

Finansministeriet
Christiansborg Slotsplads 1
1218 København K
(the "Ministry of Finance")

2 December 2013

For the attention of Peter Brixen

Dear Sirs and Madams,

Fairness Opinion – Placement of new ordinary shares by DONG Energy A/S

According to the Investment Agreement and Shareholders' Agreement dated 29 November 2013, it has been agreed that DONG Energy A/S (Business Registration No. CVR 36213728), a limited liability company incorporated in Denmark with its registered address at Kraftværksvej 53, Skærbæk, 7000 Fredericia, Denmark, ("DONG Energy", the "Company") is to complete a placement of new ordinary shares or issue new equity linked securities to new equity investors (the "New Investors") with the intention to raise at least DKK 11 billion of new equity capital in DONG Energy (the "Transaction").

The Company together with its financial advisers, Morgan Stanley & Co. International plc and Nordea Bank Danmark A/S, initiated a competitive offering process (the "Process") in March 2013 with the intention to complete the Transaction by targeting institutional and private equity investors based in Denmark and abroad. Following this Process, the New Investors have submitted an offer (the "Offer") to subscribe for a minority equity stake in DONG Energy.

Pursuant to the Offer, and subject to the terms and conditions (the "Terms and Conditions") set forth therein, the New Investors shall, and the Company shall take such steps and do such further acts as are required to allow the New Investors to, subscribe for new shares in the Company for the total nominal amount of at least DKK 11 billion at a valuation of 100% of the outstanding shares of DONG Energy prior to completion of the Transaction of DKK 31.5 billion (the "Offer Price").

Danske Bank Corporate Finance (Department of Danske Bank A/S) ("Danske Bank") has been retained as financial adviser to the Ministry of Finance in connection with the Transaction. In your capacity as principal shareholder of the Company, you have asked Danske Bank to render an opinion in relation to the fairness of the Offer Price from a financial point of view, prepared based on the method of opinion described below. Danske Bank will receive a fee for rendering this opinion ("this "Fairness Opinion") and for other financial advisory services provided in connection with the Transaction.

Basis of opinion

In rendering this Fairness Opinion, we have only relied on the following information (the "Information") received from DONG Energy:

- Certain publicly available business and financial information relating to the Company, including but not limited to the annual financial report of DONG Energy for the fiscal year 2012 and the interim financial reports covering the first nine months 2013
- Certain information including the budgets and financial forecasts for DONG Energy as contained in the "DONG Energy HLM F4 2013 pacer" spreadsheet prepared by DONG Energy dated 12 August 2013 (as modified by the F5 2013 forecast dated 15 October 2013 with respect to certain estimates for 2013)
- Certain information contained in the "Investor Management Presentation" dated 16 April 2013, the "Extended Management Presentation" dated 22 May 2013 and other presentation materials prepared by DONG Energy
- Certain other information prepared by DONG Energy and their advisers which we have deemed relevant for this Fairness Opinion, including (i) the Legal Summary Report prepared by Plesner and dated 11 July 2013, (ii) the memorandum prepared under the title "Retsager og voldgiftssager" latest updated as at 4 October 2013 and (iii) information relating to a dispute with SSR Renewables regarding certain matters related to the Walney wind farm, and the financial vendor due-diligence report prepared by PwC and dated 28 June 2013
- The Process Memorandum titled "Placement Process Considerations" dated 1 November 2013 prepared by DONG Energy's financial advisers, Morgan Stanley & Co. International plc and Nordea Bank Danmark A/S
- A written statement (the "Statement") signed by the management board of the Company has confirmed to Danske Bank that to their knowledge after having made due inquiry, and in all material respects:
 - 1) *DONG Energy has made public all information about DONG Energy, which DONG Energy is obliged to make public in accordance with applicable laws and regulations, including but not limited to the rules of relevant stock markets and the Danish Companies Act;*
 - 2) *The annual report of DONG Energy for the accounting year 2012 and interim report for the first nine months of 2013, is true and correct and gives a true and fair view of the Company's financial position and of the results of the operations and cash flows of the Company for the accounting year 2012 and the first nine months of 2013;*
 - 3) *DONG Energy has provided Danske Bank with all information required by us and such information was at the respective times such information was provided to us true and correct;*

- 4) *The "DONG Energy HLM F4 2013 pacer" spreadsheet prepared by DONG Energy dated 12 August 2013 (as modified by your F5 2013 dated 15 October 2013 with respect to certain estimates for 2013) reflects DONG Energy's most recent budgets and forecasts;*
- 5) *Except as disclosed in (i) the Legal Summary Report prepared by Plesner and dated 11 July 2013, (ii) the memorandum prepared under the title "Retsager og voldgiftssager" latest updated as at 4 October 2013 or (iii) a dispute with SSR Renewables regarding certain matters related to the Walney wind farm, no claim, lawsuit, legal or other similar proceeding is pending or to the Company's knowledge threatened against the Company or its subsidiaries or their assets before any court, arbitration tribunal, or administrative body which, if adversely decided, would have a material adverse effect on the business, property, assets, operations or condition (financial or otherwise) of DONG Energy.*

- The term sheet signed on 2 October 2013 by the Kingdom of Denmark and the New Investors in connection with the Transaction.
- The Investment Agreement and Shareholders' Agreement dated 29 November 2013.

Method of opinion

This Fairness Opinion has been prepared based on principles, which we, applying our best professional judgment, have deemed adequate and reasonable.

For the purposes of this Fairness Opinion we have primarily, but not only, based our valuation of DONG Energy on (i) a discounted cash flow analysis on a group, business-unit and asset level, (ii) multiples applied for companies which we in each case have deemed comparable to either DONG Energy as a group or one or more of its business units and (iii) multiples applied in transactions which we in each case have deemed relevant and comparable to the Transaction.

For the purpose of this Fairness Opinion, we have in addition to the above also considered the Terms and Conditions from a financial perspective.

Assumptions

In rendering this Fairness Opinion, we have relied upon and assumed, without independent analysis or verification:

- (a) the accuracy and completeness of the Information, and we have assumed no responsibility for independently verifying the accuracy and completeness of the Information or any part thereof,
- (b) that DONG Energy has submitted to us any and all information which to the best of DONG Energy's knowledge and believe has or might have an impact on our valuation of the Company or this Fairness

Opinion and that the information submitted to us gives a complete and accurate view of the financial position of the Company;

- (c) that the valuation of DONG Energy's assets and liabilities made by the management of DONG Energy as shown in the latest interim report relating to the period from 1 January to 30 September 2013 gives a true and fair view of the Company's financial position at the date of this Fairness Opinion and of the results of the operations and cash flows of the Company for the financial period 1 January to 30 September 2013;
- (d) that the budgets and forecasts for DONG Energy prepared by DONG Energy are true and correct, and that the financial forecasts have been estimated on a reasonable basis reflecting the best available information and well-founded judgements and estimates of the senior management of DONG Energy, and that such forecasts will be realised in the amounts and at the time contemplated thereby;
- (e) that no dividends or other leakages which have not been disclosed or provided for in the Information will be paid or announced prior to the completion of the Transaction by DONG Energy;
- (f) that since the presentation of the most recent annual report of the Company, no events having any material adverse effect on the business, property, assets, operations or condition (financial or otherwise) to the Company has occurred except as disclosed in the Information;
- (g) that any inability or conditions, as the case may be, to obtain regulatory approvals or third party consents to complete the Transaction, if any, will not have any material adverse effect on the business, property, assets, operations or condition (financial or otherwise) of DONG Energy;
- (h) that the Ministry of Finance has received qualified legal advice regarding all relevant legal matters, and that the Ministry of Finance has, *inter alia*, taken such advice into account in its commercial assessments; and
- (i) that the Statement is true and correct.

Qualifications

This Fairness Opinion is subject to the following qualifications:

In the ordinary course of our business, Danske Bank may actively trade the debt securities of DONG Energy and derivatives hereof, for our own account, and for the accounts of customers, and accordingly, may at any time hold a long or short position in such securities.

This Fairness Opinion is based on economic, market, regulatory and other conditions in effect on 2 December 2013, and the information made available to us until that date. It should be pointed out that subsequent developments may have an impact on the valuation of the Company, but we are not under an obligation to update, revise or reconfirm this Fairness Opinion.

We have not verified the Information received or any other information, nor performed any kind of due-diligence investigations.

We have not controlled the consistency of and completeness and accuracy of the Information and any other information received or obtained.

This Fairness Opinion does not contain, neither directly nor indirectly, any position on the value of all or parts of the activities and/or shares of DONG Energy.

This Fairness Opinion contains subjective elements and reflects our best financial assessment.

We do not provide legal, technical, accounting or tax advice, nor are we actuaries and our services do not include actuarial determinations or evaluations, nor did we make an attempt to evaluate any actuarial assumptions. In addition, we have not reviewed any individual credit files nor have we made any independent evaluation or appraisal of the assets and liabilities of DONG Energy or any of its subsidiaries, and we have not been furnished with any such evaluation or appraisal. In that regard, we express no opinion as to the adequacy of the provisions of DONG Energy or any of its subsidiaries.

We have excluded from our analysis any consideration of the tax implications of the Transaction for DONG Energy and the shareholders of DONG Energy.

Governing law; Arbitration

Any dispute arising out of, or relating to, this Fairness Opinion shall be construed in accordance with and governed by the laws of Denmark and shall be finally settled by arbitration in accordance with the rules of the Danish Institute of Arbitration (Copenhagen Arbitration) by three arbitrators. The arbitration procedure shall take place in Copenhagen and shall be carried out in the English language, if so requested by a party.

Reliance

Our advisory services and the opinion expressed herein are provided solely for the information and assistance of the Ministry of Finance in connection with its assessment of the Transaction and may not, without our prior written consent, be relied upon by the Ministry of Finance for any other purpose or be or relied upon by any person other than the Ministry of Finance.

Disclosure

The Ministry of Finance is entitled to disclose this Fairness Opinion in its entirety under the condition that in this regard, it is made clear in writing that (i) this Fairness Opinion is solely prepared for the information and benefit of the Ministry of Finance in connection with their assessment of the Transaction, and that (ii) this Fairness Opinion is disclosed by the Ministry of Finance (or on behalf of the Ministry of Finance) and not by Danske Bank.

This Fairness Opinion may not be summarised, quoted from or included in public documents or otherwise publicly referred to, or be used for any other purpose without the prior written consent of Danske Bank. However, subject to prior written consent by Danske Bank, the Ministry of Finance may disclose this Fairness Opinion in its entirety to (i) the Finance Committee of the Danish Parliament or (ii) the EU Commission in relation to their assessment of the Transaction's compliance with State aid rules subject to the Ministry of Finance stating in a cover letter thereto, that this Fairness Opinion has been made solely for the internal use of the Ministry of Finance in connection with their assessment of the Transaction.

This Fairness Opinion does not constitute a recommendation as to whether or not to complete the Transaction. It must not under any circumstances in whole or in part be made public in or forwarded to persons in or relied on in the United States of America, Canada, Australia and Japan.

Conclusion

Based upon and subject to the content of this letter and based upon such other matters, as we consider relevant, it is our opinion that at the date of rendering this Fairness Opinion, the Offer Price is fair for the Ministry of Finance from a financial point of view

Yours faithfully,
DANSKE BANK
Corporate Finance

Jesper H. Jensen

Thomas Bredsdorff

13/00557-13

Helene Ystanes Føyn

Fra: Thomas Bredsdorff <thomas.bredsdorff@danskebank.dk>
Sendt: 28. november 2013 16:59
Til: Peter Brixen; MORWE@dongenergy.dk
Cc: jbi@plesner.com; thl@plesner.com; nk@bechbruun.com; tts@bechbruun.com; Jesper H. Jensen; Mads Møller; Rasmus Peter Larsen
Emne: Re: Pacer - DONG mgmt. statement og MoF erklæring
Vedhæftede filer: Pacer – Management Statement vFINAL.docx; Pacer – MoF Statement vFINAL.docx

Kære Peter og Morten,

Som aftalt er vedhæftet DONG Management Statement og tilhørende MoF erklæring (datoer opdateret) til eksekvering ifbm signing i morgen kl. 10:

Med venlig hilsen

Thomas Bredsdorff
Director

Danske Bank
Corporate Finance
Holmens Kanal 2-12
DK- 1092 Copenhagen K

Direct (+45) 45 12 80 33
Mobile (+45) 25 27 69 38
Fax (+45) 45 14 92 01

From: Thomas Bredsdorff/THBRE/Intranet/DOB
To: pbr@tm.dk, MORWE@dongenergy.dk
Cc: jbi@plesner.com, nk@bechbruun.com, tts@bechbruun.com, Mads Møller/MADML/Intranet/DOB@DKDOB04, Jesper H. Jensen/JESJENS/Intranet/DOB@DKDOB04, Rasmus Peter Larsen/RASLA/Intranet/DOB@DKDOB04
Date: 12-11-2013 15:58
Subject: Pacer - DONG mgmt. statement og MoF erklæring

Kære Peter og Morten,

Vedhæftet er endelige versioner af DONG Management Statement og tilhørende MoF erklæring efter aftale med Plesner og Bech Bruun (cc) til eksekvering før vi kan afgive Fairness Opinion.

Med venlig hilsen

Thomas Bredsdorff
Director

Danske Bank
Corporate Finance
Holmens Kanal 2-12
DK- 1092 Copenhagen K

Direct (+45) 45 12 80 33
Mobile (+45) 25 27 69 38
Fax (+45) 45 14 92 01

Denne mail kan indeholde fortrolig information. Har du modtaget mailen ved en fejl, beder vi dig derfor informere afsender om fejlen – og efterfølgende slette mailen i dit system uden at videregå eller kopiere den. Selv om mailen og vedhæftede bilag efter vores overbevisning er fri for virus og andre fejl, som kan påvirke computeren eller it-systemet, hvor den modtages og læses, åbnes den på modtagerens eget ansvar. Vi påtager os ikke noget ansvar for tab og skade, som er opstået i forbindelse med at modtage og bruge mailen.

Please note that this message may contain confidential information. If you have received this message by mistake, please inform the sender of the mistake, then delete the message from your system without making, distributing or retaining any copies of it. Although we believe that the message and any attachments are free from viruses and other errors that might affect the computer or IT system where it is received and read, the recipient opens the message at his or her own risk. We assume no responsibility for any loss or damage arising from the receipt or use of this message.

DONG Energy A/S
Nesa Allé 1
2820 Gentofte

29 November 2013

For the attention of the Management Board

Dear Sirs and Madams,

At the request of the Ministry of Finance of Denmark (the "Ministry"), for whom Danske Bank A/S ("Danske Bank", "we" or "us") are acting as financial advisor in connection with a potential placement of new ordinary shares in Dong Energy A/S (Business Registration No. CVR 36213728) ("DONG Energy" or the "Company") (the "Transaction") to institutional or private investors (the "Investors"), we have been asked to render an opinion to the Ministry (the "Fairness Opinion") in relation to the fairness of the Transaction from a financial point of view.

In connection with the Transaction and our role as financial advisor to the Ministry, you have at the request of the Ministry in the interest of the Company and subject to appropriate confidentiality obligations provided us with certain soft and hard copies of information materials, analyses, budgets, forecasts and underlying spreadsheets (the "Material") relating to DONG Energy.

In respect of the Material provided to us, we kindly ask you to confirm that to your knowledge, after having made due inquiry, and in all material respects:

- 1) *DONG Energy has made public all information about DONG Energy, which DONG Energy is obliged to make public in accordance with applicable laws and regulations, including but not limited to the rules of relevant stock markets and the Danish Companies Act;*
- 2) *The annual report of DONG Energy for the accounting year 2012 and interim report for the first nine months of 2013, is true and correct and gives a true and fair view of the Company's financial position and of the results of the operations and cash flows of the Company for the accounting year 2012 and the first nine months of 2013;*
- 3) *DONG Energy has provided Danske Bank with all information required by us and such information was at the respective times such information was provided to us true and correct;*

^

We understand that except as set forth herein no representation or warranty, expressed or implied, is made as to the completeness of the Material. DONG Energy's liability to us resulting from this letter shall be limited to DKK

We further understand that DONG Energy does not undertake any obligation to update the Material. The confirmations set out in this letter only apply as at the date of your countersigning of this statement.

Any dispute arising out of, or relating to, this statement, including any disputes regarding the existence, validity or termination thereof, shall be construed in accordance with and governed by the laws of Denmark, disregarding the Danish choice of law rules to the extent that such rules would otherwise lead to the application of any other law than Danish law, and shall be finally settled by three arbitrators in accordance with the rules of the Danish Institute of Arbitration (Copenhagen Arbitration) in force at the time when such proceedings are commenced. The arbitration procedure shall take place in Copenhagen and shall be carried out in the English language, if so requested by a party.

**Yours faithfully,
DANSKE BANK
Corporate Finance**

Jesper H. Jensen

Thomas Brødsdorf

DONG Energy A/S hereby agrees to and accepts the provisions of this letter and represents and confirms the statements 1) through 5) set forth above:

**For and on behalf of the management board
DONG ENERGY A/S**

By: _____

By: _____

Name: _____

Name: _____

Title: _____

Title: _____

Date: _____

Date: _____

Danske Bank A/S
Holmens Kanal 2-12
1092 København K.

29. november 2013

Under henvisning til vores aftale dateret 13. april 2013 og den fairness opinion, Danske Bank A/S ("Banken") skal udstede vedrørende Pacer i henhold til den nævnte aftale, skal vi hermed bekræfte, at Staten over for Banken tager ansvaret for de oplysninger, DONG Energy A/S ("Selskabet") har stillet til rådighed for Banken, således at Banken kan basere sin fairness opinion på disse oplysninger. Staten bekræfter således, at Staten ikke vil gøre ansvar gældende imod Banken vedrørende den modtagne fairness opinion, i det omfang et sådant ansvar kan henføres til Selskabets afgivelse af fejlagtige eller mangelfulde oplysninger til Banken.

København, den 29. november 2013

Underskrevet for Staten af Finansministeriet

13/00557-14

Helene Ystanes Føyn

Fra: Thomas Bredsdorff <thomas.bredsdorff@danskebank.dk>
Sendt: 5. december 2013 11:04
Til: Peter Brixen
Cc: Mads Møller
Emne: Danica
Vedhæftede filer: DONG Energy.pdf

Kære Peter,

Som aftalt notat fra Danica vedr. DONG:

Med venlig hilsen

Thomas Bredsdorff
Director

Danske Bank
Corporate Finance
Holmens Kanal 2-12
DK- 1092 Copenhagen K

Direct (+45) 45 12 80 33
Mobile (+45) 25 27 69 38
Fax (+45) 45 14 92 01

Danske Bank A/S CVR-nr. 61126228 – København

Denne mail kan indeholde fortrolig information. Har du modtaget mailen ved en fejl, beder vi dig derfor informere afsender om fejlen – og efterfølgende slette mailen i dit system uden at videregå eller kopiere den. Selv om mailen og vedhæftede bilag efter vores overbevisning er fri for virus og andre fejl, som kan påvirke computeren eller it-systemet, hvor den modtages og læses, åbnes den på modtagerens eget ansvar. Vi påtager os ikke noget ansvar for tab og skade, som er opstået i forbindelse med at modtage og bruge mailen.

Please note that this message may contain confidential information. If you have received this message by mistake, please inform the sender of the mistake, then delete the message from your system without making, distributing or retaining any copies of it. Although we believe that the message and any attachments are free from viruses and other errors that might affect the computer or IT system where it is received and read, the recipient opens the message at his or her own risk. We assume no responsibility for any loss or damage arising from the receipt or use of this message.

Fra: Peter Brixen
Sendt: 9. december 2013 16:44
Til: 'Thomas Bredsdorff'
Emne: SV: Danica

Kære Thomas

Tak for din mail.

Finansministeriet har nu gennemgået det fremsendte notat og finder på den baggrund ikke noget grundlag at gøre indsigelser mod Danica's potentielle investering i det af Goldman Sachs administrerede og kontrollerede selskaber, der forventeligt vil erhverve aktier i DONG Energy. Finansministeriet har i den forbindelse navnlig lagt vægt på, at der ikke har været noget informationsflow mv. mellem Danske Bank Corporate Finance, der har rådgivet Finansministeriet, og Danske Capital, der rådgiver Danica.

Med venlig hilsen

Peter

Fra: Thomas Bredsdorff [<mailto:thomas.bredsdorff@danskebank.dk>]
Sendt: 5. december 2013 11:04
Til: Peter Brixen
Cc: Mads Møller
Emne: Danica

Kære Peter,

Som aftalt notat fra Danica vedr. DONG:

Med venlig hilsen

Thomas Bredsdorff
Director

Danske Bank
Corporate Finance
Holmens Kanal 2-12
DK- 1092 Copenhagen K

Direct (+45) 45 12 80 33
Mobile (+45) 25 27 69 38
Fax (+45) 45 14 92 01

Danske Bank A/S CVR-nr. 61126228 – København

Denne mail kan indeholde fortrolig information. Har du modtaget mailen ved en fejl, beder vi dig derfor informere afsender om fejlen – og efterfølgende slette mailen i dit system uden at videresende eller kopiere den. Selv om mailen og vedhæftede bilag efter vores overbevisning er fri for virus og andre fejl, som kan påvirke computeren eller it-systemet, hvor den modtages og læses, åbnes den på modtagerens eget ansvar. Vi påtager os ikke noget ansvar for tab og skade, som er opstået i forbindelse med at modtage og bruge mailen.

Please note that this message may contain confidential information. If you have received this message by mistake, please inform the sender of the mistake, then delete the message from your system without making, distributing or retaining any copies of it. Although we believe that the message and any attachments are free from viruses and other errors that might affect the computer or IT system where it is received and read, the recipient opens the message at his or her own risk. We assume no responsibility for any loss or damage arising from the receipt or use of this message.

13/dec-13

Helene Ystanes Føyn

Fra: Thomas Bredsdorff <thomas.bredsdorff@danskebank.dk>
Sendt: 9. december 2013 21:16
Til: Peter Brixen
Cc: Mads Møller; jesjens@danskebank.dk
Emne: Re: Ophør af mandataftale

Kære Peter,

Tak for din mail. Vi er meget glade for, at I har valgt at bruge os som rådgiver på Pacer, og vi er glade for at det lykkedes selvom det til tider så vanskeligt ud. Vi er naturligvis fuldt indforståede med, at vi betragter aftalen som ophørt ved udgangen af November måned som ønsket. Jeg skal sørge for at I modtager en opgørelse som afspejler dette.

Med venlig hilsen

Thomas Bredsdorff
Director

Danske Bank
Corporate Finance
Holmens Kanal 2-12
DK- 1092 Copenhagen K

Direct (+45) 45 12 80 33
Mobile (+45) 25 27 69 38

--Original message--

Sender: Peter Brixen <PBR@fm.dk>
Sent time: 09/12/2013 16.55
To: Thomas Bredsdorff/THBRE/Intranet/DDB@DKDDB04
Cc: Mads Møller/MADML/Intranet/DDB@DKDDB04
Subject: Ophør af mandataftale

Kære Thomas

Som drøftet telefonisk forleden anser Finansministeriet mandataftalen med Danske Bank Corporate Finance som værende ophørt med jeres afgivelse af fairness opinion, dvs. i praksis ved udgangen af november 2013.

Finansministeriet er opmærksomt på, at ministeriet efter kontraktens bestemmelser formelt set skulle have opsagt mandataftalen før 1. december 2013, men da realiteten er, at ministeriets behov for rådgivning ophørte med underskrivelsen af den betingede investeringsaftale og den betingede aktionæroverenskomst den 29. november og jeres efterfølgende afgivelse af en fairness opinion, håber jeg, at I kan se en vis rimelighed i at lade mandataftalen ophøre på dette tidspunkt.

Med venlig hilsen

Peter

Peter Brixen
Afdelingschef/Deputy Permanent Secretary
Phone direct: (+45) 33 92 40 73
Mobile: (+45) 25 26 27 48
E-mail: pbr@fm.dk

Danske Bank A/S CVR-nr. 61126228 - København

Denne mail kan indeholde fortrolig information. Har du modtaget mailen ved en fejl, beder vi dig derfor informere afsender om fejlen - og efterfølgende slette mailen i dit system uden at videregende eller kopiere den. Selv om mailen og vedhæftede bilag efter vores overbevisning er fri for virus og andre fejl, som kan påvirke computeren eller IT-systemet, hvor den modtages og læses, åbnes den på modtagerens eget ansvar. Vi påtager os ikke noget ansvar for tab og skade, som er opstået i forbindelse med at modtage og bruge mailen.

Please note that this message may contain confidential information. If you have received this message by mistake, please inform the sender of the mistake, then delete the message from your system without making, distributing or retaining any copies of it. Although we believe that the message and any attachments are free from viruses and other errors that might affect the computer or IT system where it is received and read, the recipient opens the message at his or her own risk. We assume no responsibility for any loss or damage arising from the receipt or use of this message.

Fra: Thomas Bredsdorff [<mailto:thomas.bredsdorff@danskebank.dk>]
Sendt: 7. januar 2013 16:18
Til: Peter Brixen
Cc: Anders Kunze Bøding; Jesper H. Jensen; Martin Jacobsen
Emne: DONG - kapitalstruktur

Hej Peter,

Som aftalt på mødet fredag er her vores forståelse af arbejdsopgaver, forventet tidsforbrug og forslag til honorering i forbindelse med overvejelser om den fremtidige kapitalstruktur i DONG:

Arbejdsopgaver

[Redacted content]

Tidsforbrug

[Redacted content]

Honorering

[Redacted content]

Med venlig hilsen

Thomas Bredsdorff
Director

Danske Bank
Corporate Finance
Holmens Kanal 2-12
DK- 1092 Copenhagen K

Direct (+45) 45 12 80 33
Mobile (+45) 25 27 69 38

Fax (+45) 45 14 92 01

Danske Bank A/S CVR-nr. 61126228 – København

Denne mail kan indeholde fortrolig information. Har du modtaget mailen ved en fejl, beder vi dig derfor informere afsender om fejten – og efterfølgende slette mailen i dit system uden at videresende eller kopiere den. Selv om mailen og vedruffedte bilag efter vores overbevisning er fri for virus og andre fejl, som kan påvirke computeren eller IT-systemet, hvor den modtages og læses, åbnes den på modtagerens eget ansvar. Vi påtager os ikke noget ansvar for tab og skade, som er opstået i forbindelse med at modtage og bruge mailen.

Please note that this message may contain confidential information. If you have received this message by mistake, please inform the sender of the mistake, then delete the message from your system without making, distributing or retaining any copies of it. Although we believe that the message and any attachments are free from viruses and other errors that might affect the computer or IT system where it is received and read, the recipient opens the message at his or her own risk. We assume no responsibility for any loss or damage arising from the receipt or use of this message.

Fra: Anders Kunze Bønding [<mailto:anders.bonding@danskebank.dk>]
Sendt: 26. februar 2013 17:46
Til: Peter Brixen
Emne: som lovet

Hej Peter,

som aftalt er her vedlagt vores forslag. 


Med venlig hilsen/ Best regards

Anders K. Bønding
Global Head of Corporate Finance
Danske Bank, Corporate Finance
Holmens Kanal 2-12
DK-1092 Copenhagen K
Denmark

tel. (+45) 45 12 80 20
mobile (+45) 40 79 54 56
fax (+45) 45 14 92 04
E-mail: anbn@danskebank.dk

Danske Bank A/S CVR-nr. 61120228 – København

Denne mail kan indeholde fortrolig information. Har du modtaget mailen ved en fejl, beder vi dig derfor informere afsender om fejlen – og efterfølgende slette mailen i dit system uden at videregå eller kopiere den. Selv om mailen og vedhæftede bilag efter vores overbevisning er fri for virus og andre fejl, som kan påvirke computeren eller IT-systemet, hvor den modtages og læses, åbnes den på modtagerens eget ansvar. Vi påtager os ikke noget ansvar for tab og skade, som er opstået i forbindelse med at modtage og bruge mailen.

Please note that this message may contain confidential information. If you have received this message by mistake, please inform the sender of the mistake, then delete the message from your system without making, distributing or retaining any copies of it. Although we believe that the message and any attachments are free from viruses and other errors that might affect the computer or IT system where it is received and read, the recipient opens the message at his or her own risk. We assume no responsibility for any loss or damage arising from the receipt or use of this message.

DRAFT FOR DISCUSSION

STRICTLY PRIVATE AND CONFIDENTIAL



FINANSMINISTERIET

Discussion Materials

Project Pacer Phase II

February 26, 2013

Holmens Kanal 2-12
1092 Copenhagen K
Denmark

Pohjoispuoleinen 37A
00100 Helsinki
Finland

Stortingsgaten 6
0107 Oslo
Norway

Norrmalmstorg 1
103 92 Stockholm
Sweden

Ensuring a successful private placement in DONG Energy

- [REDACTED]
- [REDACTED]
- [REDACTED]
- [REDACTED]
 - [REDACTED]
 - [REDACTED]
 - [REDACTED]
 - [REDACTED]
 - [REDACTED]

• On the following page we have outlined our proposal for Phase II of Project Pacer

IMPORTANT NOTICE

This presentation has been prepared by Danske Bank Corporate Finance ("Danske Bank") on the basis of information ("information") in relation to DONG Energy. Danske Bank has not independently verified the information, but rather has relied upon and assumed the accuracy and completeness thereof. Thus, Danske Bank hereby expressly disclaims all liability for representations and warranties, expressed or implied, contained herein, or for omissions from the presentation.

Neither this presentation nor any information contained herein shall constitute an offer or an invitation to acquire or sell any activities of or shares in DONG Energy. This presentation is not a prospectus.

This presentation has been prepared exclusively for the benefit and internal use of the Ministry of Finance of Denmark and no part of the presentation may be discussed or disclosed to any other party without the prior written consent of Danske Bank. This presentation is incomplete without reference to, and should be viewed solely in conjunction with the oral briefing by Danske Bank. This presentation has been prepared and shall be construed in accordance with Danish law.

Fra: Anders Kunze Bønding <anders.bonding@danskebank.dk>
Dato: 7. mar. 2013 11.17.49 CET
Til: Peter Brixen <PBR@fm.dk>
Cc: Martin Jacobsen <martin.jacobsen@danskebank.dk>, Thomas Bredsdorff <thomas.bredsdorff@danskebank.dk>, "Jesper H. Jensen" <jesper.h.jensen@danskebank.dk>, Lars Hagbard Grønkjær <lars.gronkjar@danskebank.dk>
Emne: Rammer for aftale - Pacer

Kære Peter,

[Redacted content]

Vi fremsender et udkast til mandataftale snarest muligt.

Med venlig hilsen/ Best regards

Anders K. Bønding
Global Head of Corporate Finance
Danske Bank, Corporate Finance
Holmens Kanal 2-12

tel. (+45) 45 12 80 20
mobile (+45) 40 79 54 58
fax (+45) 45 14 92 04
E-mail: anbn@danskebank.dk

Danske Bank A/S CVR-nr. 61126228 – København

Denne mail kan indeholde fortrolig information. Har du modtaget mailen ved en fejl, beder vi dig derfor informere afsender om fejlen – og efterfølgende slette mailen i dit system uden at videresende eller kopiere den. Selv om mailen og vedhæftede bilag efter vores overbevisning er fri for virus og andre fejl, som kan påvirke computeren eller IT-systemet, hvor den modtages og læses, åbnes den på modtagerens eget ansvar. Vi påtager os ikke noget ansvar for tab og skade, som er opstået i forbindelse med at modtage og bruge mailen.

Please note that this message may contain confidential information. If you have received this message by mistake, please inform the sender of the mistake, then delete the message from your system without making, distributing or retaining any copies of it. Although we believe that the message and any attachments are free from viruses and other errors that might affect the computer or IT system where it is received and read, the recipient opens the message at his or her own risk. We assume no responsibility for any loss or damage arising from the receipt or use of this message.

Fra: Martin Jacobsen [<mailto:martin.jacobsen@danskebank.dk>]

Sendt: 11. marts 2013 09:25

Til: Peter Brixen

Cc: Jesper H. Jensen; Lars Hagbard Grønkjær; Thomas Bredsdorff; Anders Kunze Bønding

Emne: Re: Rammer for aftale - Pacer

Kære Peter,

Efter aftale med Anders fremsendes hermed udkast til mandataftale for Projekt Pacer transaktionen.

Med venlig hilsen

Martin

Martin Jacobsen
Associate Director

Direct: (+45) 4512 8018

Mobile: (+45) 2542 4311

Fax: (+45) 4514 9201

E-mail: martin.jacobsen@danskebank.dk

Danske Bank
Corporate Finance
Holmens Kanal 2-12
1092 Copenhagen K
Denmark

Fra: Martin Jacobsen <martin.jacobsen@danskebank.dk>
Sendt: 4. april 2013 12:14
Til: Peter Brixen
Cc: Anne Pontoppidan Sørensen; 3042 DB Team (Pacer)
Emne: Pacer - Revideret udkast til mandataftale
Vedhæftede filer: Engagement udkast 07032013 vSENT compare.docx; Engagement udkast 07032013 vSENT.docx

Peter,

Efter aftale med Jesper fremsendes hermed tilrettet udgave af mandataftalen vedr. Projekt Pacer (clean og mark-up version vedhæftes).

Mvh Martin

Martin Jacobsen

Direct: (+45) 4512 8018
Mobile: (+45) 2542 4311
martin.jacobsen@danskebank.dk

Danske Bank
Corporate Finance
Holmens Kanal 2-12
1092 Copenhagen K
Denmark

Danske Bank A/S CVR-nr. 61126229 – København

Denne mail kan indeholde fortrolig information. Har du modtaget mailen ved en fejl, beder vi dig derfor informere afsender om fejlen – og efterfølgende slette mailen i dit system uden at videregå eller kopiere den. Selv om mailen og vedhæftede bilag efter vores overbevisning er fri for virus og andre fejl, som kan påvirke computeren eller IT-systemet, hvor den modtages og læses, åbnes den på modtagerens eget ansvar. Vi påtager os ikke noget ansvar for tab og skade, som er opstået i forbindelse med at modtage og bruge mailen.

Please note that this message may contain confidential information. If you have received this message by mistake, please inform the sender of the mistake, then delete the message from your system without making, distributing or retaining any copies of it. Although we believe that the message and any attachments are free from viruses and other errors that might affect the computer or IT system where it is received and read, the recipient opens the message at his or her own risk. We assume no responsibility for any loss or damage arising from the receipt or use of this message.

Mia Sulsbrück

Fra: Peter Brixen
Sendt: 25. april 2013 09:37
Til: 'Martin Jacobsen'
Cc: Anne Pontoppidan Sørensen; 3042 DB Team (Pacer)
Emne: SV: Pacer - Revideret udkast til mandataftale

Kære Jesper

[Redacted]

[Redacted]

Med venlig hilsen

Peter

- [REDACTED]
- [REDACTED]
- [REDACTED]
- [REDACTED]
- [REDACTED]
- [REDACTED]
- [REDACTED]
- [REDACTED]
- [REDACTED]
- [REDACTED]
- [REDACTED]

3. Adgang til information m.v.

- [REDACTED]
- [REDACTED]
- [REDACTED]

4. Fairness Opinion

- [REDACTED]
- [REDACTED]

[Redacted text block]

■ [Redacted text block]

■ [Redacted text block]

5. Honorering

■ [Redacted text block]

■ [Redacted text block]

6. Omkostninger

■ [Redacted text block]

7. Standardvilkår

7.1 De i bilag 1 trykte Specielle Forretningsbetingelser ("Forretningsbetingelserne") er en del af Aftalen. I tilfælde af at der måtte være modstrid mellem Aftalen og Forretningsbetingelserne, er Aftalen gældende. I Forretningsbetingelserne er Finansministeret benævnt "Klienten".

8. Opsigelse

- [Redacted]
- [Redacted]
- [Redacted]

9. Antal eksemplarer og ikrafttræden

9.1 Aftalen foreligger i to (2) eksemplarer, et til hver af parterne.

København den 26 april 2013




Finansministeriet
(PETER BÆKBO)

København den 25 april 2013

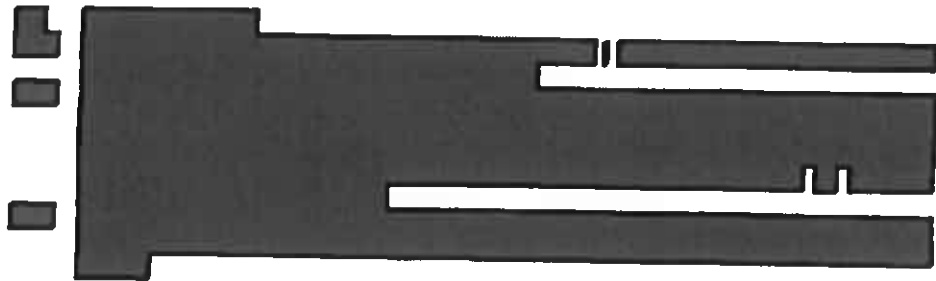


Danske Bank Corporate Finance (afdeling af Danske Bank A/S)
(som Rådgiver)

Thomas Brodschopf



JESPER H. JENSEN



FORTROLIGT

DONG Energy – overvejelse om kapitaludvidelse

20. februar 2013

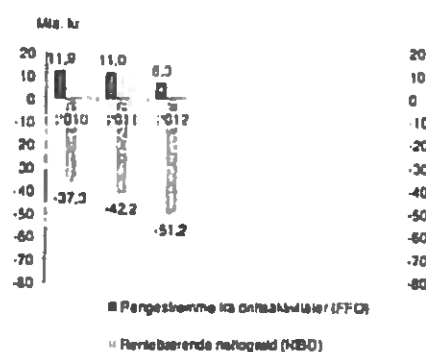
Dette notat indeholder information, der i henhold til gældende børslovgivning er intern viden og derfor ikke uberettiget må videregives til andre.

Baggrund

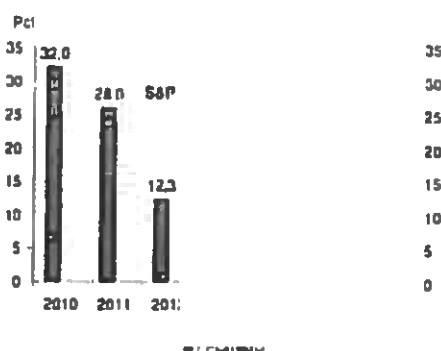
DONG Energy oplevede i 2012 et markant fald i pengestrømmene fra driften, og de ventes kun at stige gradvist i de kommende år, jf. figur 1. Det indtrufne fald kan bl.a. navnlig henføres til:

- DONG Energy oplever i lighed med en række europæiske energiselskaber tab sine naturgasaktiviteter. Lave priser på kul og CO₂-kvoter betyder, at naturgas ikke er konkurrencedygtig i elproduktionen. Den lavere efterspørgsel har presset salgspriserne på naturgas, mens den pris, der betales til naturproducenterne ofte er bundet til olieprisen, der fortsat er forholdsvis høj.
- Forholdsvis store regnmængder i Sverige og Norge i 2012 har presset den nordiske elpris, hvilket har reduceret indtjeningen på de danske kraftvarmeværker.
- Det har været nødvendigt at afholde store udgifter til reparation af Siri-platformen, der udgiftsføres løbende på driften.

Figur 1: Pengestrømme og nettogæld



Figur 2: Forhold mellem pengestrømme og nettogæld (rating-nøgletal)



Kilde: DONG Energy. Beregningerne er opgjort efter S&P-standarder og er derfor ikke direkte sammenlignelige med regnskabstallene i årsrapporterne. 2012-2016-tal er DONG Energys egne fremskrivninger og indeholder

Da selskabet samtidig gennemfører betydelige investeringer i navnlig havvindmøleparker og efterforskning og produktion af olie og naturgas, forøges selskabets rentebærende nettogæld, der ved udgangen af 2012 udgjorde godt 50 mia. kr. DONG Energy har allerede iværksat en række tiltag til begrænsning af driftsomkostningerne og et frasalgsprogram, der skal imødegå den stigende nettogæld.

På trods heraf betyder udviklingen, at DONG Energy's rating, der hos S&P aktuelt er BBB+ med negativt outlook, er under pres. Det centrale nøgletal hos S&P er forholdet mellem frie pengestrømme og rentebærende nettogæld, og mens S&P hidtil har krævet, at dette skulle ligge i intervallet 20-25 pct. for en BBB+, vil de fremover kræve, at ligger i intervallet 25-30 pct., *jf. figur 2*.

Som det fremgår, er der et betydeligt gap mellem kravet og det realiserede nøgletal i DONG Energy's basisscenarium. En nedgradering til BBB kan blive vanskelig at undgå. Der er imidlertid også en risiko for, at selskabet nedgraderes til BBB-, hvilket vil have alvorlige konsekvenser for selskabet. For at imødegå denne risiko og for at sikre, at en eventuelt nedgradering til BBB bliver forholdsvis kortvarig er der behov for yderligere tiltag.

Løsning

Helene Ystanes Føyn

Fra: Anna Klæsøe Egmose
Sendt: 25. februar 2013 19:50
Til: 'peter.christensen@ft.dk'; 'rene.christensen@ft.dk'; 'Mike Legarth'; John Dyrby Paulsen; 'sofie.carsten.nielsen@ft.dk'; 'Jonas Dahl'
Cc: 'Kenneth Praefke'; 'Ulla.Spaanheden@ft.dk'; Kristina Kromann; 'Gitte Neergaard'; 'Trine.Gudnitz@ft.dk'; 'Oda.Jensen@ft.dk'; Søren Lund
Emne: SV: Møde i Finansministeriet onsdag d. 20. februar
Vedhæftede filer: DONG Energy - aftaletekst.pdf; DONG - notat til forligskreds.pdf; 2013_MoF_Strategic Alternatives.pdf

Kære finansordførere

Efter aftale med finansministeren fremsendes hermed fortroligt materiale vedr. DONG.

Vh Anna

Fra: Anna Klæsøe Egmose
Sendt: 18. februar 2013 15:23
Til: 'peter.christensen@ft.dk'; 'rene.christensen@ft.dk'; 'Mike Legarth'; John Dyrby Paulsen; 'sofie.carsten.nielsen@ft.dk'; 'Jonas Dahl'
Cc: 'Kenneth Praefke'; 'Ulla.Spaanheden@ft.dk'; Kristina Kromann; 'Gitte Neergaard'; 'Trine.Gudnitz@ft.dk'; 'Oda.Jensen@ft.dk'; Søren Lund
Emne: Møde i Finansministeriet onsdag d. 20. februar

Kære finansordførere

Finansministeren indkalder hermed til møde i forligskredsen vedr. DONG på onsdag d. 20. februar kl. 14:30.

Mødet afholdes i Struense-værelset i Finansministeriet.

Såfremt I skulle være forhindret i at deltage, hører jeg meget gerne fra jer.

Vh Anna

**FINANSMINISTERIET**

Anna K. Egmose
Ministersekretær
Direkte telefon (+45) 33 92 40 03
Mobiltelefon (+45) 25 26 27 59
E-post ake@fm.dk

DONG Energy – grundlag for kapitaludvidelse

På mødet den 20. februar 2013 blev det aftalt, at parterne ville få adgang til materiale udarbejdet af Finansministeriets finansielle rådgiver, Danske Bank. Da det materiale, der er modtaget fra Danske Bank dels er temmelig omfattende, dels ikke er selvforklarende, har Finansministeriet anmodet Danske Bank om at sammenstille deres centrale observationer i en mindre præsentation (*vedlægges*).

I det følgende følger Finansministeriets forklarende kommentarer til præsentationen samt en række supplerende oplysninger.

1. Udgangspunktet

Som det fremgår af det notat, der blev uddelt på mødet den 20. februar 2013, skyldes DONG Energy's aktuelle udfordring primært, at en kombination af lave kul- og CO₂-kvotepreiser på den ene side og en forholdsvis høj oliepris på den anden side har ført til markante tab og nedskrivninger på selskabets naturgasaktiviteter. Det samme er tilfældet for en række andre europæiske energiselskaber, der er aktive på naturgasmarkederne i Europa.

Den faldende indtjening betyder, at DONG Energy's rating er kommet under pres. Det er illustreret på side 4 i materialet fra Danske Bank i den første figur.

Det centrale finansielle nøgletal, som ratingbureauet Standard & Poors anvender, hedder justeret rentebærende nettogæld i forhold til pengestrømme fra driften (Adjusted Debt relative to Funds from Operations). Et højt nøgletal, dvs. nettogælden er høj relativt til pengestrømmen fra driften, vil give en lavere rating.

DONG Energy har som målsætning en rating på BBB+ eller bedre. Dette kræver, at selskabets nettogæld i forhold til pengestrømmene fra driften skal ligge inden for eller under det med blå skraverede område i figuren. Kravet skal ikke nødvendigvis være opfyldt i alle år, men det er afgørende for at fastholde ratingen, at selskabet kan sandsynliggøre, at det inden for 1-2 vil opfylde kravet.

Som det fremgår af figuren, ligger nøgletallet ved udgangen af 2012 markant over det båndet, hvilket illustrerer, hvorfor DONG Energy's rating er under pres. Det fremgår endvidere, at nøgletallet i alle årene frem til 2016 ligger over det krævede for en rating på BBB+.

I dette "business-as-usual"-scenario vil DONG Energy med stor sandsynlighed blive nedgraderet, hvilket vil øge selskabets låneomkostninger samt kunne vanskeliggøre selskabets evne til at drive forretningen (fx krav om garantier fra modparter, dårlig vilkår i indkøbsaftaler osv.).

2. Alternative scenarier

Da "business-as-usual"-scenariet vil være forbundet med betydelige risici og formentlig ikke vil muligt i praksis, er der vist to alternative scenarier, der begge sigter mod at fastholde selskabets rating.

I det ene scenarie ("Investment Halt") træffes der i de kommende år ikke nye investeringsbeslutninger, mens allerede besluttede investeringer gennemføres. Forholdet mellem nettogæld og pengestrømme fra driften forværres i 2013 i forhold til 2012, hvorefter effekten af, at der ikke besluttes nye investeringer, gradvist fører til en markant forbedring af nøletallet frem mod 2016.

I det andet scenarie ("Recapitalisation and de-risiking") tilføres DONG Energy 7 mia. kr. i ny egenkapital i 2013, og i forhold til "business-as-usual"-scenariet sker der en vis tilpasning af investeringsprogrammet, og der gennemføres en række yderligere frasalg, hvilket tilsammen kan reducere selskabets generelle risikoprofil.

Kapitalindsuddet bevirker, at der allerede i 2013 sker en væsentlig forbedring af forholdet mellem nettogæld og pengestrømmene fra driften, og at selskabet ved udgangen af 2014 opfylder kravet for en BBB+-rating. Derefter stabiliseres selskabets nettogæld, men en gradvis forbedring af pengestrømmene fra driften betyder, at det finansielle nøletal også forbedres frem mod 2016.

3. Finansministeriets supplerende bemærkninger

Den første væsentligste observation er, at figurerne understreger, at DONG Energy ikke er i en situation, hvor tilførslen af kapital er en forudsætning for selskabets overlevelse. Selskabet kunne ved ikke at træffe nye større investeringsbeslutning selv arbejde sig ud af sine aktuelle udfordringer, og efterhånden, som de allerede igangværende investeringsprojekter afsluttes i årene frem til ca. 2016, vil indtjeningen gradvist forbedres, og aktionærerne vil få et rimeligt afkast af den investerede kapital.

Dermed bliver spørgsmålet for det andet, om et sådant investeringsstop på lang sigt er til fordel for aktionærerne, eller om aktionærerne vil opnå et bedre langsigtet afkast ved at åbne for en kapitaludvidelse, der kan gøre det muligt at gennemføre det planlagte investeringsprogram (der dog vil være noget lavere, end det selskabet indtil efteråret 2012 opererede med), jf. også sammenstillingen på s. 3 i materialet fra Danske Bank.

Et aspekt i besvarelsen af dette spørgsmål er, at de investeringsprojekter, som DONG Energy er engageret i inden for havvindmølleparker og efterforskning og produktion af kulbrinter, typisk er store enkeltstående projekter. DONG Energy har i de senere opbygget organisationer på hvert af de to områder, der har de nødvendige kompetencer til at vurdere, forberede og gennemføre denne type af investeringsprojekter. Det er imidlertid en forudsætning for at fastholde disse organisationer, at der er lobende "flow" af nye projekter, da store dele af organisationen ellers reelt ikke ville have noget at lave i lange perioder. Et investeringsstop

(eller markant nedskalering af investeringsprogrammet) vil derfor betyde, at organisationerne i væsentlig grad vil skulle afvikles.

Det vil have den konsekvens, at det kan blive meget svært for DONG Energy at generobre det vidensforspring, som selskabet i dag har inden for navnlig havvindmøller, men også på specifikke områder inden for efterforskning og produktion af kulbrinter, når selskabet om 4-5 år i investeringsstopscenariet igen er blevet så finansielt robust, at der igen er plads til at foretage nye større investeringer.

Finansministeriet vurderer derfor, at scenariet med et investeringsstop væsentligt vil reducere den samlede værdiskabelse i DONG Energy på langt sigt, hvorfor det ud fra statens finansielle interesse i selskabet samlet set vil være en fordel, hvis der gennem en kapitaludvidelse med deltagelse af nye såvel som eksisterende aktionærer skabes grundlag for, at DONG Energy kan fastholde selskabets kompetencer inden for havvindmøller og efterforskning og produktion af kulbrinter.

Finansministeriet skal for det tredje pege på, at DONG Energy's aktiviteter inden for efterforskning og produktion af kulbrinter hidtil har givet et afkast, der har oversteget selskabets kapitalomkostninger og dermed skabt værdi for aktionærerne. Tilsvarende gælder, at de havvindmølleparker, som allerede er opført og taget i brug, samlet set forventes at være værdiskabende for aktionærerne. Denne "track record" udgør en væsentlig del af grundlaget for at anbefale en kapitaludvidelse som hensigtsmæssig i forhold til alternativet med et investeringsstop.

DRAFT FOR DISCUSSION

STRICTLY PRIVATE AND CONFIDENTIAL



FINANSMINISTERIET

Discussion Materials

Summary Observations on Financial Recovery Options for DONG Energy

February 22, 2013

Holmens Kanal 2-12
1092 Copenhagen K
Denmark

Pohjoisesplanadi 37A
00100 Helsinki
Finland

Stortingsgaten 6
0107 Oslo
Norway

Norrmalmstorg 1
103 92 Stockholm
Sweden

Background and Current Situation

DONG Energy Needs to Put Forward a Credible Plan to Address the Threat of a Rating Downgrade

Background

- Since 2009 DONG Energy's cash flow before financing has been negative primarily due to a large investment programme
- On October 24, 2012, S&P lowered DONG Energy's rating from A- to BBB+ (neg.)
- In 2012, both profits and cash flow before financing were negative and outlook for the near term also remains negative
- On December 12, 2012 DONG Energy's management presented DONG Energy's 2020 Strategy and Financial recovery plan including a range of recovery scenarios to the Board of Directors (presented to MoF and DBCF on January 17, 2013)

Credit Rating Situation

- An announcement of the 2012 results in isolation would likely cause a rating downgrade
 - A BBB rating would put DONG Energy out of line with its utilities peer group (only Iberdrola has a BBB rating due to the sovereign risk of Spain)
 - Downgrade would increase funding costs and require replacement of PCGs with bank guarantees – size of impact would depend on extent of downgrade and prevailing financial market conditions
 - In addition to direct costs, a downgrade is also likely to restrict the company's flexibility to enter into agreements in relation to future investments on sufficiently attractive terms
- If downgraded, DONG Energy will have to demonstrate a continued track record of improvement to get rerated to the target minimum rating of BBB+

Private Placement Considerations

- In order to avoid a major downgrade in connection with the 2012 annual report on February 27, 2013, DONG Energy will likely have to present a credible financing plan
 - Given the fact that cash flow improvements from potential additional divestments and reductions in investments will only have a limited impact on short term credit metrics, additional equity is likely required to maintain the current credit quality of DONG Energy
 - Financing plan should mitigate risk of rating agencies assuming a worst case scenario (i.e. no new capital injection combined with sustained negative cash flow before financing in the shorter term)
 - The size of a private placement in combination with potential additional divestments and reductions in investments is subject to the owners' desired business profile of DONG Energy
 - Depending on the size of a transaction, a private placement would likely require participation from the Kingdom of Denmark and potentially a combination of new domestic and international investors
 - New investors would likely require a valuation discount as well as an exit route in the form of an IPO, share buyback or otherwise

Shareholder Perspectives

Size of Equity Raising, Divestments and Investments is Subject to The Owners' Desired Risk Appetite

Investment Programme Considerations

- Over the past decade DONG Energy has executed an investment programme which on a relative scale exceeds that of any of its peers
- Assuming a status quo scenario would according to the company's projections require significant external funding and imply a capex / EBITDA ratio¹⁾ considerably above that of its peers
 - To bring DONG Energy's investment level in line with peers the scale may be adjusted
- Whether scale and extent of investments are acceptable depends on the shareholders' desired risk appetite
 - Investments impact both business and financial risk profile of the company

Risk Factors

- DONG Energy's earnings remain volatile due to commodity price exposures
 - Decline in gas prices may reduce EBITDA significantly
 - Significant exposures to oil and electricity prices
- Project development risks may impact cash flows significantly
 - Exposure to project development risks in both E&P and Wind Power (delays, cost overruns etc.)
 - Offshore wind is a relatively new technology with no long-term track record
 - Conversion of large CHPs to biomass may pose technological challenges
- Divestments may not be executed in line with expectations
 - Projections provided assume a significant divestment programme of non-core assets and stakes in future windfarm projects

¹⁾ Measured as EBITDA post hydrocarbon tax

Alternative Recovery Options

Halt of All Planned New Investments Would Imply a Drastic Restructuring That May Destroy Value

- All recovery scenarios include a divestment programme of non-core assets to be executed in 2013-2014 combined with significant cost reductions
- All scenarios provided by DONG Energy show suppressed net income and ROE¹ in the short term
- Following scenarios are among the range of scenarios currently being evaluated by DONG:

IMPORTANT NOTICE

This presentation has been prepared by Danske Bank Corporate Finance [“Danske Bank”] on the basis of information [“information”] in relation to DONG Energy. Danske Bank has not independently verified the information, but rather has relied upon and assumed the accuracy and completeness thereof. Thus, Danske Bank hereby expressly disclaims all liability for representations and warranties, expressed or implied, contained herein, or for omissions from the presentation.

Neither this presentation nor any information contained herein shall constitute an offer or an invitation to acquire or sell any activities of or shares in DONG Energy. This presentation is not a prospectus.

This presentation has been prepared exclusively for the benefit and internal use of the Ministry of Finance of Denmark, and no part of the presentation may be discussed or disclosed to any other party without the prior written consent of Danske Bank. This presentation is incomplete without reference to, and should be viewed solely in conjunction with the oral briefing by Danske Bank. This presentation has been prepared and shall be construed in accordance with Danish law.

Helene Ystanes Føyn

Fra: Anna Klæsøe Egmose
Sendt: 26. februar 2013 16:33
Til: 'peter.christensen@ft.dk'
Cc: 'Kenneth Praefke'
Emne: SV: Møde i Finansministeriet onsdag d. 20. februar
Vedhæftede filer: DONG Energy - aftaletekst 26022013.pdf

Kære Peter

I forlængelse af din telefonsamtale med finansministeren hermed en revideret aftaletekst.

Hvis du har bemærkninger til formuleringer o.lign. er du meget velkommen til at ringe til afdelingschef Peter Brixen: 25 26 27 48

Vh Anna

Fra: Anna Klæsøe Egmose
Sendt: 25. februar 2013 19:50
Til: 'peter.christensen@ft.dk'; 'rene.christensen@ft.dk'; 'Mike Legarth'; John Dyrby Paulsen; 'sofie.carsten.nielsen@ft.dk'; 'Jonas Dahl'
Cc: 'Kenneth Praefke'; 'Ulla.Spaanheden@ft.dk'; Kristina Kromann; 'Gitte Neergaard'; 'Trine.Gudnitz@ft.dk'; 'Oda.Jensen@ft.dk'; Søren Lund
Emne: SV: Møde i Finansministeriet onsdag d. 20. februar

Kære finansordførere

Efter aftale med finansministeren fremsendes hermed fortroligt materiale vedr. DONG.

Vh Anna

Fra: Anna Klæsøe Egmose
Sendt: 18. februar 2013 15:23
Til: 'peter.christensen@ft.dk'; 'rene.christensen@ft.dk'; 'Mike Legarth'; John Dyrby Paulsen; 'sofie.carsten.nielsen@ft.dk'; 'Jonas Dahl'
Cc: 'Kenneth Praefke'; 'Ulla.Spaanheden@ft.dk'; Kristina Kromann; 'Gitte Neergaard'; 'Trine.Gudnitz@ft.dk'; 'Oda.Jensen@ft.dk'; Søren Lund
Emne: Møde i Finansministeriet onsdag d. 20. februar

Kære finansordførere

Finansministeren indkalder hermed til møde i forligskredsen vedr. DONG på onsdag d. 20. februar kl. 14:30.

Mødet afholdes i Struense-værelset i Finansministeriet.

Såfremt I skulle være forhindret i at deltage, hører jeg meget gerne fra jer.

Vh Anna



FINANSMINISTERIET

Anna K. Egmose
Ministersekretær

Dirakte telefon (+45) 33 92 40 03
Mobiltelefon (+45) 25 26 27 59
E-post ake@fm.dk

Notat

26. februar 2013

DONG Energy – aftaletekst

Parterne (Socialdemokraterne, Socialistisk Folkeparti, Radikal Venstre, Venstre, Dansk Folkeparti og Det Konservative Folkeparti) bag aftalen af 7. oktober 2004 om vilkår for salg af aktier i DONG A/S er enige om at skabe grundlaget for, at DONG Energy A/S i løbet af 2013 kan gennemføre en kapitaludvidelse på mindst 6-8 mia. kr., idet det er hensigten at søge en løsning med deltagelse af nye såvel som eksisterende aktionærer, herunder den danske stat, idet en kapitaludvidelse udover det angivne interval forudsætter deltagelse fra andre investorer end staten.

Parterne bekræfter samtidig, at det fortsat er hensigten at gennemføre et salg af aktier i DONG Energy A/S til en bred ejerkreds i tilknytning til en borsintroduktion af DONG Energy A/S, når forudsætningerne for et sådant salg er til stede, idet staten også efter et sådant aktiesalg skal have aktiemajoriteten.

Den statslige aktiemajoritet skal sikre, at staten kontrollerer den af DONG Energy ejede naturgasinfrastruktur. Kravet om aktiemajoritet er derfor ikke til hinder for frasalg af andre af DONG Energy's forretningsområder, eller at staten kan have en lavere ejerandel, hvis andre af DONG Energy's forretningsområder udspaltes i separate selskaber.

Fra: Anna Klæsøe Egmose
Sendt: 26. februar 2013 17:55
Til: 'peter.christensen@ft.dk'; 'rene.christensen@ft.dk'; 'Mike Legarth'; John Dyrby Paulsen; 'sofie.carsten.nielsen@ft.dk'; 'Jonas Dahl'
Cc: 'Kenneth Praefke'; 'Ulla.Spaanheden@ft.dk'; Kristina Kromann; 'Gitte Neergaard'; 'Trine.Gudnitz@ft.dk'; 'Oda.Jensen@ft.dk'; Søren Lund
Emne: DONG Energy - justeret aftaletekst
Vedhæftede filer: DONG Energy - aftaletekst 26022013.pdf

Kære finansordførere

På baggrund af høringen er der foretaget justeringer af aftaleteksten, jf. vedhæftede.

I lyset af at DONG Energy offentliggør regnskab for 2012 i morgen d. 27. februar, vil jeg bede jer tilkendegive i aften tirsdag d. 26. februar, hvis I har bemærkninger til justeringen.

Vh Anna

Fra: Anna Klæsøe Egmose
Sendt: 25. februar 2013 19:50
Til: 'peter.christensen@ft.dk'; 'rene.christensen@ft.dk'; 'Mike Legarth'; John Dyrby Paulsen; 'sofie.carsten.nielsen@ft.dk'; 'Jonas Dahl'
Cc: 'Kenneth Praefke'; 'Ulla.Spaanheden@ft.dk'; Kristina Kromann; 'Gitte Neergaard'; 'Trine.Gudnitz@ft.dk'; 'Oda.Jensen@ft.dk'; Søren Lund
Emne: SV: Møde i Finansministeriet onsdag d. 20. februar

Kære finansordførere

Efter aftale med finansministeren fremsendes hermed fortroligt materiale vedr. DONG.

Vh Anna

Fra: Anna Klæsøe Egmose
Sendt: 18. februar 2013 15:23
Til: 'peter.christensen@ft.dk'; 'rene.christensen@ft.dk'; 'Mike Legarth'; John Dyrby Paulsen; 'sofie.carsten.nielsen@ft.dk'; 'Jonas Dahl'
Cc: 'Kenneth Praefke'; 'Ulla.Spaanheden@ft.dk'; Kristina Kromann; 'Gitte Neergaard'; 'Trine.Gudnitz@ft.dk'; 'Oda.Jensen@ft.dk'; Søren Lund
Emne: Møde i Finansministeriet onsdag d. 20. februar

Kære finansordførere

Finansministeren indkalder hermed til møde i forligskredsen vedr. DONG på onsdag d. 20. februar kl. 14:30.

Mødet afholdes i Struense-værelset i Finansministeriet.

Såfremt I skulle være forhindret i at deltage, hører jeg meget gerne fra jer.

Vh Anna

Direkte telefon (+45) 33 92 40 03
Mobiltelefon (+45) 25 26 27 59
E-post ake@fm.dk

Notat

26. februar 2013

DONG Energy – aftaletekst

Parterne (Socialdemokraterne, Socialistisk Folkeparti, Radikal Venstre, Venstre, Dansk Folkeparti og Det Konservative Folkeparti) bag aftalen af 7. oktober 2004 om vilkår for salg aktier i DONG A/S er enige om at skabe grundlaget for, at DONG Energy A/S i løbet af 2013 kan gennemføre en kapitaludvidelse på mindst 6-8 mia. kr., idet det er hensigten at søge en løsning med deltagelse af nye såvel som eksisterende aktionærer, herunder den danske stat, idet en kapitaludvidelse udover det angivne interval forudsætter deltagelse fra andre investorer end staten.

Parterne bekræfter samtidig, at det fortsat er hensigten at gennemføre et salg af aktier i DONG Energy A/S til en bred ejerkreds i tilknytning til en borsintroduktion af DONG Energy A/S, når forudsætningerne for et sådant salg er til stede, idet staten også efter et sådant aktiesalg skal have aktiemajoriteten.

Den statslige aktiemajoritet skal sikre, at staten kontrollerer den af DONG Energy ejede naturgasinfrastruktur. Kravet om aktiemajoritet er derfor ikke til hinder for frasalg af andre af DONG Energy's forretningsområder, eller at staten kan have en lavere ejerandel, hvis andre af DONG Energy's forretningsområder udspaltes i separate selskaber.

Fra: Rene Christensen <Rene.Christensen@ft.dk>
Sendt: 26. februar 2013 21:17
Til: Peter Brixen
Emne: Re: VS: DONG Energy - justeret aftaletekst

Meget fint, tak for det.
Rene' Christensen DF

Sendt fra min iPhone

Den 26/02/2013 kl. 20.18 skrev "Peter Brixen" <PBR@fm.dk>:

Kære Rene Christensen

Jeg er blevet om at svare på din henvendelse angående DONG Energy.

Hensigten er i første omgang at undersøge, hvilken interesse der er fra private investorer i forhold til at deltage i en kapitaludvidelse i DONG Energy, herunder vilkårene for deres deltagelse.

Afhængigt af resultatet af denne undersøgelse er det hensigten at fastlægge størrelsen af det statslige bidrag, idet kapitaludvidelsen samlet set skal være på mindst 6-8 mia. kr. Hvis den private interesse er stor, kan det betyde, at statens bidrag med fordel kan blive mindre end 6 mia. kr. Men da vi vurderer, at det vil være lettere at træffe beslutning om størrelsen af det statslige kapitalindskud, når vi har flere informationer om bl.a den private interesse, har vi fundet det hensigtsmæssigt ikke på forhånd at definere præcist, hvordan det statslige bidrag skal tilpasses det mulige private bidrag.

Heri ligger også, at forligspartierne vil blive inddraget, før der træffes endelig beslutning om størrelsen af det statslige kapitalindskud.

Jeg håber, at dette har givet dig svar på dit spørgsmål.

Med venlig hilsen

Peter Brixen

Sendt fra min iPad

Start på videresendt besked:

Fra: Anna Klæsøe Egmose <ake@fm.dk>
Dato: 26. feb. 2013 19.19.26 CET
Til: Peter Brixen <PBR@fm.dk>
Emne: VS: DONG Energy - justeret aftaletekst

Kære Peter

Fra: Rene Christensen [<mailto:Rene.Christensen@ft.dk>]

Sendt: 26. februar 2013 19:17

Til: Anna Klæsøe Egmose

Emne: Re: DONG Energy - justeret aftaletekst

Hej Anna

Dansk Folkeparti kan støtte forslaget til aftaletekst.
Jeg har dog et spørgsmål som blev rejst på mødet i ministeriet.

Hvis der komme nye investorer til DONG med kapital der går udover de 8 milliarder. Holder staten så fast i en øget kapitalindsprøjtning på 6 milliarder?

Rene' Christensen
Dansk Folkeparti

Sendt fra min iPad

Den 26/02/2013 kl. 17.54 skrev "Anna Klæsøe Egmose" <ake@fm.dk>:

Kære finansordførere

På baggrund af høringen er der foretaget justeringer af aftaleteksten, jf. vedhæftede.

I lyset af at DONG Energy offentliggør regnskab for 2012 i morgen d. 27. februar, vil jeg bede jer tilkendegive i aften tirsdag d. 26. februar, hvis I har bemærkninger til justeringen.

Vh Anna

Fra: Anna Klæsøe Egmose

Sendt: 25. februar 2013 19:50

Til: 'peter.christensen@ft.dk'; 'rene.christensen@ft.dk'; 'Mike Legarth'; John Dyrby Paulsen; 'sofie.carsten.nielsen@ft.dk'; 'Jonas Dahl'

Cc: 'Kenneth Praefke'; 'Ulla.Spaanheden@ft.dk'; Kristina Kromann; 'Gitte Neergaard'; 'Trine.Gudnitz@ft.dk'; 'Oda.Jensen@ft.dk'; Søren Lund

Emne: SV: Møde i Finansministeriet onsdag d. 20. februar

Kære finansordførere

Efter aftale med finansministeren fremsendes hermed fortroligt materiale vedr. DONG.

Vh Anna

Fra: Anna Klæsøe Egmose

Sendt: 18. februar 2013 15:23

Til: 'peter.christensen@ft.dk'; 'rene.christensen@ft.dk'; 'Mike Legarth'; John Dyrby Paulsen; 'sofie.carsten.nielsen@ft.dk'; 'Jonas Dahl'

Cc: 'Kenneth Praefke'; 'Ulla.Spaanheden@ft.dk'; Kristina Kromann;

Emne: Møde i Finansministeriet onsdag d. 20. februar

Kære finansordførere

Finansministeren indkalder hermed til møde i forligskredsen vedr.
DONG på onsdag d. 20. februar kl. 14:30.

Mødet afholdes i Struense-værelset i Finansministeriet.

Såfremt I skulle være forhindret i at deltage, hører jeg meget gerne
fra jer.

Vh Anna



Anna K. Egmosø
Ministersekretær
Direkte telefon (+45) 33 92 40 03
Mobiltelefon (+45) 25 26 27 59
E-post ake@fm.dk

<DONG Energy - aftaletekst 26022013.pdf>