

Aktiecommentar

Vestas



Køb Uændret

Aktuel kurs:
241,60 DKK

Bagivenhed:

Mulig afstemning i Kongressen om PTC- forlængelse

Baggrund:

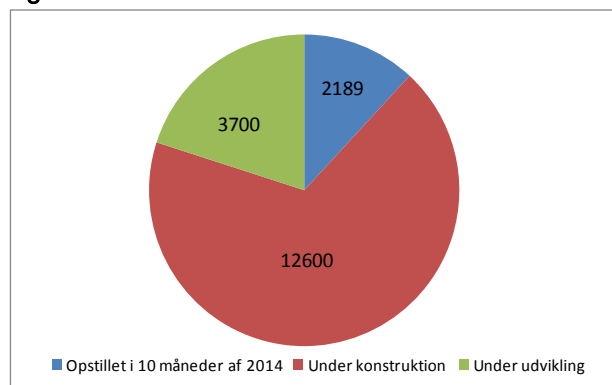
En hurtig PTC-forlængelse i USA vil være guld værd for Vestas

Vi fastholder Købsanbefalingen på Vestas forud for en mulig amerikansk afstemning om PTC-skatterabatten. Vi vurderer, at Vestas-aktien kan stige med mindst 10% på en PTC-forlængelse inden nytår. Til gengæld går Vestas glip af indtægter på 1 mia. EUR i 2016, hvis PTC-forlængelsen lader vente for længe på sig.

PTC-skatterabatten (på 0,023 USD pr. kWh), der i mange år har drevet det amerikanske marked for vindmøller udløb ved udgangen af 2013 med den vigtige åbning, at projekter påbegyndt inden udgangen af 2013 var berettiget til skatterabatten.

De nyeste tal fra USA indikerer, at den nu udløbne PTC kan generere installationer på ca. 18.000 MW til opstilling i 2014 og 2015 (og 2016).

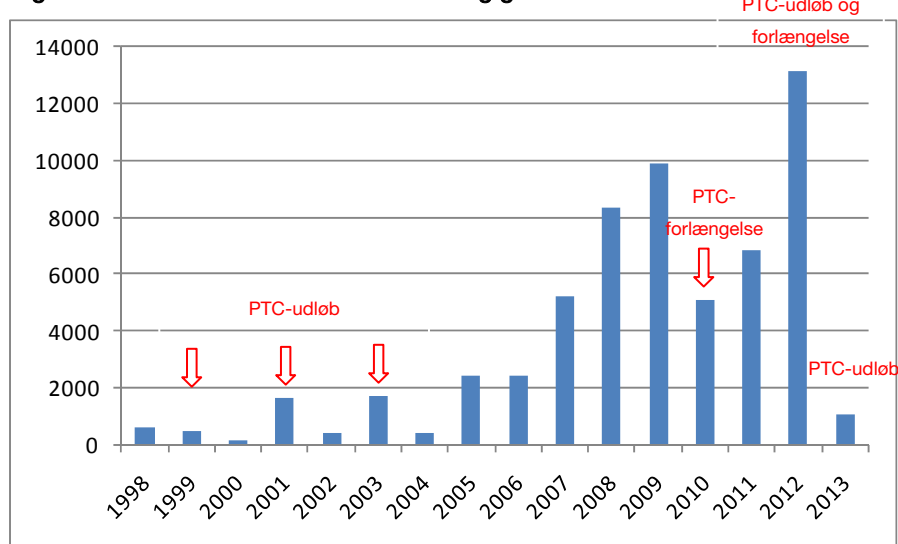
Figur 1. Forventede vindmølleinstallationer i USA i 2014 og 2015 (MW)



Kilde: AWEA og Sydbank

Skal det amerikanske vindmøllemarked holde sig på sporet i 2016, bliver det stadig mere påtrængende, at Kongressen forlænger PTC'en. Alternativet er et voldsomt fald i installationerne i USA i 2016, nøjagtig som vi så det i 2013 og i andre år, umiddelbart efter rabatten er udløbet.

Figur 2. US-vindmøllemarkedets afhængighed af PTC'en



Kilde: US Department of Energy og Sydbank

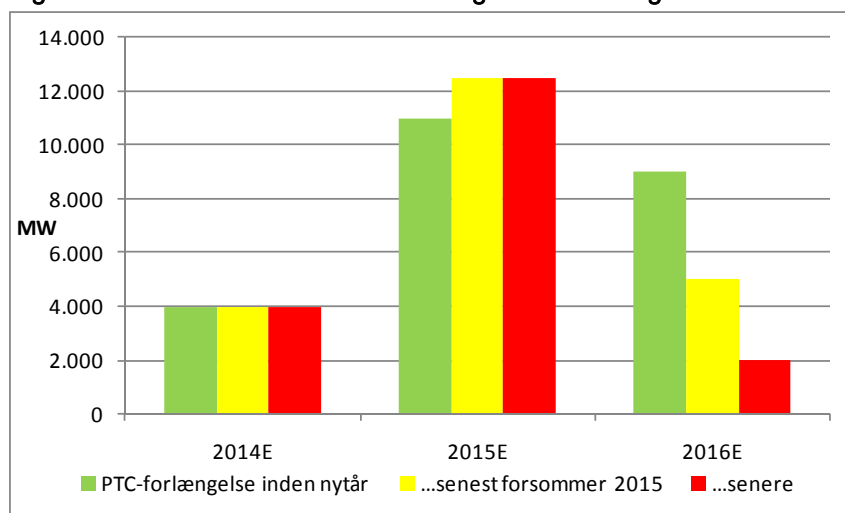
Konklusion:

Vi vil afholde os fra at spå om lovgivningsprocessen i USA, da den tidligere har vist sig meget uforudsigelig. Vi konstaterer blot, at der er en mulighed for, at PTC'en bliver forlænget til udgangen af 2016 inden årets udgang i den såkaldte "lame duck" session inden den nye Kongres træder sammen i 2015.

Bliver PTC'en ikke forlænget inden nytår, kan den nye Kongres forlænge ordningen tidligt i 2015. Tidspresset bliver dog hurtigt stort, og en PTC-forlængelse senere end i forsommeren 2015 vil efter vores vurdering betyde en markant nedtur på det amerikanske marked i 2016.

Vi giver her vores bud på udviklingen på det amerikanske marked under forskellige scenarier for PTC-forlængelsen.

Figur 3. US-vindmarked under forskellige PTC-forlængelsesscenarier



Kilde: Sydbank

En tidlig PTC-forlængelse inden udgangen af i år vil efter vores vurdering sikre et højt aktivitetsniveau i USA også i 2016. Til gengæld er scenariet uden en forlængelse hårdt kost for den amerikanske vindindustri, da det vil medføre et alvorligt dyk i projektudviklingen – og derfor et dyk i installationerne i 2016.

Vestas' ordreindgang fra USA har været på ca. 3.500 MW til opstilling i 2014 og 2015. Hertil kommer ca. 1.200 MW i uudnyttede rammeaftaler, som vi forventer, bliver udnyttet tæt på fuldt ud. Vi forventer derfor, at Vestas får en markedsandel på 20-25% for 2014 og 2015 som helhed i USA. En stærk udvikling på et vigtigt, konkurrencepræget amerikansk marked.

Det betyder også, at det amerikanske marked formentlig kommer til at udgøre omkring 1/3 af Vestas' samlede installationer målt i MW i 2014 og 2015. En meget sen (eller helt udeladt) PTC-forlængelse vil efter vores vurdering sænke Vestas' samlede installationer i USA med 1.200-1.400 MW i 2016 i forhold til scenariet med en PTC-forlængelse inden nytår. Det svarer til mistede indtægter i størrelsesordenen 1 mia. EUR i 2016.

De nu gennemførte effektiviseringer i Vestas efterlader selskabet langt mere robust i forhold til at modstå de negative indtjeningseffekter fra et kollapsede amerikansk marked. Vi forventer derfor, at Vestas, selv i år med et meget svagt amerikansk marked, kan levere midt-encifrede overskudsgrader. En længerevarende nedtur i USA vil dog hertil øge overkapaciteten i sektoren – og intensivere prispresset.

Vores aktuelle (uændrede) Vestas-estimer afspejler en PTC-forlængelse senest i forsommeren 2015. Men den behøver ikke nødvendigvis at komme inden champagnepropperne springer nytårsaften. Vores forventninger om en ordreindgang på 6.500 MW i år indeholder desuden flere ordrer fra USA. Kommer ordrene først i begyndelsen af 2015 er det dog langt fra en katastrofe.

Figur 4. Sydbanks Vestas-estimer

Mio. EUR	2013	2014E	Vækst	2015E	Vækst	2016E	Vækst
Nettoomsætning	6.084	6.825	12,2%	7.335	7,5%	7.362	0,4%
Resultat af primær drift (EBIT)	102	578	-	657	13,6%	623	-5,3%
Resultat før skat	-36	492	-	647	31,4%	613	-5,3%
Nettoresultat	-82	355	-	466	31,4%	441	-5,3%
EPS (EUR)	-0,40	1,60	-	2,08	29,7%	1,97	-5,3%
Overskudsgrad	1,7%	8,5%	-	9,0%	-	8,5%	-

Vi vurderer, at Vestas-aktien allerede i dag afspejler en væsentlig usikkerhed om udviklingen i USA i 2016. Vedtager Kongressen en PTC-forlængelse senest nytårsaften anslår vi, at Vestas-aktien efterfølgende kan stige med minimum 10%.

Almindelige oplysninger om udarbejdelse af analyser i Sydbank

Denne analyse er udarbejdet af Sydbanks aktieanalyseafdeling, som er en del af Sydbank Markets, en forretningsenhed i Sydbank. Sydbank er under tilsyn af Finanstilsynet.

Sydbank har udarbejdet procedurer, der skal forebygge og forhindre interessekonflikter og sikre, at de udarbejdede analyser har en høj standard og er baseret på objektiv og uafhængig analyse. Disse procedurer er indarbejdet i forretningsgangene, der omfatter aktieanalyseaktiviteterne i Sydbank.

Finansielle modeller og metoder anvendt i denne analyse

De anbefalinger og holdninger, der udtrykkes i denne analyse er dannet på basis af en kombination af Discounted Cash Flow-analyse, branchekendskab, peer-group analyse samt selskabsspecifikke og markedstekniske elementer (begivenheder der påvirker både selskabets finansielle og driftsmæssige profil). Analysens omsætnings- og indtjeningsestimater er baseret på segmenterede modeller under anvendelse af subjektive vurderinger af relevante fremtidige markedstendenser og konjunkturfremtninger. De heraf fremkomne resultater er samlet i en værdiansættelsesmodel, som også tager højde for den seneste udvikling i historiske rapporter. Endvidere tages der højde for selskabets egne samt konkurrerende selskabers forventninger.

Risikovurdering og følsomhed

En vurdering af de væsentligste risikoforhold og en kategorisering af risikoen (lav, middel eller høj) i forbindelse med anbefalingerne og holdningerne til denne analyse, herunder en følsomhedsanalyse, er gengivet i den senest udsendte Aktienyt på dette selskab. Heraf fremgår ligeledes en vurdering af selskabets konkurrenceposition, som scores på en skala fra 1 til 5, hvor en høj score er ensbetydende med en stærk konkurrenceposition. De anførte risikofaktorer og følsomhedsanalysen kan dog ikke anses for at være udtømmende.

Valutakursrisiko

Såfremt aktiekursen er noteret i en anden valuta end danske kroner kan valutakursudsving påføre investorer tab eller gevinst.

Planlagte opdateringer af analysen

Denne analyse planlægges opdateret kvartalsvist.

Anbefalingsstruktur

Inden for det seneste kvartal har Sydbank haft investeringsanbefalinger på 26 selskaber. Fordelingen af anbefalinger fremgår nedenfor under "Fordeling af anbefalinger". Betydningen af anbefalingerne på selskabsniveau fremgår nedenfor under kursudvikling.

På selskabsniveau:

Anbefaling	Kursudvikling	Tidshorisont	Fordeling af anbefalinger
Køb	Bedre end gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	50,0%
Hold	På linje med gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	15,4%
Sælg	Dårligere end gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	34,6%

Vi opdeler virksomhederne i to kategorier - cykliske og defensive aktier. Køb betyder således, at aktien vil klare sig relativt bedre end de øvrige selskaber i kategorien. Hold betyder, at aktien vil klare sig på linje med de øvrige selskaber i kategorien. Endelig betyder sælg, at vi forventer, at aktien vil klare sig dårligere end de øvrige aktier i kategorien. Eventuelle ændringer i anbefalingen i forhold til den seneste anbefaling på selskabet fremgår af denne analyse.

Anbefalingsoversigt:

	Køb	Hold	Sælg
Cykliske aktier	A. P. Møller Mærsk D/S NORDEN Danske Bank NKT Holding Pandora Rockwool Vestas	Nordea	Bang & Olufsen DSV FLSmidth SAS
Defensive aktier	ALK-Abelló Carlsberg GN Store Nord ISS Novo Nordisk Tryg	Chr. Hansen Coloplast Novozymes	H. Lundbeck Royal Unibrew TDC Topdanmark William Demant

For en uddybning af alle anbefalinger samt en historisk anbefalingsoversigt for selskabet henviser vi til www.sydbank.dk/investering/analyser/aktier.

Denne investeringsanalyse henvender sig til Sydbanks kunder og må ikke uden Sydbanks udtrykkelige samtykke offentliggøres eller distribueres videre. Analysen er udarbejdet på grundlag af informationer fra kilder, som Sydbank finder troværdige. Sydbank påtager sig dog intet ansvar for mangler, herunder eventuelle fejl i kilder, trykfejl eller beregningsfejl, samt efterfølgende ændrede forudsætninger.

Anbefalinger i analysen er udtryk for bankens generelle holdning og kan ikke alene danne grundlag for investeringsbeslutninger. Anbefalinger kan medtages i forbindelse med rådgivning i Sydbank, hvor tillige kunders individuelle forhold skal indgå.

Investering er forbundet med risikoen for økonomisk tab. Hverken historiske afkast og kursudvikling eller prognoser for fremtiden i materialet kan anvendes som pålidelig indikator for fremtidige afkast og kursudvikling. Et afkast og/eller en kursudvikling som beskrevet i dette materiale kan blive negativ. Hvor oplysningerne er baseret på bruttoafkast, vil gebyrer, provisioner og andre omkostninger kunne medføre, at afkastet bliver lavere end anført i materialet. Hvor materialet oplyser om den skattemæssige behandling af en disposition, er det med forbehold for, at den skattemæssige behandling altid afhænger af den enkelte kundes individuelle situation og at reglerne i øvrigt kan ændre sig fremover.

I analysen nævnes aktier, som har risikomærkningen gul. Risikomærkningen gul betyder, at når der investeres i aktier, er der risiko for, at det investerede beløb kan tabes helt eller delvist. Produkttypen er typisk ikke vanskelig at gennemskue.

Denne publikation er ikke et tilbud om eller en opfordring til at købe eller sælge finansielle instrumenter.

Sydbank fraskriver sig ethvert ansvar for tab, der måtte have direkte eller indirekte sammenhæng med dispositioner, der er foretaget alene på baggrund af anbefalinger i analysen.

Banken eller dens ansatte kan besidde finansielle instrumenter omhandlet i analysen.

Sydbank A/S, Peberlyk 4, 6200 Aabenraa, cvr. nr. 12626509 er under tilsyn af Finanstilsynet, Århusgade 110, 2100 København Ø.