JYSKE BANK

04.10.2013

UNMITTELBARER KOMMENTAR

Dong Energy (Kaufen)

Neue Aktionäre

Dies ist ein komplexes Produkt.

Kapitalerhöhung größer als erwartet und positiv für DONG

Wir halten an unserer Kaufempfehlung für die Anleihe von Dong fest, nachdem wir die Nachricht über eine bevorstehende Kapitalerweiterung in Höhe von DKK 11 Mrd. erhalten haben. Wir gehen davon aus, dass die anhaltende Verbesserung der Rentabilität die Einengung des Spreads zusätzlich unterstützen wird. Die laufende Kostenreduktion, die Ingangsetzung großer Projekte wie Anholt und London Array, die deutliche Reduktion der Schulden durch den Verkauf von Vermögenswerten für gut DKK 10 Mrd. sowie DKK 11 Mrd. durch die bevorstehende Kapitalerhöhung – das alles sind Faktoren, die eine deutliche Stärkung der Rentabilität in den kommenden Jahren sichern werden.

Vermutlich keine kurzfristige Änderung des Ratings

Wir rechnen nicht damit, dass die Neuigkeit über eine bevorstehende Kapitalerhöhung zu einer Änderung des Ratings des Unternehmens führen wird (Baa1 von Moody's und BBB+ von S&P und Fitch). Moody's stuft auf stabilen Ausblick ein, während S&P und Fitch beide das Unternehmen auf negativen Ausblick einstufen. Über eine wahrscheinliche Änderung der zweifachen Einstufung auf negativen Ausblick hinaus erwarten wir keine Änderungen für die Ratings von DONG Energy A/S. In ihren Kommentaren hoben die Ratingagenturen hervor, dass die erteilten Ratings auf der Vermutung basierten, dass der dänische Staat als Mehrheitsaktionär sichern würde, dass der angekündigte Kapitalzufluss in Höhe von DKK 6-8 Mrd. auch wirklich stattfinden würde. Diese Vermutung wurde durch den Finanzminister, der in einer Pressemitteilung die breite politische Unterstützung bestätigte, noch verstärkt.

Deutliche Stärkung der Kapitalgrundlage und der Kennzahlen

Die Kapitalerweiterung wird DONG Energy DKK 11 Mrd. zuführen, die von Goldman Sachs (DKK 8 Mrd.), ATP (DKK 2,2 Mrd.) und PFA (DKK 0,8 Mrd.) eingebracht werden. Sollte bei den existierenden Anlegern Interesse daran bestehen, zusätzliche Aktien zu erwerben, wird ein Kauf auf der Basis des

Issue	Rec.	Risk	Price	Yield	Bid Spread	Bid Spread Target	Bid Price target	Exp. 12M Return	Rating*
€5,5% 3005	BUY	Low	104,75	2,6%	305	150	102,5	3,3%	BBB-
€6,25% 3013	BUY	Medium	104,50	5,6%	400	390	103,75	5,3%	BB+
€4,875% 3013	BUY	Medium	101,75	4,5%	396	375	101,25	4,4%	BB+

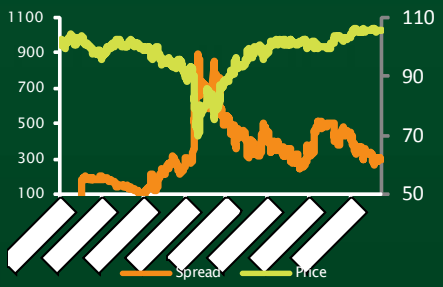
Anm.: When on strong buy, buy or hold the offer price/yield is shown. When on sell the bid price/yield is shown.
**Zusammengesetztes Rating. Quelle: Bloomberg.

Empfehlungen:

KAUFEN: €5,5% 3005 – XS0223249003
KAUFEN: €6,25% 3013 – XS0943370543
KAUFEN: €4,875% 3013 – XS0943371194

DKK mio.	2011R	2012R	2013E
Rev.	56.842	67.243	70.605
EBITDA	13.780	8.632	13.415
Adj. Leverage	2,2	4,6	2,2

€5.5% 3005



Source: Jyske Bank & Bloomberg

Jyske Markets
Vestergade 8 -16
DK – 8600 Silkeborg

Analyst:
Jens Houe Thomsen
Senior-Unternehmensanleihenanalyst
+45 89 89 76 88
jht@jyskebank.dk

Haftungsausschluss:
Sehen Sie bitte die letzten Seiten.

festgesetzten Preises für Dong Energy in Höhe von DKK 31,5 Mrd erfolgen, d. h. zum selben Preis, zu dem die neuen Aktionäre gekauft haben. SEAS soll nach Verlautbarungen der Presse daran interessiert sein, einen Eigentümeranteil von mehr als 10 % beizubehalten. Dies wird gegebenenfalls DONG Energy einen Erlös von rundgerechnet DKK 900 Mio. einbringen.

Zum jetzigen Zeitpunkt besteht eine unverbindliche Vereinbarung über die Kapitalerhöhung, deren Durchführung weiterhin noch vor Ende des Jahres erwartet wird. Die endgültige Vereinbarung setzt die Due Diligence der neuen Aktionäre, eine Genehmigung durch den Finanzausschuss, die Zustimmung der existierenden Aktionäre sowie eine Genehmigung seitens der Wettbewerbsbehörde voraus. Wir rechnen damit, dass diese Formalitäten keinen Anlass zu Problemen geben werden.

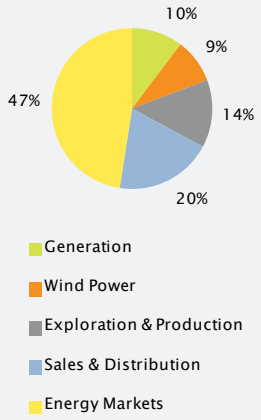
Die Parteien haben die Absicht, DONG Energy bis 2017 an der Börse notieren zu lassen. Sollte der Börsengang nicht stattgefunden haben, bevor DONG Energy die Bilanz für 2017 vorlegt, dann ist der dänische Staat dazu verpflichtet, die Aktien zu einem noch nicht veröffentlichten Preis zurückzukaufen.

Überblick

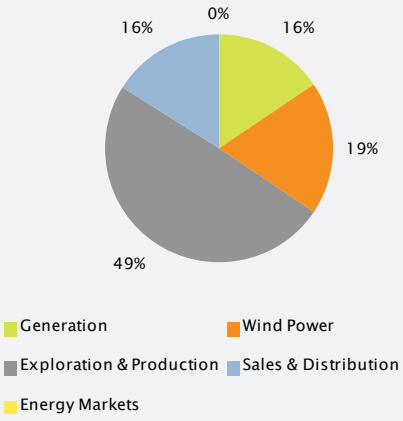
Unternehmensprofil

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 CO2-Emission durch Umstellung der Produktion auf erneuerbare Energie im Laufe der nächsten 30 Jahre auf 15 % des jetzigen Niveaus zu reduzieren.

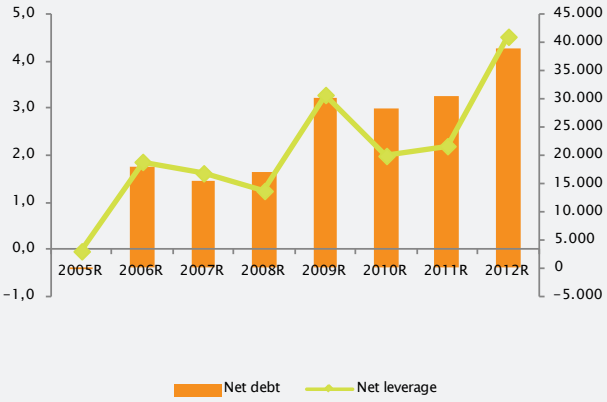
Umsatz auf Segmente verteilt



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 haben in den letzten Jahren die Nettoschulden nicht unwesentlich erhöht.
- Eine Kapitalerhöhung, der Verkauf von Aktivitäten außerhalb des Kerngeschäfts sowie eine verbesserte Rentabilität sollen den Leverage 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 Spread zwischen Öl- und Gaspreis

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

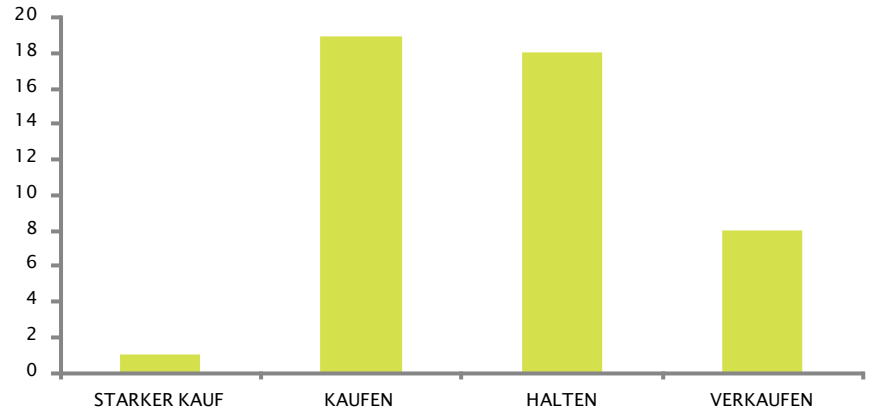
Die Jyske Bank hat Verfahren zur Vorbeugung und Vermeidung von Interessenkonflikten und damit zur Sicherung einer objektiven Erarbeitung von Analysen entwickelt. Diese Verfahren sind in die Geschäftsgänge der Jyske Markets (Geschäftseinheit der Jyske Bank) eingearbeitet, die die Aktienanalyseaktivitäten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

richtenflut 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 hat.

Empfehlungsbegriffe

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

Die in der Analyse geschätzten künftigen und historischen Renditen sind Renditen vor Kosten und steuerlichen Verhältnissen, weil Renditen nach Kosten und steuerlichen Verhältnissen individuell abhängig von kunden-, aufbewahrungs-, volumen-, markt-, währungs- und produktspezifischen Bedingungen sein werden. Es ist nicht sicher, dass die Anleihe die angeführte(n), voraussichtliche(n), künftige(n) Rendite(n) abwerfen wird. Die angeführte(n), voraussichtliche(n), künftige(n) Rendite(n) ist/sind ausschließlich Ausdruck unserer besten Schätzung.

Investment Centre, North
Toldbod Plads 1
DK-9000 Aalborg

Investment Centre, Mid-West
St. Torv 1
DK-7500 Holstebro

Investment Centre, South-West
Torvet 21
DK-6700 Esbjerg

Investment Centre, Eastern Jutland
Østergade 4
DK-8000 Århus C

Investment Centre, Trekantsområdet
Hjulmagervej 8 F
DK-7100 Vejle

Investment Centre, Copenhagen
Vesterbrogade 9
DK-1780 København V

Investment Centre, Zealand
Nørregade 6
DK-4100 Ringsted

Investment Centre, Funen
Mageløs 8
DK-5100 Odense C

Investment Centre, Silkeborg
Vestergade 8 - 10
DK-8600 Silkeborg

Jyske Bank (Schweiz) AG
Tel: +41 44 368 7373

Berben's Effectenkantoor B.V.
Tel: +31 (0)495 456000

PBC Hamburg
Tel: +49 40 309 510 24

Jyske Bank (France)
Tel : +33 493 39 39 00

Jyske Bank (Gibraltar) Ltd
Tel: +350 20072782

Private Banking Copenhagen (PBC)
Tel: +45 89 89 62 32

Contacts for Institutional Customers

Kim Sejdelin Christensen	Manager, Sales Desk, Equities
+45 87 57 82 81	sejdelin@jyskebank.dk
Klaus Andersen	Senior Account Manager
+45 87 57 82 89	klaus.andersen@jyskebank.dk
Anders Isager	Senior Account Manager
+45 87 57 82 90	anders.isager@jyskebank.dk
Martin Munk	Senior Account Manager
+45 87 57 82 84	martin-munk@jyskebank.dk
Michael Lyngsø	Senior Account Manager
+45 87 57 82 86	michael.lyngsoe@jyskebank.dk
Jens Johansen	Senior Account Manager
+45 87 57 82 88	jens.johansen@jyskebank.dk