



Aktienyt

Vestas
Neutral
Uændret

Aktuel kurs: 33,09 DKK

Begivenhed: 2. kvartalsregnskab
2012

Seneste analyse på selskabet:
17/08/12 – Finanser, prognose og
ordrer i fokus i regnskabet på
onsdag

Kalender:
07/11/12 – 3. kvartalsregnskab

Forventet opdatering:
Kvartalsvist

Ordreindgangen bekymrer men flere besparelser er godt nyt

Vi fastholder Neutral-anbefalingen på Vestas-aktien efter 2. kvartalsregnskabet. Flere besparelser er godt nyt, men de sænkede forventninger til afskibninger i år blandt andet på grund af lavere ordreindgang kan være første indikation af, at kunderne vælger alternativer på grund af Vestas' finansielle situation.

Lav ordreindgang bekymrer

Omsætning og EBIT i Vestas' 2. kvartalsregnskab er helt på linje med de allerede offentliggjorte tal. Ordreindgangen på 945 MW er under vores estimat på 1.200 MW, og ordrebeholdningen på 9,6 mia. EUR ved udgangen af kvartalet er ligeledes under vores forventninger. De kendte, men svage frie pengestrømme (FCF) på -338 mio. EUR skyldes primært en negativ udvikling i arbejdskapitalen, der er negativt påvirket af den høje produktionsaktivitet, men endnu manglende afskibning og overlevering af møller til kunder.

Prognosen fastholdes – næsten...

Vestas fastholder prognosen for omsætning, overskudsgrad og positivt FCF. Selskabet sænker dog forventningerne til afskibninger til kunderne til nu 6.300 MW (før: 7.000 MW). Årsagen er lavere end ventet ordreindgang og problemer med nettilslutning i Kina. Mere fokuserede forsknings- og udviklingsinvesteringer sænker dog investeringsniveauet, så målet om positivt FCF fastholdes. Vestas forventer et 0-resultat i 3. kvartal og indikerer, at de frie pengestrømme bliver på op mod 1 mia. EUR i 4. kvartal.

Ingen nye finansoplysninger – men flere effektiviseringer

Vestas kaster ikke nævneværdigt lys over betingelserne (covenants) på selskabets gæld, men investorerne kan derimod glæde sig over nye besparelser, der skal sikre Vestas overskud i 2013 – selv hvis niveauet for afskibningerne kommer helt ned omkring 5.000 MW. Samlet sænker besparelserne nu omkostningsniveauet med ca. 250 mio. EUR (før: 150 mio. EUR) fra slutningen af 2012 og styrker dermed det langsigtede indtjeningsfundament. Restruktureringsomkostningerne i 2012 stiger i samme omgang til 75-125 mio. EUR mod tidligere 50-100 mio. EUR. Vi sænker vores indtjeningsestimater for både i år og for 2013 i forlængelse af Vestas' kommentarer.

Usikkerheden består – men det langsigtede indtjeningsfundament styrkes

Opbremsningen i ordreindgangen bekymrer, og vi frygter, at Vestas' finansielle situation kan få kunderne til at søge andre alternativer i de kommende måneder – til ugunst for ordreindgangen. Vi forventer nu en ordreindgang i år på 5.500-6.000 MW. Udsigten til et svagt resultat og negative pengestrømme i 3. kvartal betyder, at usikkerheden om Vestas' finansielle formåen vil bestå til helt ind i 2013 – og med problemerne i slutningen af 2011 i erindring vil det lægge låg på kurspotentialet på kort sigt. 2013 bliver endnu et svært år med et amerikansk marked på vågeblus og med lav Vestas-indtjening. Vestas-aktien afspejler meget lave forventninger til det fremtidige indtjeningsniveau, men der vil endnu gå nogle kvartaler inden investorerne får indikationer om, at Vestas for alvor kan løfte indtjeningen.

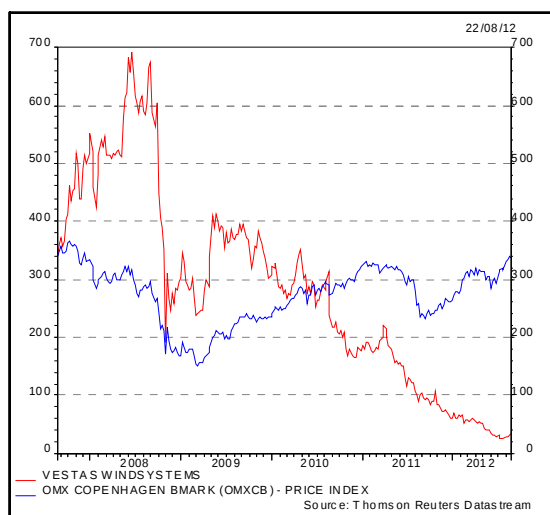
Vestas, Nr. 13 / 2012
Jacob Pedersen, CFA
Senioranalytiker
tlf. +45 74 37 44 52
jacob.pedersen@sydbank.dk
22.08.2012, kl.: 13:30

sydbank.dk
Aktieanalysen

Resultater og Sydbanks forventninger

Mio. EUR	2K 2011	2K 2012	2011	2012E	2013E
Omsætning	1.401	1.611	5.836	7.078	6.255
EBITA (primær drift)	77	18	-60	-11	115
Ordinært resultat før skat	76	-5	-153	-41	125
Nettoresultat	55	-8	-166	-30	90
Egenkapital forrentning (%)	-	-	-6,2%	-1,2%	3,5%
Soliditet (%)	-	-	33,5%	32,8%	35,9%
EPS - udvandet	0,27	-0,04	-0,82	-0,15	0,44
P/E	-	-	n.m	neg.	10,1
EV/EBITDA	-	-	7,9	3,3	2,2
Indre værdi	-	-	12,6	12,5	12,9
Yield	-	-	0,0%	0,0%	0,0%

Markedsværdi :	0,9 mia. EUR	Likviditet :	Høj
Regnskabsår :	01.01 - 31.12	Fondskode :	1026860
Seneste udbytte:	0,0 DKK /aktie	Reuterkode :	WWS.CO



Forretningsområde

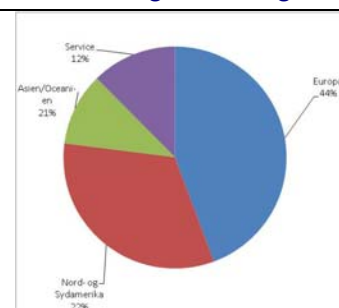
Vestas er verdens største vindmølleproducent med en markedsandel på ca. 13% i 2011. Selskabet nyder godt af en global salgs- og serviceorganisation, produktionsfaciliteter på de væsentligste nøglemarkeder og en plads i førerfeltet i havmøllesegmentet. V112-3MW-møllen er allerede en stor succes, og Vestas' dokumentation af driftssikkerheden på selskabets møller giver et forspring når ordrerne skal vindes – selv om Vestas' salgspriser ikke er sektorens laveste. Vestas producerer blandt andet selv generatorer, vinger og til dels tårne. Selskabet er stærkt positioneret i Europa, mens markedsandelen i både USA og særligt på det store kinesiske marked er lavere.

Risici

Stor afhængighed af politiske subsidier og lang planlægningshorisont. Stigende krav til projektstyring pga. flere større projekter. Budgetoverskridelser på projekter, fejl på møller og svigtende intern styring har historisk kostet på indtjeningen. Prisfald på traditionelle energiformer (olie, kul, gas) forringer vindenergiens konkurrenceevne.

Høj

Omsætningsfordeling



USD-følsomhed:
Rentedækning

Høj
Neg.

Valuta-eksponering målt ved omsætningsfordeling

Nord/Sydamerika: 23% Europa/Afrika: 60% Asien/Oceanien: 16%

2-faktor dividende model - til illustration af kursforventninger

Kurs	24,01 (-25%)	33,09	41,36 (+25%)	Forudsætninger
Højvækst periode (antal år)	-	-	-	Vækst på 15% p.a. og afkastkrav 8,0%
Vækst (% pr. år)	-	-	-	Højvækstperiode 15 år og afkastkrav 8,0%
Afkastkrav (%)	-	-	-	Højvækstperiode 15 år og 15% p.a. vækst

Konkurrenceparametre

Gen. score: 2,6

Selskabets forventninger

Leverandører

3

Kvalitetsleverandørerne (fx. af gear) har en vis forhandlingsmagt, men overkapaciteten giver mølleproducenterne gode muligheder for at opnå bedre leveringsbetingelser.

Substitut

2

Store prisudsving på olie/gas-energi styrker vindenergiens konkurrenceevne. Offentlig subsidiering til vindenergi samt minimumskrav til vindenergiproduktion er stadig vigtig vækstdriver.

Indgangsbarrierer

4

Medium teknologiindhold og tiltagende globalisering samt fokus på afprøvede teknologier øger indgangsbarrierer. Opkøb er den nemmeste vej til at etablere en betydende position i sektoren.

Kunder

2

Finanskrisen har ændret vilkårene til fordel for køber, med udsigt til prispres og længere garantiperioder. Vestas' finansielle problemer kan koste på ordreindgangen.

Intensitet

2

Konkurrencen er hård på grund af overkapacitet. Driftssikkerhed og dokumentation af samme er vigtigt.

Scoringintervallet er på 1-5. En høj score er ensbetydende med en stærk position.

For 2012 venter Vestas en omsætning på 6,5-8,0 mia. EUR og en overskudsgrad på 0-4 før særlige poster på 75-125 mio. EUR.

Vestas forventer at afskibe ca. 6,3 GW og forventer et positivt frit cash-flow i 2012.

Ændring i indtjening pr. aktie

	Før	Nu	Ændring
2012E	0,06	-0,15	-
2013E	0,60	0,44	-26,7%

Relativ performance (OMX)

	1M	3M	12M
	24,9%	-15,0%	68,6%

Sydbank

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.

Sydbanks analyser udarbejdes i overensstemmelse med Den Danske Finansanalytikerforenings anbefalinger og etiske regler.

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-groupanalyse samt selskabsspecifikke og markedstekniske elementer (begivenheder der påvirker både selskabets finansielle og driftsmæssige profil). Analysens om-sætnings- og indtjeningsestimater er baseret på segmenterede modeller under anvendelse af subjektive vurderinger af relevante fremtidige markedstendenser og kon-junkturforventninger. De heraf fremkomne resultater er samlet i en værdiansættelsesmodel, som også tager højde for den seneste udvikling i historiske rapporter. End-videre 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 ik-ke anses for at være udtømmende.

Planlagte opdateringer af analysen

Denne analyse planlægges opdateret kvartalsvist.

Anbefalingsstruktur

Inden for det seneste kvartal har Sydbank haft investeringsanbefalinger på 41 selskaber. Fordelingen af anbefalinger fremgår nedenfor under "Fordeling af anbefalinger". Betydningen af anbefalingerne på selskabs- og brancheniveau fremgår nedenfor under kursudvikling.

På selskabsniveau:

Anbefaling	Kursudvikling	Tidshorisont	Fordeling af anbefalinger
Overvægt	Bedre end branchen	12 måneder	43,9%
Neutral	På linje med branchen	12 måneder	34,1%
Undervægt	Dårligere end branchen	12 måneder	22,0%

Overvægt betyder således, at aktien vil klare sig relativt bedre end de øvrige selskaber i branchen. Neutral betyder, at aktien vil klare sig på linje med branchen. Endelig betyder undervægt, at vi forventer, at aktien vil klare sig dårligere end de øvrige aktier i branchen. Eventuelle ændringer i anbefalingen i forhold til den seneste anbefaling på selskabet fremgår af denne analyse.

På brancheniveau:

Anbefaling	Kursudvikling	Tidshorisont	Fordeling af anbefalinger
Overvægt	Bedre end aktiemarkedet	12 måneder	30,0%
Neutral	På linje med aktiemarkedet	12 måneder	40,0%
Undervægt	Dårligere end aktiemarkedet	12 måneder	30,0%

På brancheniveau udtrykker anbefalingerne, hvordan branchen vil klare sig i forhold til aktiemarkedet generelt. Eventuelle ændringer i anbefalingen på branchen i forhold til den seneste anbefaling fremgår af seneste udgave af Investering.

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

	Industri Overvægt	Cyklisk forbrug Neutral	Stabilt forbrug Neutral	Sundhed Overvægt	Finans Overvægt	IT Undervægt	Telekommunikation Undervægt
Overvægt	A. P. Møller Mærsk DSV FLSmidth GN Store Nord Rockwool Securitas Volvo	Bang & Olufsen Pandora	Carlsberg Novozymes	H. Lundbeck Novo Nordisk	Alm. Brand Danske Bank Tryg	SimCorp	TDC
Neutral	NKT Holding Solar Vestas	Hennes & Mauritz IC Company's	Chr. Hansen Royal Unibrew	Alk Abello Coloplast	Nordea SEB Topdanmark	Ericsson Nokia	
Undervægt	Auriga Industries D/S Norden Group 4 Securicor SAS Scania TORM William Demant		ØK		Sv Handelsbanken		

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. I analysen nævnes investeringsprodukter som har risikomærkningen gul. Risikomærkningen gul betyder at, der investeres i et investeringsprodukt, hvor der er risiko for, at det investerede beløb kan tabes helt eller delvist. Produkttypen er typisk ikke vanskelig at gennemskue. 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 er under tilsyn af Finanstilsynet, Århusgade 110, 2100 København Ø.