Deloitte
Statsautoriseret
Revisionspartnerselskab
CVR-nr: 33 96 35 56
Weidekampsgade 6
2300 København S

Telefon: 36102030
www.deloitte.dk

6. oktober 2026

Kreditvurdering af Brøndby Fjernvarme

Brøndby Fjernvarme a.m.b.a. har anmodet os om en uvildig kreditvurdering til brug for fastlæggelse af en garantiprovision i henhold til EU's retningslinjer.

Dette notat indeholder to afsnit. Det første afsnit omhandler metoden til fastsættelse af satserne for garantiprovisionen for Brøndby Fjernvarme. Det andet afsnit indeholder vores individuelle risikovurderinger i henhold til EU-Kommissionens metode.

Det bemærkes indledningsvist, at kreditvurderingen udgør et øjebliksbillede, da både forudsætningerne og Brøndby Fjernvarmes situation kan ændre sig. I forbindelse med kreditvurderingen er vi blevet oplyst om, at der pågår udrulning af fjernvarme i Brøndby Fjernvarme. Det anbefales derfor, at kreditvurderingen opdateres i takt med projekternes gennemførelse. Vurderingen af Brøndby Fjernvarme kan således ændre sig over tid.

1. Metode

Brøndby Fjernvarme er et a.m.b.a., og garantiprovision kan for forsyningsselskabet fastsættes med udgangspunkt i EU-Kommissionens vejledning om Safe Harbour-satser (2008/C 14/02).

Der foretages en vurdering af Brøndby Fjernvarmes kreditværdighed – det vil sige deres evne til at afbetale deres gældsforpligtelser. Vi har fulgt Moody's rating-metodik for regulerede el- og gasselskaber, som er den metodik, vi anser for bedst egnet. I den konkrete vurdering har vi tilpasset ratingmetodikken til den regulering i form af varmeforsyningsloven, som Brøndby Fjernvarme er underlagt. Derudover oversættes resultaterne til ratings efter Standard & Poor's (S&P) af hensyn til kommunikativ enkelhed.

Moody's og Standard & Poor's er blandt de mest anerkendte og gængse værktøjer til at foretage kreditvurderinger, og de giver derfor en fælles og gennemsigtig ramme for vurderingen af et selskabs kreditværdighed. Ved kreditværdighed forstås selskabets evne til at opfylde sine gældsforpligtelser. Vurderingen foretages på baggrund af en række parametre, der tilsammen giver en overordnet rating af selskabet.

Tabel 1 indeholder en oversigt over Safe Harbour-referencesatserne i EU-Kommissionens vejledning til brug for fastsættelse af garantiprovisionssatserne. Referencesatserne er baseret på ratings fra S&P. På baggrund af de risici, der er forbundet med Brøndby Fjernvarme, opnår selskabet en score (AAA-CCC), som knyttes til en tilsvarende garantiprovisionssats i EU's Safe Harbour-referencesatser.

Tabel 1: Oversigt over score, kreditvurdering og garantiprovisionssats

Referencesatser	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
Garantiprovisionssats	0,4	0,4	0,55	0,8	2	3,8-6,3	n.a.

** Note: n.a. betyder, at EU Kommionen ikke kan give nogen årlig minimumspræmium*

Satsen for Brøndby Fjernvarme afhænger af selskabets risikoprofil. Vores vurdering af selskabets risikoprofil og de deraf afledte garantiprovisionssatser tager udgangspunkt i et øjebliksbillede og inddrager finansielle nøgletal, regulatoriske nøgletal og andre relevante faktorer. Risikovurderingen er primært foretaget på baggrund af historiske data, og vi forholder os derfor ikke til, hvilke fremadrettede forpligtelser selskabet eventuelt kan have påtaget sig.

Deloitte er en betegnelse for et eller flere af Deloitte Touche Tohmatsu Limiteds ("DTTL") medlemsfirmaer, dets netværk af medlemsfirmaer og deres tilknyttede virksomheder (der samlet betegnes "Deloitte-organisationen"). DTTL (der også omtales som "Deloitte Global") og alle dets medlemsfirmaer og tilknyttede virksomheder udgør selvstændige og uafhængige juridiske enheder, som ikke kan forpligte hinanden over for tredjemand. DTTL og de enkelte DTTL-medlemsfirmaer og tilknyttede virksomheder er kun ansvarlige for egne handlinger og/eller udeladelser. DTTL leverer ikke ydelser til kunder. Vi henviser til www.deloitte.com/about for nærmere oplysninger.

Deloitte.

2. Vurdering af kreditrisiko

Vurderingen herunder indeholder en kreditvurdering af Brøndby Fjernvarme baseret på regulatoriske og politiske risici, evnen til at dække omkostninger, hvor diversificeret selskabets forretningsmodel er og selskabets finansielle position. Der er tale om en vurdering, der både inddrager selskabsspecifikke forhold, og en række branchespecifikke forhold samt reguleringens rammer til at indregne selskabets omkostninger.

Nedenfor har vi oplistet de væsentligste forhold, som har påvirket den selskabsspecifikke kreditvurdering, i forhold til branchen generelt.

Brøndby Fjernvarme

Selskaber, der leverer fjernvarme til slutbrugere som Brøndby Fjernvarme, er underlagt en regulering med en omkostningsbestemt opkrævningsret – ofte benævnt "hvile-i-sig-selv". Reguleringen indebærer, at selskaber omfattet af reguleringen som udgangspunkt ikke kan generere overskud, men omvendt er sikret mulighed for at opkræve alle omkostninger hos forbrugerne.

Det betyder grundlæggende, at den investering, der finansieres med optagne lån, vil generere fremtidige indtægter gennem afskrivninger på aktivet, som kan anvendes til at afvikle gælden. Derudover kan finansieringsomkostninger i form af rentebetalinger indregnes. Dette betyder, at selskaber som leverer ydelser omfattet af varmeforsyningsloven, generelt har en høj kreditværdighed.

De seneste politiske aftaler på energiområdet og tilpasninger af reguleringen af sektoren vurderes ikke at ændre væsentligt på den grundlæggende omkostningsdækning i reguleringen. Dette er en forbedring for hele branchen sammenlignet med tidligere år, hvor der har været et politisk ønske om at indføre en indtægtsrammelignende regulering. Omvendt kan vi konstatere, at tilsynsmyndighedernes seneste praksis trækker i retning af en større risiko end tidligere.

Der er desuden i 2025 indført nye regler, hvorefter fjernvarmeselskaberne underlægges et forbrugerprisloft, som giver Forsyningstilsynet mulighed for at ophæve forbrugerbindinger. For selskaber, hvis priser ligger tæt på forbrugerprisloftet, er risikoen øget i forhold til tidligere.

Særligt for Brøndby Fjernvarme har følgende faktorer påvirket vores vurdering i forhold til branchen generelt:

- Aktivafdækning: De regulatoriske anlægsaktiver inkl. anlæg under udførsel jf. årsrapporten (286,4 mio. kr.) overstiger den rentebærende gæld (230,6 mio. kr.) jf. selskabets årsrapport – ligeledes når der tages højde for den negative arbejdskapital på ca. 50 mio. kr. (samlet 280,8 mio. kr.). En solid aktivdækning trækker i retning af en høj kreditvurdering, da selskabet kan servicere sin gæld som følge af gældende regulering.
- Likviditet: Selskabets arbejdskapital falder til 50 mio. kr. i 2025, primært som følge af midlertidig finansiering af projektet *Brøndby Strand – Syd for banen*. Dette kan påvirke selskabets risiko negativt ud fra en likviditetsmæssig betragtning. Jf. punktet ovenfor, kan arbejdskapitalen fuldt lånefinansieres uden at selskabets gæld overstiger værdien af anlægsaktiverne, hvorfor dette har neutral risikopåvirkning.
- Gæld: Selskabet oplever stigende gæld pr. kunde fra ca. 41.000 kr. i 2024 til ca. 59.000 kr. pr. kunde i 2025. Årsagen til stigningen skyldes, at gælden til KommuneKredit er steget fra ca. 138 mio. kr. i 2024 til ca. 211 mio. kr. i 2025. Medtages gælden på 50 mio. kr. vedr. den negative arbejdskapital, og uændret antal kunder ift. 2026 udgør gæld pr. forbruger 69 t.kr. Det vurderes relativt højt og øger risikoen. Dog skal stigningen ses i lyset af, at gælden indeholder nye lån vedr. anlægsprojekter, som endnu ikke er fuldendt med tilslutning af alle nye kunder. Selskabet har oplyst, at den forventede leverede mængde på tværs af takstområder, vil være 303.300 MWh, hvilket er ca. 11 % højere end den leverede mængde i 2025. Når nye kunder er tilsluttet, vil dette have positiv betydning ved en reduktion af gælden pr. forbruger.
- Prisniveau - Oprindeligt område: Brøndby Fjernvarmes oprindelige område udgør i alt 84 % af den samlede varmeleverance, og varmeprisen pr. standardhus for det oprindelige område er i dag ca. 15.849 kr. inkl.

moms baseret på taksterne for 2026, hvilket er under landsgennemsnittet på 16.953 kr. jf. Forsyningstilsynets prisstatistik fra januar 2026. Den nuværende pris er lavere end det niveau, der ses i branchen, hvilket isoleret set trækker i retning af mindre risiko end branchen generelt.

- **Prisniveau - Andre områder:** For de resterende 3 områder i Brøndby Fjernvarme - Brøndbylund, Forsyningsparken Glostrup og Ragnesminde - er varmepriserne over landsgennemsnittet, idet prisen i 2026 er på henholdsvis 20.894 kr., 21.179 kr. og 18.313 kr. pr. standardhus inkl. moms, svarende til placeringer i spændet 216-310 i Forsyningstilsynets prisstatistik. Isoleret set medfører det en højere risiko, men det skal samtidig sammenholdes med, at områderne udgør 16 % af den samlede varmeleverance.
- **Prisstigninger - Oprindeligt område:** Taksterne har frem til 2022 været stabile, men er steget betydeligt siden 2023, idet taksterne er steget med 8,5 % i 2023, 9,0 % i 2024 og 20,0 % i 2025. I 2026 steg taksten med 10 %. De højere priser medfører en højere risiko for selskabet sammenlignet med det tidligere prisniveau. Det bemærkes dog, at selskabets gennemsnitlige MWh-pris er markant under forbrugerprisloftet, idet de samlede omkostninger og MWh-salget i 2025 udgør 209 kr. / GJ sammenlignet med forbrugerprisloftet på 412 kr. / GJ. Prisstigningerne trækker isoleret set i retningen af højere risiko, men det faktum, at selskabet ligger markant under forbrugerprisloftet trækker i retning af mindre risiko.
- **Prisstigninger - Andre områder:** De øvrige forsyningsområder har ligeledes oplevet prisstigninger i de senere år. Prisstigningerne for de øvrige forsyningsområder vurderes at være på niveau med de generelle prisstigninger i branchen. Det bemærkes, at de øvrige forsyningsområders omkostninger i forhold til leverede mængder er væsentligt under forbrugerprisloftet.
- **Prisstigninger - Fremadrettet:** I 2027 forventes prisniveauet i Brøndby Fjernvarmes oprindelige område samt Brøndbylund at være uændret i forhold til 2026. Selskabet oplyser, at priserne i Forsyningsparken Glostrup forventes at falde med 9,9 %, hvilket hænger sammen med udviklingen i gaspriser. For Ragnesminde forventes også et prisfald på 4,9 % i 2027 sammenlignet med 2026. I 2027 er alle områdernes omkostninger i forhold til leverede mængder ligeledes væsentligt under forbrugerprisloftet.
- **Kundekoncentration:** Varmeleverance til de 10 største kunder udgør ca. 11 % af den samlede varmeleverance i 2025, hvilket vurderes som værende lavt. Den største kunde, som tegner sig for 1,9 % af den samlede leverance, er et erhvervs- og industriområde. Derudover består selskabets største kunder primært af boligselskaber. Det bemærkes, at 8 ud af 10 af selskabets største kunder er tilknyttet Brøndby Fjernvarmes oprindelige forsyningsområde. Kundemixet samt koncentration indikerer lav risiko.
- **Kundegrundlag:** Ca. 4.000 kunder, hvilket vurderes at være et relativt højt antal. Dette reducerer isoleret set risikoen, da flere kunder alt andet lige gør selskabet mindre sårbart over for udsving i efterspørgslen og omkostningsstigninger.
- **Tilslutning- og forblivelsespligt:** Brøndby Fjernvarmes kunder i det oprindelige forsyningsområde samt i Ragnesminde er omfattet af både tilslutnings- og forblivelsespligt, mens kunderne i Stationsparken, Glostrup er omfattet af tilslutningspligt. De nyere udbygningsområder Glostrup Syd for Jernbanen og Brøndby Strand – Syd for banen er ikke omfattet af hverken tilslutnings- eller forblivelsespligt, idet projektforslagene er godkendt efter 1. januar 2019. Samlet set var 99 % af leveringsmængden omfattet af tilslutningspligt i 2025, mens 95 % af selskabets leveringsmængde var omfattet af både tilslutnings- og forblivelsespligt i 2025. Dette reducerer risikoen for kundeafgang sammenlignet med branchen generelt og dermed trækker i retning af en lavere kreditrisiko.
- **Varmeindkøb:** Varmeindkøb fra VEKS' diversificerede produktionsportefølje samt at selskabet har et relativt lavt varmetab på ca. 12 % af den varme der købes fra VEKS trækker i retning af lavere risiko.
- **Investeringer:** Selskabet har i de kommende 5 år planlagt samlede investeringer på ca. 44,5 mio. kr. Det bemærkes, at hovedparten af investeringerne er knyttet til projektet Fremtidens Brøndby Strand, hvor der, som ved større anlægsprojekter generelt, er risiko for, at de endelige omkostninger overstiger det nuværende budget. Brøndby Fjernvarme står i tillæg over for afslutningen af udrulningen i to store områder, som begge vil have en negativ priseffekt for det samlede antal kunder. Dette sammenholdt med, at selskabet ikke har et langsigtet takstbudget vil trække i retning af højere risiko.

Deloitte.

Konklusion

På baggrund af kreditvurderingen af Brøndby Fjernvarme er det vores vurdering, at selskabet har en kreditrating på A, hvilket resulterer i en garantiprovisionssats på minimum 0,55 %.

Vi har undersøgt, om vurderingen er robust. Robustheden er undersøgt ved at vurdere, om selskabets kreditrating påvirkes, hvis ét af de fem højest vægtede parametre ændres ét trin op eller ned, eksempelvis fra AA til AAA eller A for den individuelle parameter. Vi gør i denne forbindelse opmærksom på, at kreditvurderingen af Brøndby Fjernvarme ikke er følsom over for ændringer i en enkelt parameter. Ingen individuel parameter kan således ændre vurderingen. Vi har ikke justeret det samlede resultat som følge af robusthedsanalysen, selv om Moody's ratingmetodik giver mulighed herfor.

Vi skal fremhæve, at fjernvarmesektoren efter vores vurdering står over for en omfattende strukturel udvikling. Ovenstående vurdering er foretaget med udgangspunkt i selskabets aktuelle situation og kendte markedsforhold. Spekulative ændringer er ikke inddraget. Det betyder, at eksempelvis en mulig øget konkurrence fra individuel opvarmning inden for en kort årrække kan ændre situationen, herunder som følge af ophævelsen af forblivelsespligten og indførelsen af forbrugerprisloftet. Dette vil en kommerciel långiver tage højde for ved en fremtidig garantistillelse. Situationen bør derfor vurderes konkret igen, hvis der skal stilles garanti for lån i fremtiden.