



Aktiekommentar

Vestas

Neutral

Uændret

Aktuel kurs: 38,98 DKK

Begivenhed: Vestas i dialog med Mitsubishi om samarbejde.

Mitsubishi-dans kan give bedre Vestas-rytme – men hvem skal føre?

Vi fastholder Neutralanbefalingen på Vestas, efter at selskabet bekræfter, at det er i dialog med Mitsubishi Heavy Industries om et strategisk samarbejde. Vi ser et havmøllesamarbejde som den mest oplagte udgang på samtalerne.

Baggrund:

I forlængelse af en artikel i Berlingske Business om et forestående samarbejde mellem Vestas og Mitsubishi, har Vestas bekræftet, at selskabet er i dialog med Mitsubishi Heavy Industries om et strategisk samarbejde.

Vi betragter Vestas' bekræftelse af samarbejdet som uddramatisk og helt i tråd med selskabets politik, når der eksempelvis er skriverier i dagspressen om ordrer, som Vestas endnu ikke har offentliggjort som faste og ubetingede.

Konklusion:

Et strategisk samarbejde mellem Vestas og Mitsubishi giver først og fremmest mening, fordi Vestas mangler kapital og fordi Mitsubishi, på trods af mange år i sektoren, fortsat hører til blandt de små aktører uden topklasses teknologi. Mitsubishi kan således tilføre Vestas kapital, mens Vestas i kraft af en global tilstedeværelse og førende teknologi har egenskaber, som Mitsubishi mangler.

Meddelelsen fra Vestas åbner for alvor op for spekulationerne om selskabets fremtid, og investorerne må forholde sig til et ual af forskellige mulige samarbejdskonstruktioner.

Overordnet tvivler vi på, at Vestas vil give konkurrenten Mitsubishi fuld adgang til Vestas-teknologi, og samtidig er vi overbeviste om, at Mitsubishi ønsker at udnytte Vestas teknologiske forspring, hvis selskabet skal tilføre kapital. Vi ser fire overordnede scenarier.

1) Et strategisk samarbejde (måske i form af et Joint Venture) – logisk omkring havvindmøller. Dette scenario tillægger vi den største sandsynlighed. Vestas kan formentlig flytte gæld og teknologi ind i et nyt Joint Venture, hvor Mitsubishi så kan tilføre kapital. De fælles anstrengelser kan betyde en hurtigere lancering af V164-møllen, og det kan kompensere for, at Vestas så ikke længere står til at få hele indtægtsstrømmen fra produktet. Både Vestas og Mitsubishi udvikler i øjeblikket 7MW-møller til havvindprojekter.

2) Mitsubishi skyder kapital i Vestas og får en ejerandel - formentlig på lige under 20% - svarende til tilførsel af ca. 250 mio. EUR. Det vil hjælpe en smule på Vestas' trængte finansielle situation, og kan være en løsning, hvis Vestas samtidig kan afholde Mitsubishi fra at få adgang til Vestas' teknologi på både havvindmøller og landvindmøller. Det kan dog være svært, og denne løsning vil heller ikke umiddelbart tilføre midler til den løbende udvikling af V164-møllen. Et kapitalindskud vil desuden betyde udstedelse af flere aktier og udvanding af eksisterende aktionærer.

Vestas, nr. 14 / 2012
Jacob Pedersen, CFA
Senioranalytiker
tlf. +45 74 37 44 52
jacob.pedersen@sydbank.dk
28-08-2012, kl.: 12:19

sydbank.dk
Aktieanalysen

Sydbank

3) Mitsubishi afgiver bud på hele Vestas. Selv om det strategisk vil give mening, tvivler vi kraftigt på, at det bliver en realitet. Ifølge Berlingske Business i dag har Vestas taget kontakten til Mitsubishi, og tager vi det for gode varer, står Mitsubishi nok ikke på spring for at overtage Vestas på kort sigt.

4) Samarbejdsplanerne falder til jorden. Vestas må så fortsætte søgningen efter en samarbejdspartner, der kan støtte udviklingen af havmølleplatformen økonomisk. Den søgen forventer vi får et positivt udfald. Konsekvensen kan dog i værste fald blive en kapitalforhøjelse, eller at Vestas er nødt til at udskyde/skrinlægge udvikling af den dyre V164-havvindmølle.

Vi bliver i øvrigt overraskede, hvis de aktuelle planer lokker interesserede Vestas-købere frem – de har haft langt tid til at reagere, hvis de var interesserede i at overtage Vestas til en lav pris.

Vi vurderer ikke, at et isoleret kapitalindskud i niveauet 250 mio. EUR (som modsvarer ca. 20% af Vestas' børsværdi) for alvor løser selskabets finansielle udfordringer. Til gengæld kan udskillelsen af den omkostningskrævende udvikling af havvindmøller stoppe et væsentligt dræn af Vestas' pengekasse i de kommende år, og det kan pege mod at Vestas genvinder tidligere tiders bedre økonomiske position hurtigere, end vi tidligere ventede.

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 ikke 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	36,6%
Undervægt	Dårligere end branchen	12 måneder	19,5%

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.

	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	Auriga Industries NKT Holding Solar Vestas	Hennes & Mauritz IC Company's	Chr. Hansen Royal Unibrew	Alk Abello Coloplast	Nordea SEB Topdanmark	Ericsson Nokia	
Undervægt	D/S Norden Group 4 Securicor SAS Scania TORM William Demant		ØK		Sv Handelsbanken		

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. 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 vanskeligt 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.