

Aktiecommentar

Vestas



Køb Uændret

Aktuel kurs:
209,50 DKK

Begivenhed:

PTC-forlængelse

Baggrund:

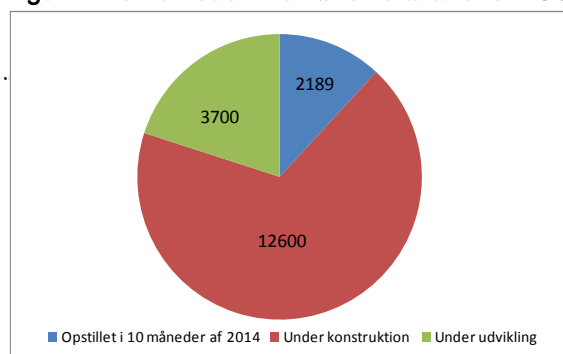
Ultrakort PTC-forlængelse i USA er intet værd for Vestas

Vi fastholder Købsanbefalingen på Vestas efter den ultrakorte PTC-forlængelse til udgangen af 2014 i USA. Usikkerheden om Vestas' indtjeningsniveau i 2016 er øget, men vi vægter udsigten til et stærkt 2015 og en aktiekurs, der langt fra afspejler det langsigtede indtjeningspotentiale højere.

Repræsentanternes Hus godkendte tidligere på måneden en ultrakort PTC-forlængelse til udgangen af 2014, og tidligt her til morgen har også Kongressens andet kammer, Senatet, godkendt samme ultrakorte PTC-forlængelse. Dermed mangler i realiteten blot Præsident Obamas underskrift før PTC-forlængelsen til udgangen af 2014 er en realitet.

Som vi tidligere har beskrevet, er der udsigt til, at den PTC-ordning, der udløb ved udgangen af 2013 vil 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

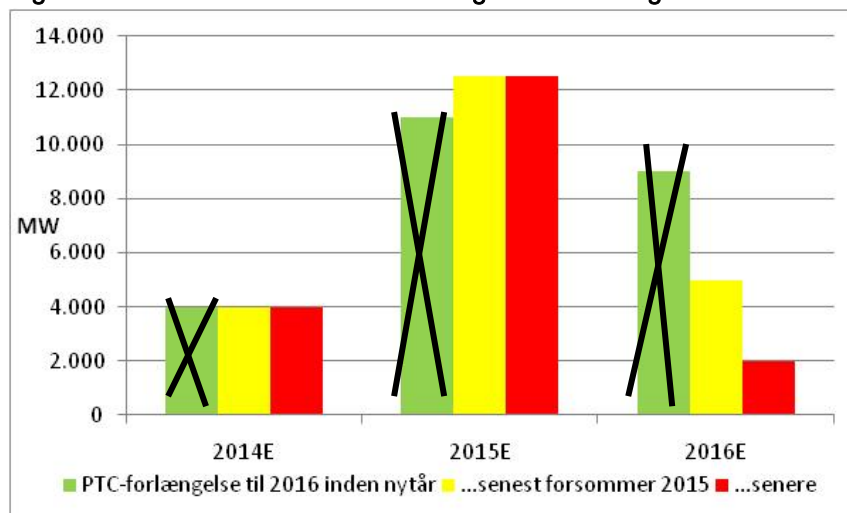
Konklusion:

Vi betragter forlængelsen som irrelevant for den samlede aktivitet i USA i de kommende år. PTC-forlængelsen er alt for kort til at sikre stabilitet og planlægningssikkerhed for aktørerne på det amerikanske vindmøllemarked, og den må derfor være en gedigen skuffelse for sektoren.

Den aktuelle "lame duck session" i Kongressen er dog ikke sidste skud i bøssen, for at undgå en maveplasker på det amerikanske vindmøllemarked i 2016. Den nye Kongres kan nemlig forlænge ordningen tidligt i 2015. Tidspresset bliver dog hurtigt stort, og det er usikkert, hvor høj prioritet en hurtig afklaring om støtte til vindenergi har i en republikansk domineret kongres. En PTC-forlængelse senere end i forsommeren 2015 kan efter vores vurdering betyde en markant nedtur på det amerikanske marked i 2016.

Vi har tidligere (*Vestas nr. 18/2014 – Tidlig PTC-forlængelse i USA kan være guld værd for Vestas*) givet vores bud på udviklingen på det amerikanske marked under forskellige scenarier for en 2-årig PTC-forlængelsen til udgangen af 2016. Vi kan nu fjerne det mest positive scenarie for 2016 (grønne søjler) i figur 2. Tilbage står efter vores vurdering en overhængende risiko for et væsentligt tilbagefald i USA i 2016.

Figur 2. US-vindmarked under forskellige PTC-forlængelsesscenarier



Kilde: Sydbank

Signalerne fra den nye Kongres bliver vigtige allerede fra starten af 2015, da udviklingen af nye projekter vil stoppe op, såfremt der ikke kommer indikationer på en længerevarende forlængelse af PTC'en. Størrelsen på tilbagefaldet i USA vil afhænge af, om Kongressen får forlængt PTC'en senest i forsommeren 2015.

Med udsigt til meget høj aktivitet i 2015 i USA er det nærliggende at forvente, at leverandørkæden og producenterne vil arbejde mod at udjævne udsvingene ved at flytte de projekter (der må/kan flyttes) fra 2015 til 2016. Vestas har stadig ca. 1.000 MW i uudnyttede rammeaftaler i USA. Disse projekter er PTC-godkendte, selv om Vestas først leverer møllerne i 2016. Det vil i høj grad give mening for Vestas, hvis kunderne (der dog formentlig helst ser møllerne snurre hurtigst muligt) kan overbevises om, at en del af installationerne skal flyttes ind i 2016.

De nu gennemførte effektiviseringer i Vestas efterlader selskabet langt mere robust i forhold til at modstå de negative indtjeningseffekter fra et kollapsed 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.

Figur 3. 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%	-

Kilde: Vestas og Sydbank

Vores aktuelle (uændrede) Vestas-estimer afspejler en PTC-forlængelse senest i forsommeren 2015 – og denne antagelse er nu forbundet med noget større usikkerhed. Kommer PTC-forlængelsen væsentligt senere, må vi efter alt at dømme sænke vores forventninger til Vestas' indtjening i 2016 med op til 50% fra de aktuelle niveauer i 2016. Det vil dog stadig svare til en overskudsgrad på ca. 5% - et absolut tåleligt niveau i betragtning af, hvor Vestas kommer fra.

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 konjunkturfremtidsbilleder. 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 27 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	48,1%
Hold	På linje med gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	22,2%
Sælg	Dårligere end gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	29,6%

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 SAS	Bang & Olufsen DSV FLSmidth
Defensive aktier	ALK-Abelló Carlsberg GN Store Nord ISS Novo Nordisk Tryg	Chr. Hansen Coloplast Genmab 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.