



Finansdepartementet

Tal Vattenfalls extrastämma

Tack för ordet!

Låt mig först säga att den här stämman är viktig; vi kommer idag bestämma de övergripande målen för bolaget samt få höra om bolagets framtida strategi.

Det finns en tydlig rollfördelning. Det är vi som ägare som presenterar och fastställer de ekonomiska målen och det är styrelsen som utarbetar bolagets strategi. Klara och tydliga roller är viktiga, men lika viktigt är att det finns en pågående dialog mellan ägare och bolagets ledning kring såväl mål som strategi. Ägaren kan inte fastställa mål som inte är tydligt förankrade hos ledningen, och ledningen kan inte heller fastställa en strategi utan aktivt deltagande från ägaren.

Ekonomiska mål ska inte vara statiska; de ska justeras allteftersom världen utanför förändras. Men inte alltför

frekvent, strategiska mål måste ha en uthållighet. Om målen - å andra sidan - är statiska så blir de snart irrelevanta när omvärlden förändras. Det är precis det som skett med Vattenfalls nuvarande mål.

Vad påverkar vilka mål som Vattenfall ska arbeta utefter?

Jag vill framförallt trycka på tre viktiga faktorer:

- i. Hur ser bolagets uppdrag ut? Vattenfalls uppdrag har inte förändrats. Uppdraget beslutades av Riksdagen 2010 och lyder enligt följande: Vattenfalls uppdrag ”är att generera en marknadsmässig avkastning genom att affärsmässigt bedriva energiverksamhet så att bolaget tillhör ett av de bolag som leder utvecklingen mot en miljömässigt hållbar energiproduktion”.
- ii. Hur ser marknadsförutsättningarna ut? Här ser vi en stor förändring jämfört med 2006. Elmarknaden präglas av utbudstillväxt framöver, inte minst i Norden. Bland annat beroende på investeringar i kärnkraft i Finland samt i vindkraft i hela Norden. Det kommer pressa elpriset, självklart av avgörande betydelse för Vattenfall.
- iii. Hur ser ränteläget ut? Varje ekonomiskt mål har som utgångspunkt den riskfria räntan. Att nå – säg – 7 procents avkastning i dagens låginflations värld är bra;

att nå samma avkastning i mitten på 1990-talet, då räntan var mkt högre, är förstås inte lika bra.

Generellt gäller att i den lågräntevärld som nu råder så bör avkastningsmålen justeras ner för att bli relevanta. Den alternativa avkastningen för oss som aktieägare är väsentligt lägre idag när räntorna är låga, och det bör vi signalera till bolaget genom att revidera ner målen.

Därmed uppstår – allt annat lika – nya investeringsmöjligheter, vilket bidrar till bättre avkastning för oss som ägare. Låt mig inflika att jag även tycker det vore bra om privata ägare gjorde en anpassning av avkastningsmålen till den lägre räntan. Risken är annars att företagen kommer att prioritera bort lönsamma investeringar, till nackdel för såväl bolagens aktieägare, men även för samhällsekonomin i stort. Det är inte rimligt att sikta mot - säg - 15 procents avkastning i en mogen bransch när den riskfria räntan är långt under 3 procent.

Redan innan vi inledde arbetet med att se över de ekonomiska målen var det tydligt att de inte var rätt kalibrerade för den verklighet som nu råder; målen höll på att bli irrelevanta. Att uppnå målen blev därför inte en rimlig utgångspunkt för ägarens – dvs. statens – samtal med bolagets ledning. Framtill nu har bolaget haft ett mål att nå 15 procents avkastning på eget kapital. Med en riskfri ränta

på under 2 procent och framtida lägre elpriser är 15 procent helt enkelt inte ett rimligt mål. Att finna nya relevanta, ambitiösa men nåbara mål blev därför centralt.

Samtidigt med analysen av nya mål inleddes också en diskussion kring bolagets strategi. Därmed fick vi en integrerad diskussion kring bolagets mål och strategi. Arbetet med Vattenfalls ekonomiska mål är inledningen på ett arbete som vi kommer att ha i de flesta statliga bolag. Vi kan redan nu se att det kommer att leda till revideringar. Och det handlar inte bara om anpassning till det lägre ränteläget; utan även om att finna nya målvariabler som passar respektive bolag bäst.

Det övergripande syftet med ekonomiska mål, ur ett ägarperspektiv, är att säkerställa värdeskapande. Processen syftar till att:

- i. Ägare, styrelse och företagsledning arbetar mot gemensamma ambitiösa och långsiktiga mål.
- ii. Sträva mot en effektiv kapitalstruktur genom att tydliggöra kapitalkostnaden.
- iii. Hålla bolagets finansiella risk på en rimlig nivå.

- iv. Tillförsäkra ägare en stabil direktavkastning genom hållbara och förutsägbara utdelningar med hänsyn tagen till bolagets framtida kapitalbehov och finansiella ställning.

En första utgångspunkt är att vi måste bestämma bolagets kapitalkostnad; dvs. var går gränsen mellan värdeskapande och värdeförstörande. Investeringar som leder till en högre avkastning än bolagets kapitalkostnad kan genomföras; annars ska man avstå. Den vägda kapitalkostnaden består av kostnaden för eget kapital och kostnaden för främmande kapital, dvs. lån.

Byggklossarna i kostnaden för eget kapital utgörs av den riskfria räntan, aktiemarknadens riskpremie samt bolagets specifika risk. Vi har utgått från en riskfri ränta på ca 3 procent, en riskpremie på aktiemarknaden på ca 5 procent och bolagsrisk som är lägre; ett beta på 0,9 procent (dvs. risken att hålla VAB aktier är lägre än att hålla en samlad aktiemarknadsportfölj). När vi summerar detta landar vi för Vattenfall i en kostnad för eget kapital på drygt 7 procent. Tillsammans med Vattenfalls lånekostnader innebär detta en vägd kapitalkostnad på ca 7 procent (före skatt); där går således gränsen mellan värdeskapande och värdeförstörande.

Det nu föreslagna målet är en avkastning på sysselsatt kapital på 9 procent. Detta mått beskriver avkastningen uttryckt som rörelseresultat i förhållande till operationella tillgångar (investerat kapital). De främsta anledningarna till valet av lönsamhetsmått är att det:

- i. Är ett bra mått på lönsamhet i underliggande verksamhet eftersom det är oberoende av hur bolaget finansierar sig.
- ii. Utgör branschpraxis, och
- iii. Är direkt användbart som styrinstrument i verksamheten.

En avkastning på sysselsatt kapital på 9 procent motsvarar en avkastning på eget kapital på ca 10 procent. Därmed är det nu föreslagna målet betydligt lägre än nuvarande mål på 15 procent. Den nya nivån bedöms vara realistisk utifrån branschens förutsättningar och samtidigt ambitiöst givet Vattenfalls gällande affärsplan. Dessa 9 procent kan också ställas mot de 7 procent som jag ovan beskrev som bolagets kapitalkostnad.

Viktigt att understryka är också att ägaren sätter ett mål för hela koncernen. Det är sedan bolagets uppgift att bryta ner det övergripande målet på relevanta verksamhetsgrenar.

Valet av måttet "Avkastning på sysselsatt kapital" ger bättre förutsättningar för bolaget att åsätta olika mål för olika delar av koncernen, än exempelvis "Avkastning på eget kapital". Detta eftersom tillgångar och rörelsekapital kan allokeras ut i koncernen, till skillnad från bolagets skulder och eget kapital.

Nuvarande mål avseende kapitalstruktur och finansiell risk är att Vattenfall ska ha ett kreditbetyg i "A"-korridoren, vilket medför god kreditvärdighet i linje med de mest kreditvärda aktörerna i energibranschen. På senare tid har emellertid synen på risk i energibranschen förändrats och sektorn bedöms idag vara mer riskfylld (bl.a. pga svag konjunktur och beslutet att stänga kärnkraften i Tyskland). Det har medfört försämrat kreditbetyg för flera energibolag, inklusive Vattenfall.

De nya målen innebär en skuldsättningsgrad i intervallet 50-90 procent och internt tillförda medel på 22-30 procent av justerad nettoskuld. Målen gör det möjligt för Vattenfall att behålla ett kreditbetyg i "A"-korridoren. Men vi väljer att formulera målen i termer av skuldsättningsgrad samt kassaflöde istället för "A" korridoren. Motiven till att välja dessa mål är att de:

- i. Tydliggör önskvärd fördelning mellan eget- och främmande kapital, och

- ii. Beaktar viktiga nyckeltal för kreditvärderingsinstituten och investerare på kreditmarknaden och därmed Vattenfalls finansieringskostnad.

Den stora skillnaden jämfört med nuvarande mål är att ägaren går från ett övergripande mål för kreditbetyg till specifika mål för kapitalstruktur. Sett till kapitalstruktur och finansiell risk innebär de föreslagna målen däremot inte någon dramatisk förändring. Signalen är dock att finansiell risk framöver snarare ska minska än öka, jämfört med bolagets skuldsättningsnivå i början av detta år.

Den nu föreslagna utdelningspolicyn är detsamma som nuvarande utdelningspolicy. Detta innebär att 40-60 procent av årets resultat efter skatt ska delas ut till ägaren.

Låt mig avslutningsvis säga något om bolagets strategi. Formellt beslutas bolagets strategi av styrelsen, men givet strategins betydelse för bolaget har vi som ägare varit starkt engagerade i det arbetet. Från ägaren har vi tryckt på framförallt följande delar:

- i. Bolaget har, som jag nämnde inledningsvis, ett uppdrag ”att generera en marknadsmässig avkastning genom att affärsmässigt bedriva energiverksamhet så att bolaget tillhör ett av de bolag som leder utvecklingen mot en miljömässigt hållbar energiproduktion”. Det är viktigt att bolaget tydligt förhåller sig till detta uppdrag. Det innebär bl.a. att vi som ägare tydligt sagt att en framtida strategi bör innehålla fortsatta investeringar i förnybar energi.
- ii. Dessutom har vi sagt att det på sikt bör ske en reduktion av de delar av produktionen som släpper ut störst mängd koldioxid. Exakt hur produktionsmixen ser ut lämnar vi dock till bolaget, det är inte rimligt att detaljstyra eventuella avyttringar eller nyinvesteringar från ägaren.
- iii. Vidare har vi i strategidiskussionen med bolaget sagt att den framtida inriktningen bör – förutom vad som anges i bolaget uppdrag – ha ett nordiskt fokus. Det är på vår nordiska hemmamarknad som Vattenfall även i framtiden ska ha sin huvudsakliga verksamhet. Det utesluter inte fortsatt verksamhet utanför Norden, exempelvis vet vi att förutsättningarna för vindkraftsinvesteringar bedöms vara goda runt stora delar av Östersjön och Nordsjön.

Avslutningsvis: det har aldrig under strategi- och målprocessen uppstått några substantiella meningsskiljaktigheter mellan ägare och ledning. Vi har lyssnat på varandra och kommit fram till något som vi alla står bakom. Och processen innebär att vi förstår vad vi står bakom, onekligen en fördel.

Tack för ordet!