

Dong Energy - 3010 von KAUFEN auf VERKAUFEN

# Annus horribilis

**Wir haben unsere Empfehlung für die 3010-Anleihe von "Kaufen" auf „Verkaufen“ herabgestuft.**

In einer selbständigen Mitteilung von heute Morgen haben wir unsere Empfehlung für die EUR 7,75 % 3010-Anleihe von „Kaufen“ auf „Verkaufen“ geändert, während wir für die EUR 5,5 % 3005-Anleihe an unserer „Kaufen“-Empfehlung festhalten. Es ist nicht auszuschließen, dass die 3010-Anleihe vorzeitig zum Kurs 101 eingelöst wird, und wir empfehlen den Anlegern, dieses Risiko nicht einzugehen. (Lesen Sie mehr darüber in unserem Kommentar „Vorzeitige Einlösung?“ von heute Morgen.)

## Ein annus horribilis für DONG

Mit der Vorlage der Bilanz und des neuen Strategieplans am Mittwoch - der Plan enthielt u. a. Pläne für eine Kapitalerhöhung um mindestens DKK 6-8 Mio. - konnte die Geschäftsführung von DONG den Abschluss eines annus horribilis und den Beginn eines neuen Strategieplans verkünden. 2012 war DONG von der geringen Nachfrage nach und Tiefpreisen für Gas in Europa betroffen. Daraus ergaben sich eine Schwächung der Rentabilität und der Bedarf an einer Wertberichtigung der gasbezogenen Kapazität - Gaslager, LNG-Kapazität und Gaskraftwerke in Holland und Großbritannien. Hinzu kommen erhöhte Kosten in Verbindung mit der Reparatur der Siri-Plattform - ca. DKK 1,2 Mrd. der Gesamtkosten wurden 2012 bezahlt - und Verzögerungen bei der Inbetriebnahme der Windparks.

Wir vertrauen darauf, dass DONG dazu in der Lage sein wird, die Rentabilität im Laufe der nächsten Jahre wiederherzustellen. Die Neuverhandlung der Gasverträge wird dazu beitragen, und auch die Sparmaßnahmen werden ihre Wirkung zeigen. Nicht zuletzt werden auch die Einnahmen aus Projekten, die zurzeit fertig gestellt werden, zur Verbesserung der Rentabilität beitragen. Deshalb besteht Grund zu der Hoffnung, dass die "roten Zahlen" von 2012 ein Einzelfall bleiben und dass 2013 ein Jahr mit vielen Veränderungen in geschäftlicher Hinsicht wird. Auf diesem Hintergrund und angesichts der starken Unterstützungserklärung seitens des Finanzministeriums sind wir der Ansicht, dass es für DONG möglich sein wird, eine Herabstufung zu vermeiden. Wir sind der Erwartung, dass sich der Eigentümerkreis von DONG bis Ende des Jahres um neue institutionelle Anleger erweitert haben wird.

*Dies ist eine Case-Empfehlung. Das Unternehmen ist Teil unseres Analyseuniversums, solange wir ein Renditepotenzial sehen, das eine Kaufempfehlung rechtfertigt. Bei einer Herabstufung auf „Verkaufen“ werden wir in der Regel die Coverage des Unternehmens einstellen.*

**Dies ist ein komplexes Produkt.**



### Empfehlungen:

KAUFEN: €5,5% 3005 - XS0223249003

VERKAUFEN: €7,75% 3010 -

XS0560190901

DKK mio.	2011R	2012R	2013E
Rev.	56.842	67.243	69.260
EBITDA	13.780	8.632	12.12
Adj. Leverage	2,2	4,6	2,8

### €5.5% 3005



Source: Jyske Bank & Bloomberg

Jyske Markets  
Vestergade 8-16  
DK-8600 Silkeborg

**Analyst:**  
Jens Houe Thomsen

+45 89 89 70 42  
jht@jyskebank.dk

**Haftungsausschluss:**  
Sehen Sie bitte die letzten Seiten.

Issue	Rec.	Risk	Price	Yield	Bid Spread	Bid Spread Target	Bid Price target	Exp. 12M Return	Rating*
€5,5% 3005	BUY	Low	106,00	2,8%	307	250	103,625	2,9%	BBB-
€7,75% 3010	SELL	Medium	110,25	6,1%	496	600	103,25	0,7%	BB+

Note: When on strong buy, buy or hold the offer price/yield/spread is shown. When on sell the bid price/yield/spread is shown.

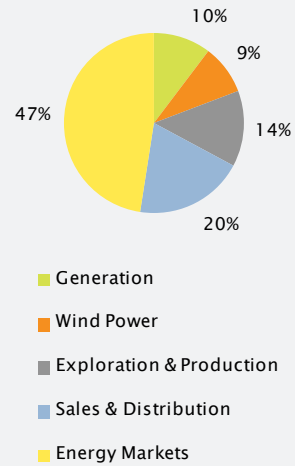
\*\*Composite rating. Source: Bloomberg.

**Überblick**

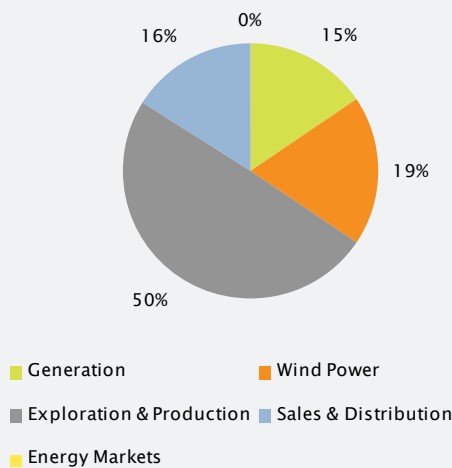
**Unternehmensprofil**

DONG Energy A/S ist ein integrierter Energiekonzern, der Energie und verknüpfte Produkte in Nordeuropa vermittelt, produziert, distribuiert, kauft und verkauft. Das Unternehmen ist marktführend am dänischen Energiemarkt, wo man 54 % der Elektrizität und 35 % der Wärme produziert. Es wird erwartet, dass das Unternehmen künftig durch Expansion an anderen nordeuropäischen Energiemärkten wachsen wird. Der dänische Staat ist weiterhin Hauptaktionär (80 %) im Unternehmen. Ein Börsengang scheint erst nach 2015 aktuell zu sein. DONG möchte im Bereich umweltfreundliche und versorgungssichere Energie führend sein. DONG hat sich zum Ziel gesetzt, die CO<sub>2</sub>-Emission durch Umstellung der Produktion auf erneuerbare Energie im Laufe der nächsten 30 Jahre auf 15 % des jetzigen Niveaus zu reduzieren.

**Umsatz auf Segmente verteilt**



**Gewinn auf Segmente verteilt (EBITDA)**



**Nettoschulden und Nettoleverage**



**Fundamentalbewertung**

- S&P hat Dong Energy ein BBB+-Rating mit einem negativen Ausblick erteilt, während Moody's dem Unternehmen das Rating Baa1 erteilt hat.
- Das Rating reflektiert die starke Position des Unternehmens in Dänemark und die hohe Beteiligung des Staates.
- Das Hauptziel des Unternehmens ist es, als Minimum das Rating BBB+/Baa1 beizubehalten.

**Investment Case**

- Es wird erwartet, dass der Turnaround des Unternehmens die Rentabilität wiederherstellen und die Gewinne in den kommenden Jahren verbessern wird.
- Die sich verschlechternde Rentabilität im Bereich Gas sowie der Fokus auf Wachstum hat in den letzten Jahren die Nettoschulden nicht unwesentlich erhöht..
- Eine Kapitalerhöhung, der Verkauf von Aktivitäten außerhalb des Kerngeschäfts sowie eine verbesserte Rentabilität sollen das Gearing auf ein Niveau unter 2,5x im Jahr 2014 bringen.

**Kurstrigger**

- Heraufstufung des Ratings bei den internationalen Ratingagenturen
- Sehr kalter und langer Winter mit großem Energieverbrauch und hohen Elektrizitätspreisen zur Folge
- Neue Ölfunde, z. B. in der Nordsee
- Neue große Aufträge im Bereich Windenergie
- Erhöhte Monetarisierung der Sachkenntnis des Unternehmens im Bereich Grüne Energie

**Risikofaktoren**

- Umfassendes Investmentprogramm (insbesondere im Bereich Offshore-Windenergie), das mit technologischen, betrieblichen und regulatorischen Risiken verbunden ist
- Großer Anteil der Produktion kommt von reifen Feldern in der Nordsee
- Das Investmentprogramm kann die erwartete Rendite nicht liefern
- Schwankende Energiepreise und vor allem schwankender

## Haftungsausschluss (Disclaimer & Disclosure)

Die Jyske Bank wird von der dänischen Finanzaufsicht (Finanstilsynet) beaufsichtigt.

Die Analyse basiert auf Informationen, die die Jyske Bank als vertrauenswürdig erachtet. Die Jyske Bank haftet jedoch nicht für die Richtigkeit des zu Grunde liegenden Materials oder für Dispositionen auf Grund der Informationen in dieser Analyse oder der darin enthaltenen Bewertungen. Die Bewertungen und Empfehlungen dieser Analyse können sich kurzfristig ändern. Die Analyse ist für den persönlichen Gebrauch der Kunden der Jyske Bank bestimmt und darf nicht kopiert werden.

Diese Analyse ist eine Anlageanalyse.

### Interessenkonflikte

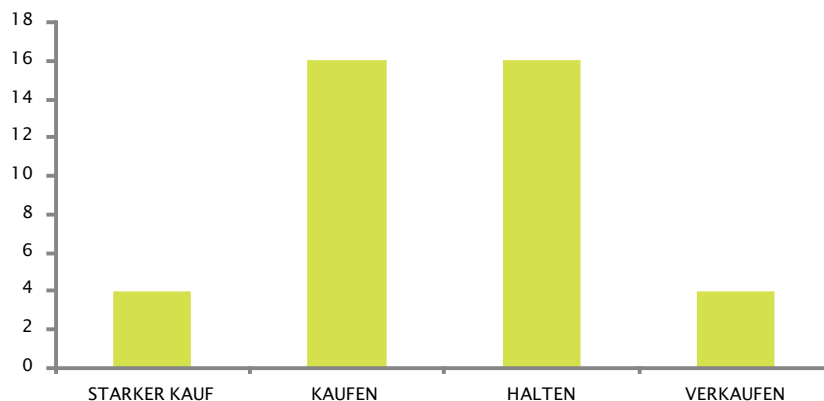
Die Jyske Bank hat Verfahren zur Vorbeugung und Vermeidung von Interessenkonflikten und damit zur Sicherung einer objektiven Erarbeitung von Analysen entwickelt. Diese Verfahren sind in die Geschäftsgänge der Jyske Markets (Geschäftseinheit der Jyske Bank) eingearbeitet, die die Aktienanalyseaktivitäten umfassen.

Ferner dürfen die Unternehmensanleihenanalysten der Jyske Bank keine Positionen an den Wertpapieren halten, über welche sie Analysen erstellen. Wenn ein Analyst wegen Krankheit, Geschäftsreisen u. ä. für den sonst verantwortlichen Analysten eintritt, ist es dem Analysten nicht erlaubt, die betreffende Unternehmensanleihe am Tag der Veröffentlichung der Analyse und am Tag danach zu handeln. Die Jyske Bank kann jedoch Positionen an dem Unternehmen halten und / oder in einer Geschäftsbeziehung zu dem Unternehmen stehen, worüber sie Analysen erstellt. Diese Analyse ist vor der Veröffentlichung dem Unternehmen nicht vorgelegt worden. Die Analysten erhalten keine Bezahlung von Personen, die ein Interesse an der Analyse haben.

Lesen Sie mehr über die Interessenkonfliktpolitik der Jyske Bank auf <http://www.jbpb.dk/bedingungen/>.

## Unternehmensanleihenempfehlungen der Jyske Bank – aktuelle Verteilung

### Verteilung der Empfehlungen für Unternehmensanleihen (Anzahl)



Quelle: Jyske Bank

**Finanzielle Modelle**

Die Jyske Bank erstellt Modelle für die erwartete Entwicklung der Bilanz und der Gewinn- und Verlustrechnung des analysierten Unternehmens. Auf Basis dieser Zahlen wird eine Reihe von Kennzahlen für das Unternehmen berechnet, die mit ähnlichen Unternehmen und der eigenen Historik des Unternehmens verglichen werden. Vor dem Hintergrund prognostizieren wir dann, zu welchem Spread die Anleihen künftig gehandelt werden. Ferner werden die Empfehlung und das Kursziel um die voraussichtliche Nachrichtenflut und die Marktstimmung auf Basis von Branchenkenntnissen und unternehmensspezifischen Verhältnissen bereinigt. Die Empfehlungen der Jyske Bank berücksichtigen die voraussichtliche Entwicklung des Marktes für Unternehmensanleihen, der Sektoren und die Unternehmensverhältnisse.

**Risiko**

Eine Anlage in dieser Unternehmensanleihe ist mit einem Risiko verbunden. Das Risiko im Vergleich zu einer „risikofreien“ Anlage mit derselben Laufzeit lässt sich an dem Spread, zu dem die Anleihe gehandelt wird, direkt messen. Der Spread spiegelt u. a. die Konkurswahrscheinlichkeit, die Recovery Rate und die Liquidität der Unternehmensanleihe wider. Bewegungen am Kreditmarkt, im Sektor und/ oder die Nachrichtenflut usw. über das Unternehmen können die Kursbildung der Anleihe beeinflussen. Auf der Vorderseite dieser Analyse können Sie unsere Risikoeinstufung der Unternehmensanleihe sehen.

Das Risiko der Unternehmensanleihe wird als Very Low, Low, Medium, High oder Very High angegeben und ist im Verhältnis zum High-Yield-Markt für Unternehmensanleihen zu sehen. Die in der Analyse erwähnten Risikofaktoren und/ oder Sensitivitätsberechnungen sind nicht als erschöpfend zu betrachten.

Wird die Unternehmensanleihe in einer anderen Währung als der Basiswährung des Anlegers gehandelt, nimmt der Anleger ein Währungsrisiko auf sich.

**Aktualisierung der Analyse**

Die geplante Aktualisierung der Analyse folgt den Bilanzberichten des Unternehmens. Darüber hinaus können Themenanalysen für das jeweilige Unternehmen erstellt werden, oder Themenanalysen können in Zusammenhängen erstellt werden, in denen das Unternehmen eine Rolle spielt. Diese Analysen werden bei Bedarf ausgearbeitet.

Auf der Vorderseite der Analyse ist das Datum für die erste Veröffentlichung der Analyse angegeben.

Die angegebenen Preise sind – wenn nichts anderes angeführt ist – die neuesten Preise, die die Jyske Bank vor der Veröffentlichung der Analyse festgesetzt haben.

**Empfehlungsbegriffe**

Unsere Empfehlungen verstehen sich relativ zur Marktentwicklung und beruhen auf einer Bewertung voraussichtlicher Gewinne innerhalb der kommenden 12 Monate.

Bei der Empfehlung KAUFEN oder der Empfehlung STARKER KAUF erwarten wir, dass eine Anlage in der Anleihe im Vergleich zum Markt für Unternehmensanleihen als Ganzes eine Mehrrendite erzielt. Umgekehrt erwarten wir, dass eine Anlage in der Anleihe bei der Empfehlung VERKAUFEN eine geringere Rendite als der Markt für Unternehmensanleihen als Ganzes erzielt.

Da unsere Empfehlungen relativ und risikobereinigt sind, ist es möglich, unsere Empfehlungen sektor- und risikoübergreifend zu vergleichen. Außerdem ist das Potenzial auch absolut in unserem Renditeziel enthalten.

**Ansprechpartner****Jyske Bank (Schweiz) AG**

Tel.: +41 44 368 7373

**Jyske Bank (France)**

Tel.: +33 493 39 39 00

**Berben's Effectenkantoor B.V.**

Tel.: +31 (0) 495 456000

**Jyske Bank (Gibraltar) Ltd**

Tel.: +350 20072782

**PBC Hamburg**

Tel.: +49 40 309 510 24

**Private Banking Copenhagen (PBC)**

Tel.: +45 89 89 62 32