

Hvilken vej skal Ørsted gå – og hvor findes der kvalitetsselskaber i energiomstillingen?

I den kommende investeringsforening, Furesø Globale Kvalitetsaktier, investerer vi i kvalitetsselskaber indenfor seks udvalgte markeder, hvor vi vurderer, at de langsigtede vækstmuligheder er gode og gerne strukturelle. En af markederne har vi navngivet Energi Transition. Fælles for selskaberne indenfor energi transition er, at vi gerne vil investere i kvalitetsselskaber som forventes at få øget vækst og værdiskabelse fra den globale økonomis omstilling til klimaneutralitet.

Forsyningssektoren udgør 3% af det globale aktiemarked og ved første øjekast burde sektoren være en oplagt del af investeringsuniverset indenfor markedet Energi Transition. Med udgangspunkt i Ørsted og en række generelle betragtninger omkring forsyningssektoren vil vi i det følgende forsøge at anskueliggøre, hvorfor vi er skeptiske overfor at inkludere forsyningselskaber i vores investeringsunivers og portefølje.

Ørsted bør prioritere langsigtet værdiskabelse. På trods af en kapitaludvidelse.

Investorer i Ørsted ejer aktien grundet de langsigtede vækstmuligheder indenfor offshore vind. Andelen af vedvarende energi skal stige fra omkring 12% til 70%, hvis man skal nå IEAs scenarier for at reducere den globale CO₂-udledning til nettonul i 2050. Baseret på vækstmulighederne alene kunne Ørsted være en kandidat til vores investeringsunivers, men vi vurderer, at kvaliteten for nærværende er for lav. Både i forhold til de forventede rentabilitetsniveauer, en forretningsmodel der involverer store svært forudsigelige projekter samt de højaktuelle udfordringer med kapitalstrukturen. I det følgende vil vi anskueliggøre nogle af disse problematikker.

Vi er enige i, at Ørsted gør det rigtige med hensyn til at træde tilbage fra en række ikke-rentable projekter i form af Ocean Wind 1 og 2 ud for New Jerseys kyst i USA. Men hvordan kunne Ørsted ende i den nuværende situation? I vores optik, og i bagklogskabens klare lys, kan man pege på en række faktorer:

- Tidsperioden mellem fastsættelsen af el-afregningspriserne til endelig drift af vindmølleparkerne har gjort investeringscasen følsom overfor omkostningsforøgelse.
- Forøgede omkostninger til investeringer i turbiner, installationskibe, kabler, fundamenter osv.
- Kraftigt stigende renter og stigende finansieringsomkostninger.
- Krav om lokale leverandører har medført, at Ørsted har taget en række lange forpligtelser uden at vide, hvornår indtjeningen ville komme.

I forbindelse med Q3-regnskabet offentliggjorde Ørsted, at man udover at sløjfe Ocean Wind 1 og 2, også er ved at udarbejde en revideret strategi. Herunder er en vurdering af kapitalstrukturen også forventeligt, især i lyset af Fitch samt S&Ps beslutninger om at sætte selskabets kreditvurdering under review for en potentiel nedjustering. Ørsted er fast besluttet på at beholde den nuværende kreditvurdering, og det er derfor nødvendigt, at de trækker i nogle andre håndtag for ikke at miste den.

Et af disse håndtag er en kapitaludvidelse, hvor der udstedes nye aktier. For at vurdere, hvor meget kapital Ørsted eventuelt skal hente fra investorerne, kan man forsøge at se på hvor meget gæld de kan bære i forhold til at opretholde det nøgletal, der hedder "FFO/Adjusted Net Debt". FFO står for funds from operations, og det er groft sagt pengestrømmene fra driften med nogle justeringer, f.eks. gevinster fra salg af aktiver. Denne sættes i forhold til nettogælden også med nogle justeringer, f.eks. for anvendelsen af hybrid gæld.

Ørsted har en målsætning om, at dette nøgletal skal ligge over 25%, og det er efter vores opfattelse den primære målsætning i forhold til kapitalstrukturen og det nøgletal som kreditvurderingsbureauerne fokuserer på. Herunder har vi gengivet en beregning med nuværende konsensus estimater for nettogælden og egne beregninger for FFO. Det bør nævnes, at der kan være stor usikkerhed på disse estimater, da det blandt andet afhænger af Ørsteds anvendelse af derivater.

DKKm	Q3/23	2024E	2025E
Funds from operations, FFO (q3 er sidste 12mdr)	11.523	18.392	19.870
Nettogæld	42.892	77.640	97.482
50% af hybrid kapital og andet	12.355	12.355	12.355
Justeret nettogæld (Adj. Net Debt)	55.247	89.995	109.837
FFO/Adj. Net debt	21%	20%	18%
Adj Net debt for at bibeholde 25%	46.092	73.567	79.479
Behov for kapital	9.155	16.428	30.358

Kilde: Furesø Kapitalforvaltning, Refinitiv

Hvis Ørsted skal bibeholde et 25% minimum, så er behovet for kapital omkring 15-30mia. DKK i 2024 og 2025. Reelt set er behovet nok omkring 30-35mia. DKK for ikke at lægge sig for tæt på de 25%. Det svarer til 24% af den nuværende markedsværdi af Ørsted. Ørsted har en autorisation til at udstede 20% nye aktier uden at afholde en generalforsamling, men der er også en række andre håndtag, man kan trække i. De vigtigste er:

- **Accelerere tempoet/størrelsen af salget af ejerandele i eksisterende vindmølleparker.** Ørsted frasælger jævnligt hele eller dele af sine vindmølleparker, og i deres nuværende strategi forventes det, at ca. 30% af det samlede investeringsbehov skal finansieres via. frasalg. En potentiel køber ved, at Ørsted har behov for kapitalen, finansieringsrenterne er markant højere og der er rentabilitetsproblemer på Ocean Wind 1 og 2. Det giver købere gode kort på hånden og kan reducere salgspriserne.
- **Reducere investeringerne.** Ocean Wind 1 og 2 er aflyst, og dermed falder Ørsteds investeringsbehov i vores optik med mellem 50-60mia. DKK over de næste 2-3 år. Konsensus regner med et investeringsniveau på lidt over 40mia. DKK over de næste år, og en høj andel af disse er til allerede godkendte projekter. Så på den helt korte bane kan det være svært at finde voldsomt meget kapital her.
- **Reducere udbyttet.** Ørsted har guidet for en høj en-cifret vækst i udbyttet. Hvis udbyttet sløjfes for de næste to år, kan Ørsted finde omkring 12mia. DKK. Det er vores erfaring, at en ledelse altid vil bekræfte sin udbyttepolitik, indtil det modsatte er tilfældet. Det samme gælder for kapitaludvidelser.
- **Fremlægge en plan for forbedret indtjening fra driften.** I deres reviderede strategiplan som forventes at blive fremlagt senest ved helårsregnskabet, må man også forvente et fokus på at forbedre driften. Eksempelvis gennem omkostningsbesparelser og forbedringer af arbejdskapitalen. Det er også vigtigt at genskabe tilliden til selskabets risikostyring, især ved indgåelse af nye

kontrakter og dermed, at rentabiliteten opretholdes i fremtidige projekter. Dette er ikke et quick-fix, men ganske sikkert væsentlige faktorer som både ratinginstitutter og aktionærer vil værdsætte.

- **Udnyttelse af skatterabatter og udstedelse af mere hybridgæld.** De nyligt vedtagne skatterabatter under den amerikanske IRA, Inflation Reduction Act, kan frigive en del af investeringsbehovet. Samtidig vil man kunne udstede mere hybrid gæld og indfri seniorgæld. Førstnævnte tæller kun 50% i opgørelsen af den justerede nettogæld. Hybridgæld er dyrere, og det er først i 2026, at Ørsted har større senior obligationsudstedelser, som skal indfries. Man kan dog lave et bud på sidstnævnte, hvis man ønsker det.

Det har ikke været et let valg at komme til markedet med en aflysning af de amerikanske projekter, men det burde tjene aktionærerne på sigt, hvis afkastet på den investerede kapital var reduceret under selskabets afkastkrav. Det er heller ikke et let valg at trække i en eller flere af de ovennævnte ”håndtag”, hvoraf de sværeste på den korte bane er at udstede ny egenkapital eller reducere udbyttet.

Man er kun aktionær i Ørsted, hvis man tror på, at boniteten og rentabiliteten i de fremtidige projekter er fornuftige. Ørsteds nuværende og fremtidige aktionærer tror på energitransitionen samt den vækst og de investeringsmuligheder, som den fører med sig. Derfor bør en revideret strategiplan prioritere netop en højere rentabilitet og en forsat fornuftig vækststrate i investeringer og indtjening, som kan forenes med et revideret kapitalberedskab. En kapitaludvidelse eller en udbyttereduktion vil være glemt om et par år. Men det tager endnu længere tid og få slettet ”straffeattesten” hvis investeringscasens DNA misforvaltes.

Forsyningssektoren har leveret dårlige afkast og rentabilitet i en længere årrække

Forsyningselskaber udgør ca. 3% af det globale aktiemarked, og sektoren indeholder en række store selskaber fra USA og Europa. Der har været nedsmeltning blandt selskaber indenfor den grønne omstilling i et stykke tid, men det er ikke kun af denne årsag, vi er skeptiske overfor at have for mange forsyningselskaber i investeringsuniverset i Furesø Globale Kvalitetsaktier. Selskaberne indenfor forsyningssektoren har generelt et lavt afkast på den investerede kapital, hvilket også ses i figuren herunder.

Afkast på investeret kapital (ROIC)	2018-2022	2024E-2025E
Nextera Energy Inc	6,7%	6,5%
Southern Co	6,3%	6,0%
Iberdrola SA	5,0%	6,1%
Enel SpA	8,3%	8,1%
National Grid PLC	5,4%	4,3%
Sempra	7,5%	7,5%
Engie SA	6,0%	5,6%
American Electric Power Company Inc	6,7%	6,2%
Dominion Energy Inc	7,1%	5,8%
Exelon Corp	4,2%	6,0%
Gennemsnit 10 største	6,3%	6,2%
Median for forsyningssektoren	6,3%	5,9%
Ørsted	11,1%	5,7%

Kilde: Furesø Kapitalforvaltning, Refinitiv

Over de sidste 5 år har forsyningssektoren leveret et afkast på investeret kapital på lidt over 6%, og der forventes nogenlunde det samme over de næste par år. For mange selskabers vedkommende er de stærkt reguleret og afkastet på den investerede kapital fastsættes af staterne. Strømforbruget er ikke specielt afhængigt af konjunkturerne og selskaberne vokser i snit kun toplinejen med omkring 2% om året. Derudover er sektoren defensiv og udviser lavere udsving end det generelle aktiemarked. Et andet karakteristika er, at udbytteprocenterne er højere end markedet generelt.

I Furesø Globale Kvalitetsaktier vil vi hellere investere i selskaber, der formår at skabe mere værdi ud af deres stærke markedsposition, end det er tilfældet for forsyningssektoren. Som udgangspunkt går vi helst efter selskaber, som kan give et afkast på den investerede kapital på mere end 15% og samtidig vokse hurtigere end markedet generelt.

I tabellen herunder kan du se afkastet for forsyningssektoren, målt i USD over en række tidsperioder. Set over de sidst 5 og 10 år har sektoren givet et afkast, der er omtrent 3-4pp dårligere om året. Som før nævnt er det en defensiv sektor, og risikoen er lavere, men til trods for dette er afkastet målt i forhold til risikoen også lidt dårligere for forsyningssektoren end for verdensmarkedet generelt.

Afkast pr. Okt. 2023 (USD)	År til dato	1 år	3 år p.a.	5 år p.a.	10 år p.a.
MSCI World Utilities	-8,8%	-1,4%	0,8%	4,4%	4,8%
MSCI World	7,9%	10,5%	8,1%	8,3%	7,5%
Forskel	-16,6%	-11,9%	-7,3%	-3,9%	-2,7%

Kilde: Furesø Kapitalforvaltning, MSCI

Kvalitetsselskaber med eksponering til energitransitionen

Investeringsmuligheder med eksponering til energitransitionen findes heldigvis mange andre steder end indenfor forsyningssektoren. Som eksempel vil vi nævne to selskaber, som vi mener lever op til de krav vi stiller til kvalitet, og det er amerikanske **Trane Technologies** og franske **Schneider Electric**.

Trane Technologies begyndte indenfor produktion af radiatorer og over mere end 100 år har selskabet udviklet sig til at blive en global leder indenfor opvarmning, nedkøling og ventilation af bygninger. En industri der ofte kaldes for HVAC, heating, ventilation and air conditioning.

I dag er 80% af Tranes omsætning relateret til HVAC systemer, 65% til erhverv og 15% til private. De nyeste systemer til opvarmning – og nedkøling er ofte baseret på varmepumpeteknologi, der anvender elektricitet til at flytte varme ind i bygningen om vinteren og ud af bygningen om sommeren. Besparelserne relativt til ældre systemer, hvor opvarmningen er baseret på gas, er ofte så markante, at investeringen er betalt tilbage relativt hurtig. Dermed bliver den løbende drift af ejendommen mere attraktiv, og det gavner klimaet idet CO₂-udledningen reduceres, i nogle tilfælde med 100%.

15% af den globale CO₂-udledning stammer fra opvarmning og nedkøling af bygninger og antallet af kvadratmeter i ejendomme ventes at vokse 20% frem mod 2030 grundet befolkningstilvækst, øget velstand og urbanisering. Skal man nå det internationale energy agents (IEA) scenarie, som er i overensstemmelse med Paris-aftalens målsætninger, så anbefaler de, at bygningsrelateret CO₂-udledning fra opvarmning og nedkøling reduceres med 50% allerede i 2030. 20% af den eksisterende bygningsmasse skal retrofittes til ikke at udlede CO₂, og alle nye bygninger skal opføres, så de ikke udleder CO₂. Der skal ligeledes installeres

1,8 mia. varmepumper, inden vi skriver 2050. Trane Technologies kommer til at nyde godt af denne nødvendige udvikling.

Historisk har Tranes omsætning vokset omkring 7% og rentabilitetsniveauet målt på EBIT ligger omkring 15%, hvilket er markant højere end industriselskaber generelt. Forretningsmodellen binder ikke meget kapital til investeringer eller arbejdskapital, og Tranes afkast på den investerede kapital er 16-17%. Vi vurderer, at kvaliteten af selskabet er høj, og at deres kontinuerlige fokus og investeringer i teknologisk lederskab, er selskabets væsentligste konkurrencemæssige fordel.

Et andet selskab vi ser som god kvalitet med eksponering til energitransitionen er **Schneider Electric** der har specialiseret sig i automatisering og energistyring. Deres løsninger implementeres primært i boliger, erhvervsejendomme, energiinfrastruktur og en lang række industrier.

Vi ser Schneider som et af de rene selskaber indenfor elektrificering, automatisering og digitalisering. Efter vores vurdering har koncernen en ideelt positioneret portefølje til at drage fordel af de strukturelt attraktive markeder og de står med en bred vifte af muligheder for at øge den underliggende markedsvækst gennem egne initiativer.

I forbindelse med Schneiders seneste kapitalmarkedsdag meldte selskabet ud, at det regner med at kunne levere en organisk salgsvækst på 7-10% for 2023-2027 og mere end 0,5%-point i årlig forbedring af driftens rentabilitet.

Både Trane Technologies og Schneider Electric er en del af investeringsuniverset i Furesø Globale Kvalitetsaktier.

Ansvarsfraskrivelse:

Alt indhold i dette notat er generelt informationsmateriale om den kommende investeringsforening.

Det er ikke et tilbud eller en opfordring til at handle med værdipapirer eller de enkeltaktier der nævnes i nyhedsbrevet.

Nyhedsbrevet er ikke investeringsrådgivning og kan indeholde udsagn om fremtiden. Udviklingen i fremtiden kan være væsentlig forskellig fra disse udsagn.

Historiske afkast er ikke garanti for fremtidige afkast.