

der udtrykker, hvor stor en forrentning DUC har fået i gennemsnit over en given periode, når der tages udgangspunkt i kapitalstrømmene ud og ind af virksomheden.

Det gennemsnitlige afkast er beregnet på grundlag af de realiserede pengestrømme. Således er der indberegnet de investeringer, der er foretaget i forbindelse med opførelse af anlæg m.m. Derimod er der ikke medregnet investeringer i forsknings- og udviklingsaktiviteter for eksempelvis at forbedre indvindingsgraderne. Konsekvensen heraf er, at de samlede investeringer undervurderes.

De fleste investeringer er foretaget med henblik på et fremtidigt afkast. Det betyder, at der indgår investeringer, der vedrører fremtidige indtjening. For at tage højde for dette er værdien af aktivmassen i det følgende medtaget i be-

regningerne af det gennemsnitlige afkast for perioden. Denne værdi kaldes terminalværdien.

Terminalværdien repræsenterer værdien af DUC's aktiver ultimo 2003. At opgøre den faktiske værdi af DUC's investeringer er imidlertid forbundet med stor usikkerhed, eftersom værdien af dette materiel ikke kendes med sikkerhed før disse aktiver afhændes til anden side.

For at illustrere effekten af usikkerheden forbundet med fastsættelse af terminalværdien, er der fundet gennemsnitlige afkast for perioden 1962-2003 for forskellige terminalværdier.

Som det fremgår af tabel 1 neden for svinger den gennemsnitlige nominelle forrentning for perioden 1962-2003 mellem ca. 16 og 18 pct. for en terminalværdi i intervallet 20-80 mia. kr.

Tabel 1. Gennemsnitlige afkastgrader for perioden 1962-2003 for forskellige terminalværdier

Forudsat terminalværdi (mia. kr.)	Forventet gennemsnitligt afkast For perioden 1962-2003
20	16,7 pct.
30	16,9 pct.
45	17,2 pct.
60	17,4 pct.
80	17,7 pct.

Kilde: Egne beregninger

DUC's aktivmasse forventes at blive bogført til en værdi på ca. 30 mia. kr. ultimo 2003. Samtidig forventes de samlede investeringer ultimo 2003 at udgøre ca. 80 mia. kr. (2003-priser).

I de regnskabsmæssige opgørelser indgår ikke investeringer i forskning og udvikling. På samme måde indgår der heller ikke værdien af den knowhow om fx vandrette borer, som er udviklet samt de teknologiske fremskridt, der er foretaget i den sammenhæng. Hertil kommer, at værdien af aktiverne naturligvis må ses i forhold til, hvilken forventet fremtidig indtjening, de kan genere.

På den anden side er det også klart, at værdien af aktiverne næppe er lig den samlede værdi af foretagne investeringer. Således er en række investeringer af ældre dato og har derfor næppe samme værdi i dag. Værdien af aktiverne må

derfor ligge over de 30 mia. kr., men under 80 mia. kr.

Et gennemsnitligt nominelt afkast på 16 pct. for perioden 1962-2003 kan betegnes som værende et forsigtigt estimat, hvorimod et gennemsnitligt afkast på 18 pct. forventes at ligge i den øvre grænse.

Hvorvidt en gennemsnitlig forrentning på 16-18 pct. over perioden 1962-2003 er tilfredsstillende vil afhænge af, hvad man ville kunne opnå i forrentning ved alternative investeringer i denne periode. Et eksempel på en alternativ investering kunne være en statsobligation. Afkastet af en statsobligation beskrives ofte som et risikofrit afkast, fordi det nominelle afkast af en sådan investering kendes på forhånd.

Afkastet på statsobligationer har over perioden 1962-2003 varieret betydeligt, jf. figur 1.