



Aktienyt

Vestas

Køb
Uændret

Aktuel kurs: 109,50 DKK

Begivenhed: 2. kvartalsregnskab

Seneste analyse på selskabet:
15/08/13 – Vestas skal levere
håndgribelige beviser på frem-
gang i regnskabet på onsdag

Kalender:
06/11/13 – 3. kvartalsregnskab

Forventet opdatering:
Kvartalsvist

Vestas er klar til nyt kapitel

Vi fastholder købsanbefalingen på Vestas. Et meget stærkt frit cash-flow over-
skygger den mere sløje resultatudvikling. Udnævnelsen af Anders Runevad som
ny direktør markerer starten på et nyt kapitel for Vestas, og udsigt til USA-order
og langt bedre indtjening kan give ham og aktien rygvind.

Stærke pengestrømme overskygger et svagt resultat

Omsætningen i 1. kvartal er 13% under vores forventninger, (-11% ift. markedsforvent-
ningerne) og resultatet af primær drift før særlige poster på 12 mio. EUR er dårligere end
vores forventninger på 47 mio. EUR og på linje med markedsforventningerne. Nedskriv-
ninger på "fabrikker til salg" og store finansomkostninger trækker dog resultatet ned. Vig-
tigere er det stærke frie cash flow på 197 mio. EUR, der klart overstiger vores forventnin-
ger på 10 mio. EUR og markedsforventningerne på 17 mio. EUR. Serviceforretningen le-
verer et stærkt indtjeningsbidrag med en overskudsgrad på 21% i kvartalet.

En lille opjustering trækker også op

Vestas fastholder forventningerne til omsætning og resultat i år, men opjusterer forvent-
ningerne til det frie cash flow til nu "*mindst 200 mio. EUR*" (før: positivt). Ordreindgangen
på 1.641 MW er marginalt under vores forventninger. Selskabets forventninger om en be-
tydelig ordreindgang fra USA i 2. halvår 2013 indikerer efter vores vurdering, at det posi-
tive nyhedsflow fortsætter, og vi venter stadig ordrer fra USA på 1.000 MW. Det vil be-
kræfte, at Vestas tilbagevinder lidt tabt terræn i konkurrencen.

Anders Runevad afløser Ditlev Engel

Bestyrelsen siger farvel til Ditlev Engel, der efter vores vurdering nu er undværlig for Ve-
stas i kraft af at bestyrelsesformandskabet og den øvrige direktion har oparbejdet et dy-
bere kendskab til Vestas-organisationen. Anders Runevads kompetencer omfatter glo-
balt udsyn, kendskab til samspil med politikere, business-to-business salg og ikke
mindst ledelse af selskaber, der håndterer store infrastrukturprojekter. Hans CV passer
som hånd i handske til et job som topdirektør i Vestas. Det ændrer dog ikke på, at Ve-
stas-ledelsen nu har en meget begrænset anciennitet i Vestas-organisationen, og det bli-
ver vigtigt hurtigt at finde samme rytme, så forstyrrelser i den daglige drift kan undgås. Vi
forventer, at Anders Runevad vil lancere en ny strategi som kan udstikke retningen for
Vestas senest ved årsregnskabet i begyndelsen af 2014.

Vi sænker estimerne men ser faktisk lysere på fremtiden

Regnskabet er blandet – men på vigtige punkter bedre end ventet. Høje finansomkost-
ninger og særlige poster sænker dog vores estimer for i år. Fremdriften i omkostnings-
besparelserne er opmuntrende, og med udsigt til bedre kapacitetsudnyttelse i USA og
aftagende pres på salgspriserne, er vejen banet for et indtjeningsløft i 2014. Vi forventer,
at et stadig godt ordreflow og generelt bedre nyheder fra sektoren vil fastholde en fortsat
god stemning omkring Vestas-aktien i de kommende kvartaler. Vi ser gode muligheder
for, at 2014-prognosen vil afsløre, at Vestas arbejder sig hastigt mod et indtjeningsni-
veau, som kan retfærdiggøre en væsentlig højere aktiekurs end den aktuelle.

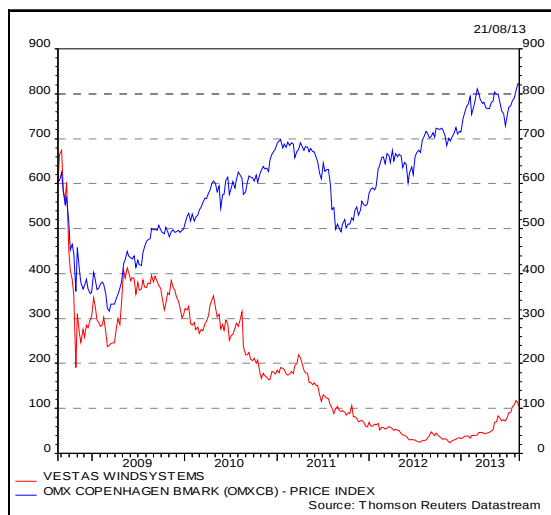
Vestas, Nr. 11 / 2013
Jacob Pedersen ,CFA
Senioranalytiker
tlf. +45 74 37 44 52
jacob.pedersen@sydbank.dk
21.08.2013, kl.: 16:55

sydbank.dk
Aktieanalysen

Kursudvikling, resultater og Sydbanks forventninger

Mio. EUR	2K 2012	2K 2013	2012	2013E	2014E
Omsætning	1.611	1.185	7.216	5.861	6.524
EBITA (primær drift)	18	-9	-697	106	259
Ordinært resultat før skat	-5	-38	-713	41	214
Nettoreultat	-8	-62	-963	30	154
Egenkapital forrentning (%)	-	-	-45,9%	1,8%	8,9%
Soliditet (%)	-	-	23,3%	28,2%	33,3%
EPS - udvandet	-0,04	-0,30	-4,76	0,15	0,76
P/E	-	-	neg.	neg.	19,4
EV/EBITDA	-	-	5,9	8,2	6,4
Indre værdi	-	-	8,0	8,1	8,9
Yield	-	-	0,0%	0,0%	0,0%

Markedsværdi :	3,0 mia. EUR	Likviditet :	Høj
Regnskabsår :	01.01 - 31.12	Fondskode :	1026860
Seneste udbytte:	0,0 DKK /aktie	Reuterkode :	WVS.CO



Forretningsområde

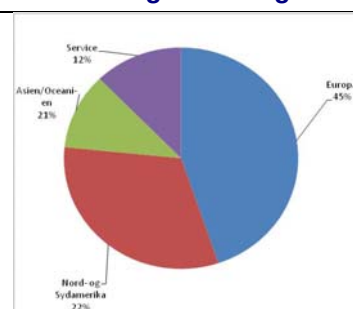
Vestas er verdens største/næststørste vindmølleproducent med en markedsandel på ca. 14% i 2012. Selskabet nyder godt af en global salgs- og serviceorganisation og produktionsfaciliteter på de væsentligste nøglemarkeder i Europa, Kina og USA. Vestas producerer blandt andet selv styringer, generatorer, vinger mens tårnproduktionen er nedbragt til et minimum. 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: 32% Europa/Afrika: 45% Asien/Oceanien: 11%

2-faktor dividende model - til illustration af kursforventninger

Kurs	82,13 (-25%)	109,50	136,88 (+25%)	Forudsætninger
Højvækst periode (antal år)	30 år	34 år	38 år	Vækst på 15% p.a. og afkastkrav 8,4%
Vækst (% pr. år)	22,5%	25,0%	26,9%	Højvækstperiode 15 år og afkastkrav 8,4%
Afkastkrav (%)	6,1%	5,5%	5,2%	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.

Substituter

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 2013 venter Vestas en omsætning på mindst 5,5 mia. EUR og en overskudsgrad på mindst 1% for særlige poster.

Vestas forventer at afskibe 4-5 GW og forventer et positivt frit cash-flow på mindst 200 mio. EUR.

Ændring i indtjening pr. aktie

	Før	Nu	Ændring
2013E	0,29	0,15	-48,3%
2014E	0,87	0,76	-12,6%

Relativ performance (OMX)

	1M	3M	12M
	11,9%	53,7%	222,0%

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-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 konjunkturforsørgninger. 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 virksomheden i kategorien	12 måneder	37,0%
Hold	På linje med gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	37,0%
Sælg	Dårligere end gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	25,9%

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 Danske Bank FLSmidth NKT Holding Nokia Pandora Rockwool Vestas	DSV Hennes & Mauritz	Bang & Olufsen D/S NORDEN Nordea SAS
Defensive aktier	GN Store Nord Novo Nordisk Royal Unibrew Tryg	ALK-Abelló Carlsberg Chr. Hansen H. Lundbeck TDC Topdanmark	Coloplast Novozymes 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. 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.

Sydbank