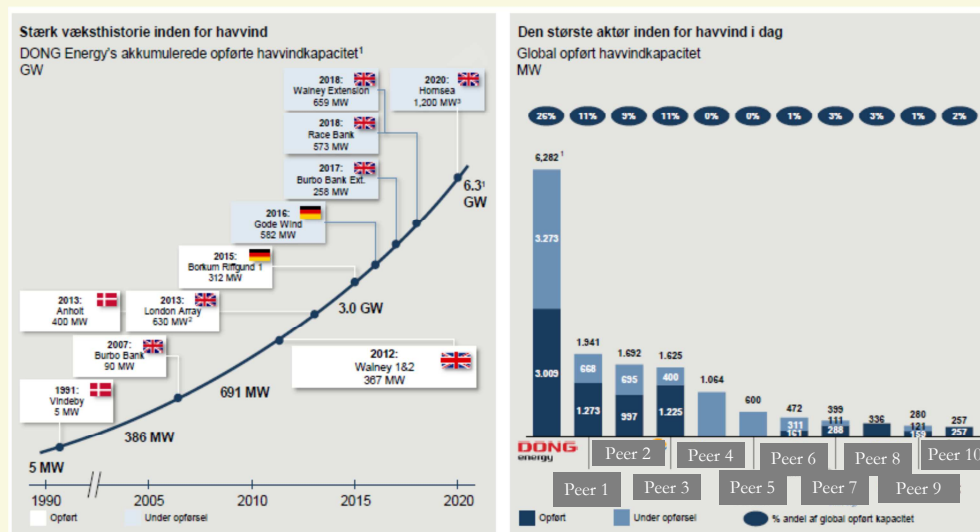
Figur 6
Vedvarende energiproduktion forventes at være voksende – og særligt havvind



Kilde: DONG Energy.

De markante investeringer i udbygning af havvindmølleparker, som er muliggjort af gennemførelsen af den finansielle handlingsplan inkl. kapitaludvidelsen, har indebåret, at DONG Energy har transformeret selskabets forretningsmodel hurtigere end de fleste andre sammenlignelige europæiske energiselskaber. Som konsekvens heraf er DONG Energy i dag det energiselskab i verden, der har opført mest havvindkapacitet, jf. figur 7.

Figur 7
DONG Energy er globalt førende inden for havvind



Kilde: DONG Energy.

Selskabet har siden kapitaludvidelsen truffet endelig investeringsbeslutning om seks vindmølleparker, deriblandt Hornsea 1, verdens største vindmøllepark. Selvom der allerede på tidspunktet for kapitaludvidelsen var planer om visse af disse vindmølleparker, så havde selskabet på dette tidspunkt ikke været igennem den auktionsproces hvor selskabet konkurrerer om retten til subsidier med andre selskaber. Derved var det usikkert, om vindmølleparkerne skulle bygges og til hvilket niveau i subsidier, hvilket af markedet derfor ikke bliver tillagt fuld værdi, når de værdifastsætter selskabet.

Det bemærkes desuden, at markedet for havvind er modnet betydeligt siden kapitaludvidelsen, hvilket betyder, at selskabet kan tiltrække investorer til selskabets vindmølleparker fra en bredere kreds og til en bedre pris end ved kapitaludvidelsen.

DONG Energy er som markedsleder godt positioneret til at fortsætte sin vækst indenfor havvind. Selskabet har således allerede identificeret en række nye projekter indenfor havvind efter 2020 som vil kunne understøtte denne vækst.

Vedvarende energiproduktion er derudover kendetegnet ved under de nuværende reguleringsregimer at modtage en fast tarif og dermed være mindre afhængig af udsving på energimarkedene. Som følge af den markante udvikling i havvindmølleforretningen udgør den regulerede indtjening, hvilket har mindre risiko for investorerne, en langt højere andel af DONG Energys samlede indtjening. Kvaliteten af DONG Energys indtjening set fra et investorperspektiv har således fået en højere kvalitet, ikke mindst set relativt til de dårlige muligheder for afkast på fx obligationer.

Det betyder også, at andre selskaber inden for vindenergiområdet har oplevet en stor værdistigning. Vestas har således oplevet en værdistigning på 197 pct. i samme periode.