

13. december 2004

Svar på Det Energipolitiske Udvalgs spørgsmål nr. 18 ad L 99 af 10. december 2004

Spørgsmål:

”Ministeren bedes for hvert af nedenstående fire punkter ordret gengive de tekstafsnit i den af finansministeren fremsendte rapport ”Privatiseringsalternativer for DONG A/S”, hvor følgende analyseres:

- a. Oversigt over den europæiske olie-, gas- og elektricitetssektor.
- b. Markedstendenser i olie-, gas- og forsyningsvirksomhed i Danmark og Europa.
- c. Efterspørgsel efter gas-, elektricitets- og efterforsknings- og produktionselskaber på børsmarkederne.
- d. Industrielle investorers efterspørgsel i forhold til DONG.”

Svar:

Ad a: Der findes ikke i rapporten en samlet oversigt over den europæiske olie-, gas- og elektricitetssektor, men mange af de relevante energiselskaber omtales i forskellige sammenhænge, jf. bl.a. nedenfor.

Ad b: Markedstendenser i olie-, gas- og elektricitetssektoren i Danmark og Europa beskrives flere steder i rapporten, herunder bl.a.:

”2.16. En omfattende omstrukturering finder sted i el- og gassektoren som følge af EUs liberalisering af energimarkedene. Statsejede gas- og elselskaber, der forsyner egne indenlandske markeder, erstattes gradvis af privatiserede internationale energiselskaber, der handler på tværs af landegrænser og regioner. Selskaberne fokuserer på deres kernevirkosomhed som energileverandør og konsoliderer sig for at beskytte/udvikle deres markedspostion ved at skabe synergier og opnå besparelser gennem effektiv drift. Konvergens mellem gas og elektricitet har været et vigtigt element i denne konsolidering.

2. 17. DONGs strategi stemmer overens med nedenstående udviklingstendenser:

- Skiftet fra fokusering på olie til gas inden for efterforskning og produktion øger selskabets fokus og fremhæver forsyning som selskabets kerneaktivitet. Cash flows fra olieproduktionsvirksomheden vil blive anvendt til implementering af denne strategi.

- Planerne om delvis at erstatte faldende gasmængder fra DUC med egenproduktion er en strategi, der forfølges af en række gasforsynings-selskaber, som søger opstrømsintegration.
- DONGs udvidelse af gasforsyningsvirksomheden over for slutforbrugere i andre lande i Nordeuropa er et fornuftigt modtræk til de uundgælige indhug, som andre foretager på hjemmemarkedet, og i overensstemmelse med reaktionen fra mange andre forsyningsselskaber.
- Hvis elstrategien lykkes, burde den:
 - skabe et større selskab, der afspejler den konsolidering, der finder sted andre steder i Europa;
 - føre til stordriftsfordele inden for drift, markedsføring og indkøb;
 - føre til en stærkere forhandlingsposition over for leverandører;
 - give DONG mulighed for at tilbyde kunderne multibrændsel; og
 - eventuelt give lettere adgang til lånemarkedet.”

Samt:

”5.3. Flertallet af de privatiseringer af energiselskaber, der har fundet sted i Europa indtil i dag, har været olieselskaber eller elselskaber, og der har været relativt få privatiseringer af rene gasselskaber. Dette afspejler mere eller mindre den historiske udvikling i gassektoren i Vesteuropa og manglen på rene gasselskaber og ikke så meget en fundamental uvilje mod gasselskaber fra aktiemarkedernes side (faktisk er der en række forholdsvis rene børsnoterede gasselskaber i Europa). På nogle markeder (f.eks. det tyske) er gas integreret med elektricitet, medens gas (i hvert fald historisk) på andre (f.eks. det italienske og spanske) var integreret med olieselskaberne. Andre steder som f.eks. i Grækenland og Portugal er gasmarkedet forholdsvis nyt og udviklet delvist i privat regi.

Tabel 3 – Børsnoterede europæiske gasselskaber

Selskab	Aktiviteter	Markedsværdi (mio.kr.)
Gas Natural	Gasdistribution- og -forsyning	67.488
Centrica	Gasforsyning og -lagring	109.018
Snam Rete	Gas Gastransport	53.598
Enagas	Gasimport, -transport og -lagring	16.718
Distrigaz	Handel med naturgas	8.489
Fluxys	Gastransport	7.946”

Ad c: En vurdering af efterspørgslen efter gas-, elektricitets- og efterforsknings- og produktionsselskaber på børsmarkederne, herunder konkret i forhold til DONG, fremgår af følgende tekstafsnit fra rapporten:

”5.2. En børsintroduktion indebærer et salg af aktier til offentligheden og institutionelle investorer – indenlandske såvel som udenlandske – sammen

med notering på Københavns Fondsbørs (og muligvis en eller flere andre børser). Der er mange fortilfælde med privatisering af energiselskaber ved børsintroduktion i Vesteuropa, hvor selskaber som f.eks. Public Power Corporation (Grækenland), Snam Rete Gas (Italien), Electricidade de Portugal (Portugal) og Enel (Italien) i de senere år er blevet privatiseret på denne vis. Andre lignende transaktioner overvejes med kommende børsintroduktioner af selskaber som f.eks. EDF, GDF (begge fra Frankrig) og Terna (Italien). Danmark har ligeledes gode erfaringer med privatiseringer ved børsintroduktion, skønt ingen til dato har fundet sted i sektorer, der er sammenlignelige med DONGs.

5.4. Et selskabs tiltrækning for aktiemarkedsinvestorer afhænger af:

- investorenes kendskab til – og ledelsens evner til at gøre rede for – forretnings sammensætningen
- en klar og velformuleret strategi – og bevis på selskabets villighed og evne til at implementere denne
- kvaliteten af selskabets indtjening, dets budgetterede vækst og/eller tidligere udbytter
- markedets opfattelse af ledelseskvaliteten
- selskabets markedsværdi, likviditeten af dets aktier og omfanget af aktiens indlemmelse i de største markedsindekser”

5.5. Nøglen til en vellykket børsintroduktion ligger i DONGs ”egenkapitalhistorie” (”equity story”), der kommunikerer til potentielle investorer på tidspunktet for børsintroduktionen. Denne vil danne grundlag for en ekstern vurdering af selskabet, dets fremtidsudsigter og således dets ”værdi” for det finansielle investeringssamfund. Vores vurdering er, at DONG i sin eksisterende form med nogen udvikling af den foreslåede strategi og forretningsplan kan bruges til at skabe en levedygtig egenkapitalhistorie for selskabet, så det kan sælges til investorerne til en acceptabel pris. Skønt dets nuværende forretnings sammensætning og den sandsynlige udvikling heraf ikke i sig selv fører til en overbevisende egenkapitalhistorie, mener vi, at det vil være muligt at gøre den troværdig med nogen omstrukturering og øget fokus på kerneforretningsområder som foreslået i selskabets forretningsplan. Hvis DONG før børsintroduktionen har været i stand til at implementere en betydelig del af sin strategi (uden at betale for meget herfor), vil det forbedre egenkapitalhistorien og formentlig inddebære en højere rating.”

5.6. DONGs eksisterende virksomhed omfatter en usædvanlig kombination af en relativ lille og hovedsagelig olieproducerende E&P-virksomhed med kort levetid, en gasforsyningsvirksomhed domineret af grossisthandel og sin historiske position som eneleverandør, en reguleret infrastrukturvirksomhed og minoritetsaktieposter i Elsam og NESAs. Det logiske i at kombinere olieproduktion og midtstrømsgasvirksomhed er begrænset, og den for nylig vedtagne ”gasproduktions”-strategi har endnu ikke vist sit

værd. Minoritetsaktieposten i Elsam vil være en kilde til usikkerhed for aktiemarkedene: er DONG et gasselskab eller bliver DONG et multiforsyningsselskab? Vil DONG være i stand til at implementere elstrategien med succes? Vil DONG være i stand til at opnå dette til en rimelig/acceptabel pris? Det fælles tema for vellykkede ”egenkapitalhistorier” på markedet er stærkt fokuserede selskaber, som koncentrerer sig om kernekompetenceområder, og som anvender disse til at øge virksomhedens afkast. DONGs forretningsstrategi skal præsenteres på en sådan måde, at den passer godt sammen med dette tema.

5.7. Desuden findes der intet nært sammenligneligt selskab med DONG, hvilket kan gøre markedsføringen af DONG over for aktieinvestorerne temmelig udfordrende. Investorers manglende kendskab til DONGs nuværende forretningsmodel betyder, at DONGs logik og evne til at skabe shareholder value kræver en detaljeret redegørelse. Det påhviler derfor ledelsen at forklare sig over for investorerne. Investorerne vil overveje at investere i det omfang, redegørelsen har overbevist dem om, at der er tale om en attraktiv investeringsmulighed.

5.8. På trods af disse udfordringer burde det være muligt at præsentere det eksisterende DONG som en bæredygtig investeringsmulighed:

- som en aktør i energikonsolideringen i Danmark og de nordiske lande
- med en evne til at realisere synergier og vækst gennem implementering af DONGs multiforsyningsstrategi,
- og med de nuværende betydelige cash flows til finansiering af gas- og elstrategien”

5.9. Hvis DONG færdiggør implementeringen af sin elstrategi, vil det i højere grad blive opfattet af aktiemarkedet som et forsyningsselskab, E&P-indholdet i indtjeningen vil blive reduceret, og egenkapitalhistorien og ratingen vil blive forbedret. Størrelsen på og ”formen” af DONGs virksomhed, investorernes opfattelse af ledelsens villighed og evne til at opfylde en multiforsyningsselskabsstrategi og spredningen af DONGs indtjening vil blive betydeligt forbedret, under forudsætning af at dette kan opnås uden at betale for meget. DONG vil ved at tilføje en meningsfyldt elvirksomhed til deres nuværende gasaktiviteter kunne markedsføres som et multiforsyningsselskab med gas og elektricitet under fælles organisatorisk ejerskab. Dette passer fint med den konvergenstendens, der ses overalt i Europa, og som har investeringssamfundets opbakning.”

Ad d: En beskrivelse af industrielle investorers efterspørgsel i forhold til DONG fremgår bl.a. af følgende tekstafsnit fra rapporten:

”5.10. Fremgangsmåden ved et salg af en aktiepost til en strategisk partner eller en finansiel investor er stort set den samme, selvom de to typer investorers værdiansættelse af DONG kan være forskellig. En strategisk

(eller industriel) partner har en direkte interesse i det overtagne selskabs virksomhed, der overstiger de rent finansielle overvejelser (skønt de strategiske aspekter i sidste ende bør udmønte sig i økonomiske resultater). Generelt burde partnerskabet føre til markedsførings- eller omkostnings-synergier, hvorved værdien af begge virksomheder øges. For at realisere sådanne synergier vil partneren ønske at kontrollere ledelsen i det overtagne selskab og forvente enten at erhverve en majoritetsinteresse fra begyndelsen eller være i stand til det på kort eller mellemlang sigt.

5.11. Vi forventer, at et begrænset antal europæiske forsyningsselskaber vil være interesserede i et strategisk samarbejde med DONG i selskabets nuværende form. Vi har drøftet dette med en række potentielle samarbejdspartnere/industrielle købere af hele DONG eller en del deraf. Fire af de adspurgte selskaber gav udtryk for interesse for DONG som helhed, og fire udviste interesse for E&P, hvis aktiviteten blev solgt separat. Selvom de, der var interesserede i et strategisk samarbejde med DONG som helhed, var parate til først at erhverve en minoritetsinteresse, ville alle kræve ledelseskontrol såvel som en mulighed for at erhverve en majoritetsaktiepost på mellemlangt sigt.

Privatiseringer ved salg til en industriel køber er talrige også i Danmark. Et sådant salg er særligt velegnet til mindre statsejede aktiver, mens større enheder som f.eks. teleselskaber typisk går børsvejen. I Europa har man set mange privatiseringer af store forsyningsselskaber ved salg til en industriel køber (Berliner Wasserbetriebe (Tyskland), Birka (Sverige), Transgas (Den Tjekkiske Republik) og Galp (Portugal), skønt flertallet af europæiske nationale forsyningsselskaber er blevet privatiseret ved børsintroduktion.”

Og endvidere af:

”5.18. Erhvervelsen af 100 % af DONG i selskabets nuværende form vil appellere til industrielle investorer, da det vil give dem fuld kontrol og derved bane vej for hurtig realisering af synergier mellem de to selskaber og undgå et behov for en (muligvis svær og kompliceret) fælles ledelse (se nedenfor). Skønt værdien af DONGs egenkapital på grundlag af det nuværende gearingsniveau betyder, at det er en ”stor” erhvervelse for to af de fire selskaber, der har vist interesse i selskabet som helhed, kan DONGs balance bære betydeligt mere gæld, hvorved den strategiske partners finansieringsbehov vil blive reduceret. Ved et salg af 100 % af selskabet til en industriel køber undgår man også risikoen for, at staten står tilbage med en aktiepost, som den ikke senere uden besvær kan realisere til fuld værdi – uanset foranstaltninger med henblik på dette (se nedenfor).”