

Volatilitet i en aktie

Analyseret ved en værdiansættelse af Vestas Wind Systems A/S

-

Volatility in a share

Based on a valuation of Vestas Wind Systems A/S

Kandidatafhandling, Cand. Merc. Aud.

Vejleder: Thomas Kaas Selsø

Dato for aflevering: 15. maj 2015

Antal slag/antal normalsider: 176.740/77

Opgaveløser: Adam Brødsgaard

Executive summary

In 2012 the stock for Vestas Wind System A/S traded at the lowest level at a price of DKK 24,2 per share. Based on a valuation of the company as of the 6th of February 2013 this thesis analyzed the reasons for why the stock traded so low.

The valuation of Vestas as of the 6th of February 2013 showed that the Company was underrated on the stock market. The valuation showed a price per stock of DKK 247,9 compared to DKK 36,70 at which the stock was traded on the 6th of February. Therefor from the valuation it could be concluded that the stock was underrated by DKK 211,2. A further examination of the gap was performed by calculation price multiples based on revenue and EBITDA, for peers and companies in the renewable energy sector. The examination showed that the stock for Vestas traded below the other companies in both the revenue and EBITDA based multiple as per 6th of February 2013. A further analysis of the underlying financial performances for the peers in the period around the 6th of February 2013 showed that especially revenue in the first quarter of 2013 was very disappointing for Vestas and further more margin of EBITDA went from 12,8 % down to 3,5 % from 2011 to 2012. This development is in line with the conclusion from the profitability analysis performed on Vestas from the period 2008 to 2012. It shows an ROE on 25,86 % in 2008 falling to - 47,32 % in 2012. The development in ROE is due to an increase in investments in the years leading up to a decrease in revenue and a slowdown in sales. In the following years Vestas was struggling with high productions costs, high fixed costs and large amortizations on intangible assets along with restructuring costs.

A valuation of Vestas as of the 11th of February 2015 again showed that the stock was underrated on the stock market. However this time the stock was only underrated by DKK 30,9. The multiple on revenue and EBITDA showed that Vestas was now trading more on the same level as the same peers from the analysis as of the 6th of February 2013. The underlying financial analyses showed that Vestas had increased return on invested capital from – 32,09 % in 2012 to 37,43 % in 2014. The increase in performance is due to the restructuring initiated back in 2011 and the effect of the increased ROIC can be seen by the development of the stock price from the period 6th of February 2013 to the 11th of February 2015.

Therefor the volatility in the stock around the 6th of February 2013 was due to a low return on invested capital and the stock market losing faith in management and management's ability to generate a return on invested capital. However when ROIC was increased the stock price rose and is now trading more aligned with peers based on multiple calculations.

Indhold

1 Indledning.....	1
2 Problemformulering.....	2
3 Afgrænsning	3
3.1 Tidsmæssige afgrænsning	3
3.2 Teoretisk afgrænsning.....	3
3.3 Øvrige afgrænsninger.....	3
4 Metodevalg	4
4.1 Teorivalg og disposition for opgaven	4
4.2 Emperivalg	5
5 Strategisk analyse	6
5.1 PEST(EL)-analyse	6
5.1.1 Politiske forhold	6
5.1.2 Økonomiske forhold	10
5.1.3 Sociale forhold	10
5.1.4 Teknologiske forhold	10
5.1.5 Miljømæssige forhold	12
5.1.6 Lovgivningsmæssige forhold.....	13
5.1.7 Opsummering af PEST(EL).....	13
5.2 Porters Five Forces	14
5.2.1 Leverandørernes forhandlingsstyrke.....	14
5.2.2 Købernes forhandlingsstyrke	15
5.2.3 Trusler fra substituerende produkter	16
5.2.4 Trusler fra nye konkurrenter.....	19
5.2.5 Rivalisering mellem eksisterende virksomheder i branchen	21
5.2.6 Opsamling på Porters Five Forces	22
5.3 SWOT-analyse	24
6 Regnskabsanalyse	25
6.1 Historisk regnskabsanalyse af Vestas Wind Systems A/S.....	25
6.2 Anvendt regnskabspraksis	25
6.2.1 IFRIC 15	25
6.3 Reformulering	26
6.3.1. Formueorienteret vs. Præstationsorienteret paradigme	26

6.3.2 Reformulering af egenkapitalen.....	27
6.3.3 Reformulering af balancen	27
6.3.4 Reformulering af resultatopgørelsen	28
6.4 Rentabilitetsanalyse	29
6.4.1 Dekomponering af ROE (Niveau 1).....	29
6.4.2 Dekomponering af ROIC (Niveau 2).....	31
6.4.3 Dekomponering af overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed (niveau 3)	33
6.4.4 Finansiell udvikling	35
6.4.5 Vækst og overskud	35
6.5 Delkonklusion på regnskabsanalysen.....	37
7 Budgettering	37
7.1 Forudsætninger.....	37
7.2 Budgettering	38
7.2.1 Vækstanalyse af salget	38
7.2.2 Overskudsgraden fra salg efter skat.....	40
7.2.3 Skatteprocent.....	41
7.2.4 Andet driftsoverskud efter skat	41
7.2.5 Usædvanlige poster.....	41
7.2.6 Arbejdskapitalen	42
7.2.7 F-GEAR, netto finansielle forpligtelse/aktiver og netto finansielle omkostning/indtægter	43
7.2.8 Proformaregnskab.....	44
8 Værdiansættelse.....	44
8.1 Fastsættelse af diskonteringsfaktor	44
8.1.1 Kapitalstrukturen	45
8.1.2 Ejernes afkastkrav	45
8.1.3 Långivernes afkastkrav	48
8.2 Fastsættelse af WACC	48
8.3 Værdiansættelse af Vestas Wind System A/S.....	49
8.4 Følsomhedsanalyse	49
9. Udviklingen i aktiekursen	51
9.1 Analyse af peers ved brug af prismultiple	51
9.1.1 Analyse ved prismultiple på omsætningen.....	53
9.1.2 Analyse ved prismultiple på EBITDA.....	56

9.1.3 Delkonklusion på multipler	59
9.2 Analyse af ikke-finansielle forhold	60
9.2.1 Kommunikation til markedet	60
9.3 Anbefaling fra analytikere	62
9.4 Delkonklusion	65
10 Analyse af aktiekursen i februar 2015.....	65
10.1 Rentabilitetsanalyse for 2013 og 2014.....	67
10.2 Budgettering for 2015	68
10.3 Værdiansættelse pr. 11. februar 2015	70
10.4 Analyse af peers ved brug af prismultiple	71
10.4.1 Analyse ved prismultiple på omsætningen.....	71
10.4.2 Analyse ved prismultiple på EBITDA.....	74
10.5 Anbefalinger fra analytikere	76
10.6 Delkonklusion på analyse af aktiekursen i 2015	77
11 Handle med aktier.....	78
12 Konklusion	80
13 Litteraturliste	82

1 Indledning

Inden for de sidste ti år har begreber som *klima, energi, vedvarende energi, grøn energi, global opvarmning* og *miljøforurening* opnået tiltagende fokus – hos borgere såvel som verdens politikere. Begreberne fylder i de politiske dagsordener, nogle politikere bygger hele image og principprogram op om tiltag for og imod miljøet, og dagligt rydder emnerne avisforsider med nye og til tider skræmmende opdagelser.

I Danmarks næststørste by, Aarhus, har den danske virksomhed Vestas Wind Systems A/S (herefter: *Vestas*) hovedkontor. Virksomheden producerer vindmøller og har gjort det, siden de i 1970'erne påbegyndte eksperimenter, der mandede ud i de første vindmøllevinger.

Siden slutningen af 1980'erne har virksomheden haft en positiv udvikling, hvilket ses afspejlet i en stigende omsætning. Den positive udvikling kan om muligt spores tilbage til det stigende fokus på vedvarende grøn energi hos verdens politikere samt en høj konjunktur i det meste af verden. Særligt i de områder som Vestas producerer til som USA, Kina og Europa. Målt på den samlede årligt producerede megawatt (herefter: MW) er den danske virksomhed en af de førende vindmølleproducenter i verden¹.

I takt med virksomhedens succes op gennem 2000'erne, fulgte aktiekursen med i samme retning; opad. Aktiekursens opadgående retning ville ingen ende tage indtil den, den 17. juni 2008, ramte sit højeste niveau indtil da på DKK 692 kroner pr. aktie. I den efterfølgende periode trak finanskrisen flere overskrifter end vedvarende energikilder i medierne, og Vestas' aktiekurs styrtdykkede og endte i slutningen af 2008 på DKK 197,25 kroner pr. aktie.

Pr. 6. februar 2013 var aktiekursen DKK 36,70 pr. aktie.

I en periode, hvor omsætningen er steget med 48 procentpoint fra 2007 til 2012, er aktiekursen faldet med 95 procentpoint i samme periode. Denne opgave har til formål at analysere denne udvikling i aktiekursen samt identificere de problemstillinger, som har påvirket den faldende kurs.

¹ Vestas årsrapport 2012

2 Problemformulering

På baggrund af de problemstillinger med aktiekursen, som bliver opstillet i indledningen samt de forhold, som bliver diskuteret, er det interessant at opstille følgende problemformulering:

”Hvad er værdien af Vestas i februar 2012 sammenlignet med værdien af Vestas i februar 2015, og i hvor høj grad kan det påvises, at udskiftning i topledelsen udløser signifikant øget volatilitet i Vestas aktiekurs?”

Besvarelse af ovenstående problemformulering vil blive underbygget af en værdiansættelse af Vestas samt en analyse af aktiemarkedet.

Problemstillingen vil blive forsøgt besvaret ud fra følgende underliggende spørgsmål:

Værdiansættelse:

- Hvad er Vestas' interne samt eksterne styrker og svagheder? (strategisk-analyse)
- Hvorledes har virksomhedens økonomiske udvikling været de seneste fem år? (finansiell-analyse)
- Hvad er forventningerne til virksomhedens fremtidige økonomiske situation? (finansiell-analyse)
- Hvad er værdien af Vestas pr. 6. februar 2013 – dato for offentliggørelsen af 2012 årsrapport (værdiansættelse)
- Hvad er værdien af Vestas pr. 11. februar 2015 – dato for offentliggørelsen af 2014 årsrapport

Analyse:

- Hvilke problemstillinger stod Vestas overfor i 2012, og er disse afspejlet i aktiekursen pr. 6. februar 2013?
- Hvordan er aktien for Vestas prisfastsat pr. 6. februar 2013 sammenlignet med 11. februar 2015?
- Hvordan er aktier i vindmøllebranchen værdiansat generelt i forhold til Vestas?
- Har aktiekursen for sammenlignelige virksomheder haft samme udvikling som aktiekursen for Vestas i ovenstående periode?
- Har Vestas været gode til at kommunikere forventninger til omsætningen herunder ændringer til de forventninger?
- Hvilke anbefalinger har analytikere haft til Vestas aktien i 2012, 2013, 2014 og til og med maj 2015?
- Er der sammenhæng mellem den efterfølgende finansielle udvikling og identificerede problemstillinger i Vestas i forhold til den efterfølgende udvikling i aktiekursen?

3 Afgrænsning

3.1 Tidsmæssige afgrænsning

Vestas' årsrapport for regnskabsåret 2012 er underskrevet og offentliggjort den 6. februar 2013.

Udarbejdelsen af værdiansættelsen og de underliggende proforma regnskaber, er derfor alene baseret på data kendt på værdiansættelsestidspunktet. Tilsvarende forhold gør sig gældende for værdiansættelsen pr. 11. februar 2015.

I forhold til den efterfølgende analyse og perspektivering til aktiekursen i 2013 og 2015 er anvendt dataudtræk fra forskellige finansieringskilder samt markedsrapporter fra analytikere. Herudover inddrages nøgletal fra årsrapporter fra Vestas og udvalgte peerselskaber fra perioden 2012 til 2015.

3.2 Teoretisk afgrænsning

De anvendte modeller under den strategiske analyse, den finansielle analyse samt værdiansættelsen vil ikke blive gennemgået i dybden, da det antages at læser har kendskab til modellerne i forvejen. Modellerne vil kun blive introduceret på et helt overordnet niveau med henblik på at beskrive tankerne bag brugen af de udvalgte modeller, samt beskrive sammenhængen og forståelsen mellem analyserne og input til selve budgetteringen samt værdiansættelsen.

3.3 Øvrige afgrænsninger

En værdiansættelse kræver fuld viden samt fuld adgang til al information for at beregne den mest nøjagtige værdi af virksomheden. Det har dog ikke været muligt i denne opgave, da det kræver adgang til al information hos virksomheden, herunder månedsrapporteringer samt internt kendskab til virksomheden. Værdiansættelsen og analysen af selvsamme tager derfor udgangspunkt i offentliggjort information samt tilgængelige informationer fra finansielle institutioner.

Opgaven indeholder ingen introduktion til Vestas, da det forventes, at læseren har kendskab til selskabets historie og produkter.

4 Metodevalg

4.1 Teorivalg og disposition for opgaven

Besvarelsen af problemformuleringen, som den er formuleret under afsnit to, vil primært være baseret på offentligt tilgængelig information, som nævnt under afsnit 3.3. Informationen vil i høj grad være taget fra Vestas' egne årsrapporter, artikler, børsmeddelelser, øvrige artikler samt bøger.

Strategiske analyse

Den strategiske analyse vil blive bygget op omkring to modeller. De eksterne forhold, som Vestas ikke nødvendigvis selv er herre over, men som også påvirker selskabet, vil blive analyseret.

De eksterne forhold bliver analyseret ved hjælp af en Porters Five Forces, som danner grundlag for en analyse af den branche, Vestas opererer i.

Derudover vil en PEST(EL) analyse også fremhæve de eksterne forhold; samfundsforhold samt forhold i omverdenen som kan/vil påvirke Vestas' forretning.

Den strategiske analyse vil blive opsummeret i en SWOT-analyse, der binder de to analyser sammen og skal stå som en samlet konklusion på den strategiske analyse af de eksterne forhold, som er vurderet væsentlige i forhold til det videre arbejde med værdiansættelsen.

Finansiel analyse

Til brug for den finansielle analyse vil den udvidede DuPont-model blive inddraget i forbindelse med en nøgletalsanalyse af Vestas' regnskabstal igennem de seneste fem år. Analysen har til formål at identificere de finansielle værdidrivere, som har betydning for den fremtidige indtjeningsevne.

For at kunne anvende den udvidede DuPont-model vil årsregnskaberne fra 2008 til 2014 blive reformuleret med henblik på at sondre mellem driftsaktivitet og finansieringsaktivitet. Ud fra dette vil proforma regnskaber af den fremtidige indtjening blive udarbejdet og danne grundlag for værdiansættelsen.

Værdiansættelse

Værdiansættelsen laves ved brug af den absolutte cash-flow-baserede værdiansættelsesmodel, FCFF.

Den beregnede værdi vil efterfølgende bliver holdt op imod kursen pr. 6. februar 2013 og 11. februar 2015, som var dagen for offentliggørelsen af årsrapporten for henholdsvis regnskabsåret 2012 og 2014. Formålet er, at vurdere om aktie er over- eller undervurderet i forhold til værdiansættelsen.

Analyse

Den efterfølgende analyse inddrages, hvordan aktien for Vestas er værdiansat i perioden omkring de to værdiansættelser i forhold til selskabets egen performance, branchen generelt samt udvalgte peerselskaber, med henblik på videre analyse. Denne analyse udarbejdes ved brug af relative prismultipler. Analysen skal identificere de problemstillinger, selskabet har haft i perioden og samtidig vurdere i hvor høj grad disse har haft indflydelse på prisfastsættelsen af aktiekursen. Hertil drages paralleller til den strategiske analyse og værdiansættelsen.

En tilsvarende analyse udarbejdes for aktiekursen omkring 11. februar 2015. Formålet med denne analyse er, at vurdere den efterfølgende udvikling i selskabet og dets aktiekurs for derved at undersøge, hvorledes aktien for Vestas er prisfastsat i 2015 i forhold til branchen generelt målt mod udvalgte peers.

4.2 Emperivalg

Denne opgave vil tage udgangspunkt i kvalitativ data, som er indsamlet af opgaveløser selv. Der vil være risiko for forskerbias, som er forsøgt undgået ved at anvende forskellige kilder fra både virksomheden selv og eksterne parter.

I forbindelse med researcharbejdet og indsamling af materiale er der, som den primære kilde, brugt Vestas' årsrapporter fra 2008 til 2014 samt børsmeddelelser og anden offentliggjort information.

Herunder består den sekundære kilde af artikler fra diverse medier, udtalelser fra aktieanalytikere og anbefalinger fra investeringsinstitutioner.

På denne måde opnås der en balance imellem intern offentliggjort viden og eksternt materiale, som sammen danner grundlag for denne opgave.

5 Strategisk analyse

Formålet med den strategiske analyse er, at den skal danne grundlag for budgetteringen i form af forventninger til senere indtjeningsmuligheder i forhold til udviklingen i markedet, Vestas' styrker og svagheder, konkurrenterne samt øvrige forhold. De væsentligste ikke-finansielle værdidrivere, som bliver identificerede i den strategiske analyse, vil blive inddraget senere i opgaven.

Afslutningsvist opsummeres analyserne i en SWOT-analyse.

5.1 PEST(EL)-analyse

PEST(EL)-analyse er et analyseværktøj som inddrages i bevarelsen af problemformulering ved at belyse de væsentligste makroøkonomiske forhold.

5.1.1 Politiske forhold

De politiske forhold har stor betydning for Vestas og vindmølleindustrien generelt. Det skyldes, at vindenergi stadigvæk er på et økonomisk niveau, hvor det endnu ikke kan konkurrere prismæssigt med de fossile alternativer som olie og gas. Det er derfor afgørende, at de politiske beslutninger falder til Vestas' fordel. De fleste vindmølleprojekter, som er gennemført, er sket med økonomisk støtte fra politisk side. Makro- og mikroøkonomiske politiske beslutninger har derfor rigtig stor betydning for vindmølleindustrien.

Heldigvis for vindmølleindustrien har der fra politisk side været stort fokus samt interesse for de miljømæssige udfordringer, som verden står overfor. Her tænkes der særligt på energi- og klimaområdet. Verden har fået fokus på de begrænsninger, der ligger i anvendelsen af olie og gas samt de enorme negative konsekvenser det har for klimaet og miljøet. På de politiske agendaer fremgår energi- og klimapolitik i højere grad. Det tager form i punkter vedr. grøn vækst, klimaforandringer, investeringer i vedvarende energi og forsyningssikkerhed.

Kyoto-aftalen

Et konkret eksempel på det politiske fokus på miljøet er udarbejdelsen af Kyoto-aftalen, som i første omgang blev underskrevet tilbage i 1997 af en lang række lande.

Kyoto-aftalen indeholder bindende kvoter for industrialiserede landes udledning af drivhusgasser, mens der modsætningsvis for udviklingslande ikke er fastsat bindende kvoter. Kyoto-aftalen blev underskrevet i 1997 men trådte først i kraft i 2005 og løb til 2012. Det vil sige, at forpligtelsen hos I-landene for udledning af drivhusgasser kun løb til og med 2012.

I december 2012 blev en ny aftale underskrevet, denne gang med en forpligtelsesperiode indtil 2020.

Desværre for vindmølleindustrien valgte nogle af verdens førende lande, målt på BNP og udledning af drivhusgasser, ikke at underskrive den nye aftale. Aftalen omfatter derved kun et begrænset antal lande,

som tilsammen udleder mindre end 15 % af de drivhusgasser, der udledes på verdensplan². Det er ikke positivt for Vestas og resten af vindmølleindustrien, at de største lande ikke vil binde sig til konkrete mål om at nedbringe drivhusgasser i perioden 2013 til 2020. Kritikken fra USA og Kina vedr. Kyoto-aftalen har været, at aftalen ikke indeholdte juridiske bindinger for de to lande, hvorfor de ikke ønskede at underskrive aftalen³.

På COP17 i Durban blev de 194 deltagende lande enige om en køreplan, som skal sikre en endelig global aftale i 2015, der skal træde i kraft i 2020. Herudover blev deltagerne ved COP17 også enige om at oprette en grøn fond fra 2020, som øremærkes til at støtte U-landene i klimatilpasning og vedvarende energi⁴.

Det vil sige, at selv om de deltagende lande ikke kunne blive enige om aftalen fra 2013 til 2020, så er der stadigvæk fokus fra politisk side til at indgå en ny aftale. Ved indgåelse af næste aftale lægges der endda op til, at kravene for de pågældende medlemslande bliver mere konkrete. Det er til stor fordel for Vestas og vindmølleindustrien generelt.

Udover Kyoto-aftalen har mange lande også deres egne målsætninger og fokusområder i forhold til drivhusgasser. For Vestas har det særlig betydning, hvilke politiske tiltag der bliver foretaget i USA, Kina og Europa, da dette er koncernens største markeder.

USA

USA er et kæmpe marked for Vestas. Målt på MW er USA faktisk Vestas' største eksportmarked. Vestas har indtil 31. december 2012 installeret vindmøller for 10.982 MW på både onshore- og offshore-markedet⁵. Politiske beslutninger er derfor meget afgørende for Vestas' aktivitet i USA og dermed afgørende for omsætningen i den danske vindmøllekoncern.

Heldigvis for vindenergiindustrien har USA's nuværende præsident Barack Obama fokus på grøn vedvarende energi.

Senest i starten af 2013 har præsidenten udtalt, at USA skal satse stort på grøn vedvarende energi⁶. Præsidenten mener, at USA's position på energifronten er positiv og skal bibeholdes. Det vil præsidenten gøre ved at investere og fortsætte kampen mod energiuafhængighed med et mere grønt aftryk end

² http://borsen.dk/nyheder/politik/artikel/1/247580/cop18_kyoto-aftalen_er_forlaenget_til_2020.html

³ <http://www.dr.dk/Nyheder/Udland/2011/12/11/045548.htm>

⁴ <http://www.dr.dk/Nyheder/Udland/2011/12/11/045548.htm>

⁵ Vestas årsrapport 2012, s. 11

⁶

http://borsen.dk/nyheder/politik/artikel/1/251829/obama_vil_have_mere_vindenergi.html/?utm_source=relatedright

tidligere. Det betyder flere investeringer i vindenergi – herunder vindmøller.

Et af de tiltag, som den amerikanske regering har taget med henblik på at støtte og fremme investeringer i grøn vedvarende energi, er den såkaldte PTC-ordning (Production Tax Credit). Ordningen går ud på, at staten giver et skattefradrag ud fra producerede kilowatt-timer, når en vindmøllepark er opført. Det kræver dog, at projektet er påbegyndt det pågældende år, før fradraget gives. Projektet behøver dermed ikke at være færdigafsluttet samme år⁷. Ordningen gælder for et år ad gangen og er dermed meget kortsigtet. Aftalen er senest indgået for vindmølleparker påbegyndt i 2013. Præsident Obama har lagt op til en langsigtet og mere permanent PTC - ordning frem til 2020⁸. Det er dog uvist på nuværende tidspunkt, om kongressen ønsker at gå videre med det.

Med den nuværende PTC-ordning, gældende for 2013, kan der ligge store fremtidige ordrer i USA for Vestas, og allerede i starten af 2013 har Vestas modtaget en ordre på 200 MW⁹. Samtidig er der udsigter til, at ordningen bliver genforhandlet de næste par år og muligvis til fordel for en længere periode. Så selv om USA har valgt ikke at underskrive den nye Kyoto-aftale, så er USA stadigvæk et godt marked for Vestas.

Kina

Kina er Vestas' største aftager af vindmøller i Asien. Vestas har pr. 31. december 2012 leveret for 3.878 MW til Kina, svarende til 7 % af det samlede leverede MW¹⁰ til landet. Det betyder, at Kina er det vigtigste og største marked for Vestas i Asien. Det er derfor værd at vurdere den politiske situation for vindenergi i Kina.

Kina er helt klart det førende land inden for vindmøller, målt på kapacitet. Samlet set har Kina en kapacitet på 62.364 MW, svarende til en markedsandel på 26,2 % af hele verden. Det er langt over USA, som kommer på en andenplads med en markedsandel på 19,7 %¹¹. Med landets størrelse og lange kyststrækning er Kina et land med et enormt potentiale for investeringer i vindenergi.

Siden 2005 har den Kinesiske regering for alvor fået fokus på kampen om vindenergi i kraft af offentlige målsætninger. Den Kinesiske regering har meldt ud, at vindkapaciteten skal udbygges til at udgøre 200 GW i 2020. Det er således i Kina, at statens offentlige midler skal gå til arbejdspladser rettet mod landets egen

7

http://www.windpower.org/da/aktuelt/aktuelt_i_vindmoelleindustrien/news_q4_2012/forlaengelse_af_skatterabat_i_usa_er_godt_nyt.html

8

http://www.windpower.org/da/aktuelt/aktuelt_i_vindmoelleindustrien/news_q1_2013/interview_amerikansk_marke_d_i_medvind.html

⁹ Vestas årsrapport 2012, s. 34

¹⁰ Vestas årsrapport 2012, s. 11

¹¹ GWEC - Annual market update, s. 12

befolkning og ikke bare skabe udenlandske arbejdspladser¹². Men selv om rigtig mange kinesiske ordrer vil tilfalde producenter inden for landets grænser, så vil det også betyde ordrer til danske leverandører, vurderer den danske ambassadør i Kina¹³.

Den danske energistyrelse har desuden i 2012 indgået en samarbejdsaftale med *China National Renewable Energy Centre*. Aftalen går ud på, at de to institutioner fremover skal samarbejde om udvikling, udbredelse og anvendelse af grønne vedvarende energikilder. Formålet med samarbejdet er at øge erfaringsudvekslinger og samtidig bane vejen for øget anvendelse af danske løsninger i Kina¹⁴.

Det vurderes, at det kinesiske marked ikke kommer til at give Vestas de største ordrer, da landet vil forfordele kinesiske producenter. Dog kan det forventes, at de store investeringer samt fokus på kvalitetsvindmøller kan give Vestas ordrer i et vist omfang.

Europa

Europa er det største marked for Vestas. Ud af Vestas' samlede leverede MW på 55.370 MW, står Europa for at modtage omkring 33.380 MW af dem¹⁵. Her står Tyskland som det største marked i Europa, efterfulgt af Spanien, Italien, Danmark og Storbritannien.

Generelt har det europæiske marked været meget stille i 2012, og tendensen forventes at fortsætte ind i 2013 også. Europa har dog forsat et overordnet mål om at generere 20 % af den samlede energi fra grønne vedvarende energikilder, inden 2020. På den baggrund forventes det stadigvæk, at Vestas vil modtage mange ordrer fra de europæiske lande, og Europa vil fortsat være Vestas' vigtigste marked fremadrettet¹⁶. Det er særligt Vestas' produktion af V112-3.0 MW og V126-3.0 MW, som er yderst velegnede til det europæiske marked med lav og middel vindstyrker, som giver Vestas en gunstig markedsposition.

¹²

http://windpower.org/da/aktuelt/aktuelt_i_vindmoelleindustrien/news_q4_2011/kina_stiler_mod_200_gw_vindkraft_i_2020.html

¹³

http://windpower.org/da/aktuelt/aktuelt_i_vindmoelleindustrien/news_q4_2011/kina_stiler_mod_200_gw_vindkraft_i_2020.html

¹⁴ <http://www.ens.dk/info/nyheder/nyhedsarkiv/danmark-kina-intensiverer-samarbejde-vedvarende-energi>

¹⁵ Vestas årsrapport 2012, s. 11

¹⁶ Vestas årsrapport 2012, s. 23

Den europæiske fremgang vil være anført af de nordeuropæiske lande, mens Vestas vil se en tilbagegang i de sydeuropæiske lande, så som Spanien, Portugal og Grækenland, som kæmper med store finansielle vanskeligheder.¹⁷

5.1.2 Økonomiske forhold

Udover politisk støtte er udviklingen i de økonomiske forhold også altafgørende for graden af investeringer i vindmøller og dermed økonomien i Vestas.

Finanskrisen, som startede tilbage i 2008, har haft stor betydning for Vestas og stor negativ betydning for vindmølleindustrien generelt. Selv med den politiske dagsorden hvor klima, vedvarende energi og CO₂-udledning har haft stort fokus, har den finansielle krise haft den største påvirkning på udviklingen i vindmølleindustrien. Den negative udvikling i de økonomiske forhold, rammer Vestas ekstra hårdt, da koncernen på daværende tidspunkt har foretaget mange større investeringer i produktionen. Det gør, at Vestas ikke er omstillingsklar til den finansielle krise eller tilbagegang i de politiske investeringer i vindmøller. Dette forhold bliver også drøftet senere i opgaven.

5.1.3 Sociale forhold

De sociale forhold kan også komme til at have stor betydning for udviklingen i vindmølleindustrien. Ved en vurdering af sociale forhold er det interessant at kigge på udviklingen i verdens befolkningstal. I 2012 er verdensbefolkningen på omkring 6,9 milliarder mennesker, og det forventes, at der i 2050 er op imod 9,2 milliarder mennesker i verden¹⁸. Det svarer til en stigning i befolkningstallet på omkring 33 %. Det vil betyde et stigende energibehov. I en for nyligt udgivet rapport fra Statoil, vurderer den norske energikoncern, at behovet for energi vil stige med 40 % frem mod 2040. Statoil vurderer yderligere, at olieefterspørgslen vil stige med 0,5 % om året, mens efterspørgslen af grøn vedvarende energi vil stige med 8,9 % om året¹⁹. Rapporten understøtter i høj grad et fremtidigt behov for vindmøller, som vil kunne genere denne grønne vedvarende energi, som er omtalt i rapporten. Med en så stor efterspørgsel på energi vil det også være nødvendigt at anvende alternative energikilder frem for de fossile energikilder, såsom olie og gasser der bliver mindre og mindre af, og som udleder meget CO₂.

5.1.4 Teknologiske forhold

Det teknologiske aspekt i vindmølle industrien er selvfølgelig en meget vigtig faktor, da udviklingen af vindmøller er højteknologisk. Som tidligere beskrevet har Vestas investeret mange penge i et nyt

¹⁷ Vestas årsrapport 2012, s. 23

¹⁸ <http://udviklingstal.um.dk/da/tematiske-indgange/befolkning-levevilkkaar-areal/befolkning/verdens-befolkning-1950-2050/>

¹⁹ <http://shippingwatch.dk/secure/Offshore/article5618146.ece?1384460231698>

forskningscenter i Aarhus. Formålet er, at Vestas holder fokus på en udvikling af deres nuværende sortiment men samtidig også forbliver innovative på markedet for vindmølleindustrien. En af Vestas' store investeringer for tiden er deres nye vindmølle på V164-8.0 MW, som vil være banebrydende inden for offshore vindkraft²⁰.

Der er flere grunde til, at Vestas bør holde fokus på det teknologiske og på at udvikle dette. For det første er der det konkurrencemæssige aspekt i forhold til konkurrenterne. Men dernæst er det væsentligt for branchen generelt, at vindmølleproducenter forsker og udvikler konstant - også med henblik på at skabe bedre og mere effektive vindmøller for at nedbringe *cost of energy*. Derved kan de konkurrere med andre energikilder og blive fortsat mere attraktive investeringer i fremtiden for alternative energikilder og grøn vedvarende energi. Jo højere en teknologisk udvikling, jo fysisk højere vindmøller, jo længere rotorblade og jo større generatorer, vil i sidste ende give flere MW pr. mølle, hvilket betyder at vindmøllerne producerer mere strøm.

Særligt er offshore-markedet indenfor vindmøller spået en stor fremtid, både i Europa og i Kina. På nuværende tidspunkt udgør offshore-markedet kun en mindre del af den samlede vindmølleindustri²¹. I fremtiden har mange energiselskaber og en række EU-lande planer om at sætte et hav af vindmøller op inden 2020. Den samlede investering er anslået til 1.000 milliarder DKK²². Installationen af vindmøller indebærer store udfordringer. Offshore er en relativ ny teknologi, hvorfor der stadigvæk er store omkostninger forbundet med installationen. Møllerne opstilles på dybere vand, hvilket giver udfordringer med havbund samt højere bølger, som samlet set er med til at bringe omkostningerne op²³. Det er derfor en meget dyrere løsning på nuværende tidspunkt end onshore-vindmøller. Det er derfor afgørende for Vestas, at produktionen af den nye offshore-vindmølle på 8 MW bliver en succes for virksomheden. Vestas vil stå med et enestående produkt, og de vil være på forkant med konkurrenterne. Fordelen for Vestas er også, at offshore-vindmøller kan producere 8 MW, hvilket medvirker til en lavere *cost of energy*.

En af Vestas' største konkurrenter er Siemens. Siemens lancerede i februar 2013 deres nyeste offshore-vindmølle på 4 MW²⁴. Siemens nyeste offshore-vindmølle producerer kun halvdelen af Vestas' 8 MW, hvilket kan være en rigtig stor fordel for Vestas.

²⁰ Vestas årsrapport 2012, s. 24

²¹ GWEC - Annual Market Update 2011, s. 40

²² <http://www.business.dk/green/offshore-vind-spaet-kaempe-vaekst>

²³ <http://www.folkecenter.dk/mediafiles/folkecenter/Un%C3%83%C2%B8digt-dyr-vedvarende-energi.pdf>

²⁴ <http://w3.siemens.dk/home/dk/dk/presse/meddelelser/2013/pages/2013-02-05-4mw-offshore.aspx#>

5.1.5 Miljømæssige forhold

Som tidligere beskrevet har flere lande et ønske om at skabe mere miljøvenlige og grønne vedvarende energikilder. Der er etableret fælles samt individuelle målsætninger for reducere af CO₂ og andre drivhusgasser, nedbringelse af brug af fossile brændstoffer og samtidig et højere brug af grøn vedvarende energi og bio-brændstoffer.

Den danske regering har underskrevet Kyoto-aftalen, deltaget i det årlige COP-møde, ligeledes afholdt et COP-møde på dansk jord og herudover også taget del i FN's klimakonvention. Ydermere har den danske regering også indgået en særlig energiaftale. Aftalens overordnede formål er at få mere grøn vedvarende energi samt få reduceret udslip af drivhusgasser.

Aftalen er indgået for perioden 2012 til 2020, hvor det helt konkret fremgår, at Danmark har til mål at nedbringe bruttoenergiforbruget med 12 %. Herunder skal 35 % af anvendt energi i Danmark være grøn vedvarende energi, og 50 % af danskernes energiforbrug skal komme fra vindenergi. Aftalen er blot et delmål i forhold til det samlede mål om, at Danmarks energiforsyning skal være omstillet til grøn vedvarende energi i 2050²⁵.

I 2018 drøftes supplerende initiativer for perioden efter 2020²⁶.

Det er ikke kun Danmark, som har gjort tiltag for at reducere udledning af drivhusgasser. I EU har man i marts 2007 ved et topmøde i Berlin vedtaget en såkaldt klima- og energipakke. Pakken har fået navnet 20-20-20, da den indebærer, at EU skal reducere drivhusgasser med 20 %, anvende 20 % mere grøn vedvarende energi og forbedre energieffektiviteten med 20 % inden 2020²⁷. Ideen er, at forpligtelserne skal fordeles mellem EU's medlemslande på en retfærdig og hensigtsmæssig måde, angivet på baggrund af nationale udgangspunkter og potentialer, herunder landenes nuværende anvendelsesgrad af grøn vedvarende energi.

EU har desuden indført fælles CO₂-kvoteordning med henblik på at få store produktionsvirksomheder til at nedbringe deres CO₂-udslip. Dette er gjort ved at indføre betaling for udslippet. Ordningen omfatter alle 27 medlemslande i EU og tæller mere end 10.000 stationære produktionsenheder²⁸.

Kvoterne fungerer på den måde, at virksomhederne køber sig til en CO₂-kvote. Denne købsaftale fungerer som et bevis for retten til at udlede 1 ton CO₂ uden yderligere betaling eller afgifter. CO₂-kvoterne kan

²⁵ <http://www.kebmin.dk/klima-energi-bygningspolitik/dansk-klima-energi-bygningspolitik/energiaftale>

²⁶ <http://www.kebmin.dk/klima-energi-bygningspolitik/dansk-klima-energi-bygningspolitik/energiaftale>

²⁷ <http://www.climateminds.dk/index.php?id=688>

²⁸ <http://www.ens.dk/klima-co2/co2-kvoter/fakta-vejledning-co2-kvoter>

købes og sælges på tværs af landegrænser i EU, uanfægtet af hvor i EU de er udstedt. Formålet med denne løsning er at sikre, at reduktionerne sker der, hvor det økonomisk er mest hensigtsmæssigt²⁹.

5.1.6 Lovgivningsmæssige forhold

For lovgivningsmæssige forhold henvises til afsnit 5.1.5 om miljømæssige forhold og afsnit 5.1.1 om politiske forhold.

5.1.7 Opsummering af PEST(EL)

De eksterne omgivelser i samfundet, som vedrører vindmøllemarkedet, er analyseret igennem PEST(EL)-analysen. Analysen har fremhævet, at vindmølleindustrien er meget afhængig af de politiske beslutninger, som bliver truffet i både de mikro- og makroøkonomiske perspektiver.

De politiske tiltag er med til at påvirke graden af investeringer i grøn vedvarende energi ud fra to tiltag. Det ene tiltag er via direkte økonomisk støtte fra regeringen ved investeringer i vindmøller eller vindmøllerparker. Det er med til at påvirke mængden af investeringerne. Det andet tiltag er via konkrete målsætninger og rammer for at få nedbragt udledningen af drivhusgasser, brug af fossile brændstoffer og samtidig få højnet brugen af grøn vedvarende energi. Et af de tiltag er indgåelsen af Kyoto-aftalen tilbage i 1997, som efterfølgende er blevet genforhandlet i 2012, og som formentlig genforhandles igen i 2015. Aftalen sætter begrænsninger for de deltagende landes udledning af drivhusgasser. Et andet konkret eksempel er EU-pakken, som har fået navnet 20-20-20, der også stiller konkrete målsætninger for redueringen af drivhusgasser. I USA har staten valgt at give fradrag ud fra producerede kilowatt-timer.

Ovenstående eksemplarer viser, at der fra politisk side er meget fokus på fremtiden inden for grøn vedvarende energi. Den politiske opbakning er afgørende for Vestas.

Rent teknologisk står Vestas som en meget stærk spiller på markedet for vindmøller. Virksomheden har siden 1970'erne kun produceret vindmøller og har derfor stor *know-how*. På trods af kvalitetsmæssige problemer i starten af 2000'erne, er Vestas nu gearet til fremtiden med et bredt produktsortiment. Vestas forventer at installere en banebrydende offshore-vindmølle på 8 MW. Det er den største vindmølle på markedet på nuværende tidspunkt. Såfremt udviklingen af denne nye vindmølle bliver en succes for Vestas, vil de have et enestående produkt på et offshore-marked, som er spået stor fremtid både i Europa og i Kina. Det kan komme til at have en stor betydning for Vestas.

Udviklingen i verdens befolkningstal betyder, at der vil være yderligere behov for energi. Fokus vil samtidig være på, at det stigende energibehov bliver dækket af grønne vedvarende energikilder. Såfremt Vestas

²⁹ <http://da.wikipedia.org/wiki/CO2-kvote>

formår at beholde deres markedsposition, vil udviklingen i de samfundsmæssige eksterne forhold være til fordel for den danske virksomhed.

5.2 Porters Five Forces

Porters Five Forces-modellen anvendes til at analysere og beskrive vindmøllebranchen. Analysen vil være inddelt i de ovenstående fem punkter.

For at gøre analysen mere håndgribelig tildeles hvert delelement en værdi, der kategoriserer styrken eller intensiteten af det pågældende underpunkt:

- Høj: Høj intensitet
- Middel: Middel intensitet
- Lav: Lav intensitet

Høj intensitet indikerer, at det er en ugunstig situation, og lav intensitet indikerer en gunstig situation for Vestas. Summen af delelementerne danner grundlag for den endelige konkurrenceintensitet i vindmøllebranchen.

5.2.1 Leverandørernes forhandlingsstyrke

Leverandørernes forhandlingsposition afhænger blandt andet af antallet af leverandører samt størrelsen af dem, som kan producere det samme produkt. Der kan være omkostninger forbundet med at skifte leverandører, og derudover er leverandørernes kvalitet selvfølgelig også afgørende.

I produktionen af vindmøller indgår mange små delkomponenter, og produktionen er i det hele taget kompleks med et højteknologisk slutprodukt. Det stiller derfor store krav til kvaliteten af delkomponenter og hermed leverandørerne.

Som led i Vestas' nye strategi om at gøre virksomheden mere skalerbar og samtidig have et større fokus på omkostningsminimering, vil virksomheden i højere grad gøre brug af outsourcing af standardkomponenter frem for at producere delkomponenterne selv³⁰. Vestas har dog fokus på, at kvalitet, teknologi og sikkerhed er vigtige elementer hos de udvalgte underleverandører³¹. Herudover er det vigtigt for Vestas, at de har et tæt samarbejde med deres underleverandører for at højne det professionelle niveau i leverandørkæden, så komponenter leveres i den rette kvalitet og til konkurrencemæssige priser.

Derfor har Vestas implementeret *Six Sigma*, som skal fungere som virksomhedens værktøj for kvalitetsforbedringer hos underleverandører. Samtidig skal Six Sigma sikre en ensartet tilgang til

³⁰ Vestas årsrapport 2012, s. 16

³¹ Vestas årsrapport 2012, s. 16

produktionen, som skal medvirke til synergieffekter og udveksling af best practice-erfaringer mellem underleverandør og Vestas³². Det er afgørende for Vestas, at komponenterne fra underleverandører lever op til deres interne krav, for at Vestas kan levere en driftsikker og holdbar vindmølle til deres kunder. Der er stor risiko forbundet med kvalitetsmæssige problemer, som kan give Vestas negativ omtale og et negativt omdømme. Såfremt en underleverandør vurderes til ikke at leve op til de kvalitetsmæssige forventninger, vil der være stor risiko for, at denne underleverandør bliver skiftet ud til fordel for en anden. Vestas har tidligere haft kvalitetsproblemer, hvorfor koncernen har stort fokus på kvalitet på nuværende tidspunkt.

Det giver et billede af, at det er Vestas, som definerer samarbejdet med deres underleverandører og ikke omvendt.

Det afgørende for Vestas er dog et tæt samarbejde, hvor underleverandørerne i højere grad bliver involveret i udviklingen, så der skabes et strategisk samarbejde baseret på tillid og gensidige fordele³³.

Ud fra ovenstående beskrivelse af underleverandører vurderes det, at de omkring 400 underleverandører til vindmølleindustrien i Danmark³⁴ har en lav forhandlingsstyrke overfor de store vindmølleproducenter. Det vurderes derfor, at der er en lav intensitet og dermed en gunstig situation for Vestas i forhold til deres underleverandører i vindmøllebranchen.

5.2.2 Købernes forhandlingsstyrke

Kundernes forhandlingsposition bliver blandt andet påvirket af antallet af vindmølleproduktioner samt størrelse af dem. Der kan være omkostninger forbundet ved at skifte leverandør for køber, og herudover spiller kundernes krav til produktkvalitet også en rolle.

Vestas kundeportefølje består af mange forskellige kunder - lige fra private investorer, større virksomheder, store energi- og forsyningsselskaber samt offentlige myndigheder. I 2012 havde Vestas en samlet ordretilgang på vindmøller på 3.738 MW. Den gennemsnitlige ordre var på 17 MW. Dog var den største ordre på 396 MW, og den mindste ordre lød på blot 1 MW. Ordretilgangen for 2012 var fordelt på 296 forskellige kunder³⁵. Det viser, at Vestas ikke bare er afhængig af én kunde men har rigtig mange kunder verden over. Det må alt andet lige betyde, at Vestas' forhandlingsstyrke ikke bliver presset af få og store kunder, men derimod har virksomheden mulighed for en vis grad af forhandling over for deres kunder.

³² Vestas årsrapport 2012, s. 27

³³ Vestas årsrapport 2012, s. 27

³⁴ <http://www.business.dk/evb-archive/vindbranchen-saetter-pres-paa-under-leverandoerer>

³⁵ Vestas årsrapport 2012, s. 28

Igennem de sidste tre år har Vestas arbejdet intensivt med *key account management* med henblik på at skabe et bedre kendskab samt samarbejde med deres største og vigtigste kunder. I løbet af 2013 vil Vestas arbejde mod at kunne adressere flere af deres kunders behov ved at udvide deres *key account management*³⁶.

Da mange af de store ordrer på vindmøllemarkedet sker med støtte fra offentlige myndigheder eller offentligt ejede selskaber, vil der være krav om at sende ordren i udbud. En udbudsrunde vil skabe et øget konkurrencemæssigt aspekt i forhold til et pres på priserne, kvalitet, leveringstider mv. I de tilfælde skal det bemærkes, at Vestas vil være under et større pres, og i disse situationer vil kunderne have en større forhandlingsstyrke.

Købernes samlede forhandlingsstyrke vurderes ud fra ovenstående til at være middel. Der er ingen afhængighed af en eller enkelte kunder på markedet. Der vil til gengæld i tilfælde af udbudsrunder være et større pres samt krav til kvalitet, samarbejde og pris.

5.2.3. Trusler fra substituerende produkter

Trusler fra substituerende produkter er en analyse af, om der er andre produkter, der kan dække samme behov for grøn vedvarende energi, som ved brug af vindmøller, som derved kan være en trussel eller konkurrent til vindmølleindustrien – herunder Vestas.

En analyse af substituerende produkter indenfor energi, kræver en opdeling af analysen i to kategorier; fossile brændstoffer (olie og gas) og grøn vedvarende energi.

Fossile brændstoffer

Fossile brændstoffer omfatter kul, olie og naturgas, som de mest kendte og anvendte til brug for fremstilling af energi. De største ulemper ved brug af disse energikilder er, at de forårsager en del CO₂-forurening i forbindelse med produktionen af energi. Herudover er der utilstrækkelig forsyningssikkerhed grundet ressourceknaphed³⁷.

Grunden til, at de fossile brændstoffer er så populære til produktion af energi, er, at priserne er lave. De lave priser er vindmøllens største konkurrenceparametre i forhold til fossile brændstoffer, og vindenergi har svært ved at konkurrere med dem prismæssigt på nuværende tidspunkt.

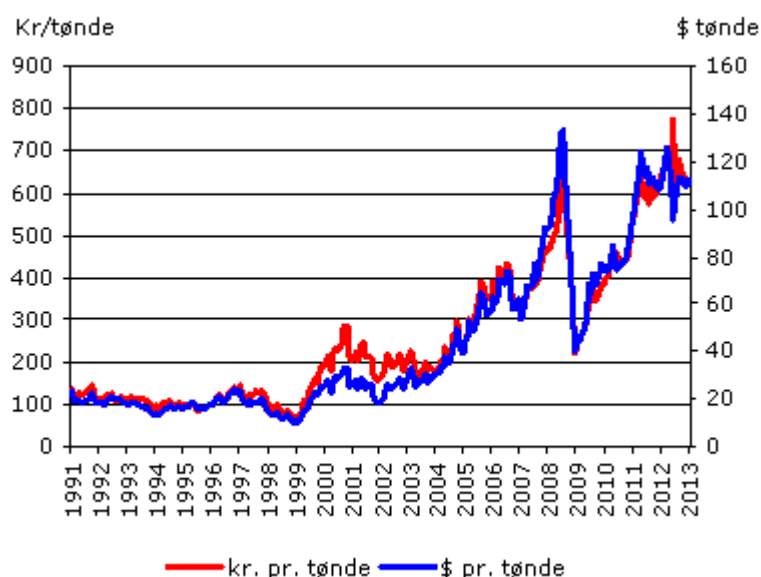
Hvis vindenergi skal kunne konkurrere med de fossile brændstoffer, skal prisen på olie og gas stige eller også skal prisen for vindenergis *cost of energy* falde.

³⁶ Vestas årsrapport 2012, s. 28

³⁷ http://da.wikipedia.org/wiki/Energi#Fossile_energikilder

En stigning i prisen på olie eller kul vil betyde, at det bliver dyrere at benytte fossile brændstoffer. Stigende oliepriser vil give større incitament til at skifte til andre energikilder, såsom vindenergi. Et ryk i olie- og kulpriser vil gøre det mere rentabelt for virksomheder og lande at producere alternativ energi, da prisen af denne energi i mindre grad afhænger af de ressourceproblemer, der er bundet til fossile brændstoffer³⁸. På nuværende tidspunkt er priserne på olie og gas på et højt niveau, men ikke tilstrækkeligt til at gøre det attraktivt prismæssigt at investere i vindenergi. Det er også en af grundene til, at politisk støtte til investeringer i vindenergi er så vigtig for Vestas.

Nedenfor ses udviklingen i prisen på olie.



Figur 5.2.3.³⁹

Prisen på olie er steget meget de seneste år. Hvis denne udvikling fortsætter, kan det blive mere attraktivt at foretage investeringer i vindenergi.

Herudover er der en helt anden fordel for verdens industrialiserede lande ved at investere i grøn vedvarende energi. De ønsker i højere grad at blive uafhængige af de olieproducerende, og ofte uroplagede, lande. Det øger også incitamentet for at skifte til alternative energikilder.

Udover de stigende priser på olie så vil vindmøllernes effektivitet og pålidelighed også løbende blive bedre. Det vil gøre vindenergi til en mere konkurrencedygtig energikilde. På nogle markeder er vindkraft allerede

³⁸ <http://www.climateminds.dk/index.php?id=571>

³⁹ <http://www.ens.dk/sites/ens.dk/files/images/info/tal-kort/Oliepriser.GIF>

en konkurrencedygtig energikilde⁴⁰. Ifølge en analyse fra Bloomberg New Energy Finance vil den gennemsnitlige pris på el fra vindkraftværker allerede i 2016 være på lige fod med fossile brændstoffer⁴¹.

Grøn vedvarende energis alternativer

Som de mest væsentlige alternativer til vindenergi følger solenergi, bølgeenergi og biogas.

I Danmark har særligt solenergi vundet stor fremdrift blandt de private husholdninger. Dette skyldes især økonomisk tilskud fra staten⁴². Det har resulteret i en stor fremdrift af solceller, og i 2010 blev der installeret 476 solcelleanlæg hos private, hvilket var en stigning på 6300 % i forhold til året før⁴³.

Bølgeenergi bliver skabt af en bølgemaskine, som udnytter bølgenes op- og nedadgående bevægelser til at skabe energi⁴⁴.

Bølgeenergi vurderes ikke som den største trussel, da det på nuværende tidspunkt er en relativ ny teknologi. Der ligger meget arbejde i udviklingen, og på nuværende stadie er omkostningerne ved produktion og installation meget høje grundet de store anlæg og barske forhold, anlægget skal fungere under⁴⁵. En af Danmarks førende eksperter inden for bølgeenergi mener også, at der går lang tid, før bølgekraft begynder at give et måleligt bidrag til energiforsyningen⁴⁶. Vurderet ud fra dette er bølgeenergi ikke den primære konkurrent til vindenergi.

Biogas er nedbrydning af organisk stof under iltfrie forhold. Biogas er også spået stor fremtid men er også en ny teknologi, som kræver en del udvikling.

Truslen fra substituerende produkter vurderes til at være en middel intensitet. På nuværende tidspunkt har vindenergi stadigvæk svært ved at konkurrere prismæssigt med de traditionelle fossile energikilder. Så længe udviklingen i *cost of energy* forsætter i en nedadgående retning, vil der ikke gå mange år, før vindenergi er konkurrencemæssigt på niveau med olie og gas. Der vil desuden være stigende behov for at finde nye grønne vedvarende energikilder. På sigt kan de alternative grønne vedvarende energikilder, som

⁴⁰ Vestas årsrapport 2012, s. 17

⁴¹ Vestas årsrapport 2012, s. 17

⁴² <http://www.energi-hjem.dk/kob-solceller-inden-det-er-for-sent-57-000-kr-i-tilskud/>

⁴³ <http://www.energi-magasinet.dk/2012/02/salget-af-solceller-eksploderer/>

⁴⁴ <http://da.wikipedia.org/wiki/B%C3%B8lgeenergi>

⁴⁵ <http://energinet.dk/DA/KLIMA-OG-MILJOE/Energi-og-klima/Forskning-i-vedvarende-energi/Sider/Boelgekraft.aspx>

⁴⁶ <http://ing.dk/artikel/ekspert-masser-af-muligheder-bolgekraft-i-danmark-106814>

er gennemgået ovenfor, blive en større trussel for vindenergi end på nuværende tidspunkt.

Ud fra ovenstående vurderes truslen af substituerende produkter for middel intensitet.

5.2.4 Trusler fra nye konkurrenter

En stor adgangsbarriere på markedet vil være det store kapitalkrav i forhold til produktion af vindmøller.

Det er en omfattende produktion, som kræver store produktionsfaciliteter, produktionsmaskiner, aftaler med underleverandører, test af delkomponenter og komponenter ved adgang til testfaciliteter. Det er alt sammen nødvendige faciliteter, som betyder høje etableringsomkostninger. Herudover vil der løbende være store kapitalkrav til faste omkostninger og store kapitalbindinger til den løbende produktion, som i et vist omfang kan dækkes af forudbetalinger fra kunder, men som ikke kan forventes 100 % dækket ved kundefinansiering. Det vil kræve en form for egenfinansiering eller aftale om fremmedfinansiering.

De høje, faste omkostninger er fleksible, såfremt der anvendes mange underleverandører til produktionen af vindmøllerne, men det vil formentlig medføre forudbetalinger til underleverandører.

Der vil samtidig være en del omkostninger til forskning, udvikling og test, idet forskning og udvikling er en væsentlig konkurrenceparameter på vindmøllemarkedet. Der er tidligere givet eksempler på innovationen på markedet, og hvor vigtigt det er at kunne udvikle på sit sortiment. Som tidligere beskrevet er *cost of Energy* stadigvæk for høj på vindmøller til at kunne konkurrere med nogle af de mest anvendte fossile brændstoffer⁴⁷.

Alt i alt vil det at gå ind på vindmøllemarkedet stille store krav til finansieringen.

Hvis først finansieringen er på plads, vil den næste barriere være graden af *know-how*. Produktion af vindmøller er en kompliceret proces – lige fra udvikling, innovation, opstilling, installation og herefter service af vindmøllen. Vestas har opbygget *know-how* siden 1970'erne og har stor erfaring med både produktion og installation af vindmøller. Selv Vestas havde i starten af 2000'erne kvalitetsmæssige problemer. En ny aktør på markedet vil selvfølgelig ikke starte forfra men vil kunne udnytte det opnåede vidensniveau fra etablerede virksomheder og gøre brug af deres erfaringer. Det må forventes, at en ny aktør vil have lettere ved at tilegne sig viden om produktionen, end Vestas havde i sin tid.

En stor fordel ved at starte produktion af vindmøller er den høje grad af samfundsmæssig og politisk fokus. Sidstnævnte medfører desuden en grad af økonomisk støtte, som er med til at gøre industrien mere attraktiv for nye aktører, da der er udsigt til store investeringer fra offentlige myndigheder i fremtiden. Det gælder ikke blot de danske myndigheder men offentlige myndigheder fra hele verden, da det politiske fokus er gældende på den internationale skala. Mange af de nuværende aktører på markedet er

⁴⁷ Afsnit 5.2.3.

repræsenteret på et globalt plan. De har etablerede produktions-, forsknings-, salgs- og serviceafdelinger på de største markeder i verden. Med tiden har de fået opbygget et stort netværk af leverandører, distributører, finansieringspartnere samt kunder. De har gennem mange år opbygget et stærkt brand, et omdømme på markedet samt en referenceliste af kunder, som kan stå inden for deres produkter, kvalitet og dokumentere deres resultater og erfaringer med diverse opgavetyper.

For mange virksomheder vil ovenstående adgangsbarrierer gøre det nærmest umuligt at komme ind på vindmøllemarkedet. Men for virksomheder som allerede er store globale aktører på et andet marked, og som allerede har kapital til investeringer, et netværk af leverandører, distributører samt et godt omdømme og et stærk brand, er adgangsbarrierer ikke ligeså store. Det er det, markedet har set, da GE og Siemens kom ind på markedet. De er begge store kapitalstærke virksomheder, som lever op til og kan krydse ovenstående adgangsbarrierer. Samtidig er det virksomheder, som har erfaring med store produktioner, udvikling af nye produkter, og som har erfaring med at handle med kunder fra store dele af verden. Begge aktører er kommet ind på vindmøllemarkedet ved at opkøbe mindre virksomheder med know-how og erfaring med produktion af vindmøller. For GE var det med opkøb af virksomheden Enron i 2002, og for Siemens var det med opkøb af den danske virksomhed Bonus i 2004. Senest har japanske Mitsubishi også vist interesse for offshore-vindmøllemarkedet. I 2010 investerede virksomheden DKK 845 millioner danske kroner i byggeriet af et nyt forskningslaboratorium i Storbritannien⁴⁸.

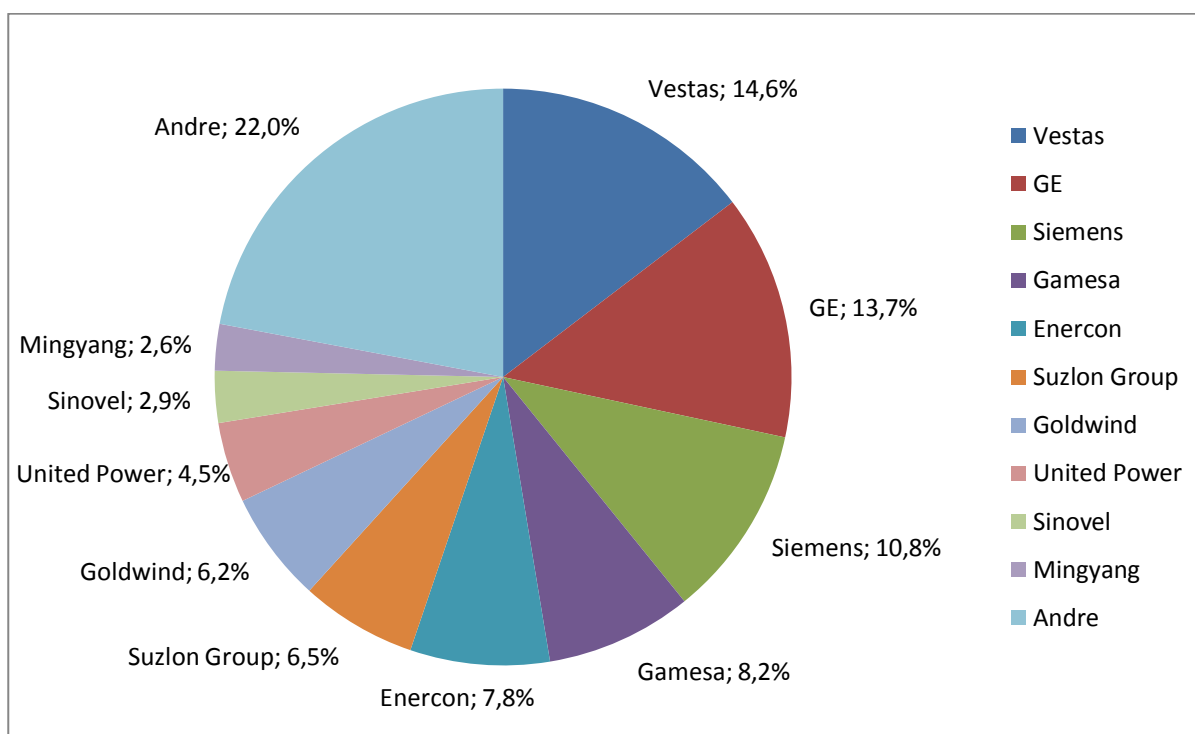
På baggrund af de store adgangsbarrierer for at komme ind på markedet vurderes truslen for nye konkurrenter at være af lav intensitet. Det har dog vist sig, at risiko for nye konkurrenter i form af store veletablerede og kapitalstærke virksomheder er relativ høje. De adgangsbarrierer, der eksisterer på markedet, kan undgås ved køb af eksisterende producenter, eller hvor synergieffekter mellem kerneaktivitet og vindmøllemarkedet er mulige og kan udnyttes til virksomhedens fordel. I de tilfælde vurderes truslen for nye konkurrenter at være af middel intensitet.

⁴⁸ <http://ing.dk/artikel/japanere-bygger-5-mw-havvindmoller-med-kaempevinger-106800>

5.2.5 Rivalisering mellem eksisterende virksomheder i branchen

Rivaliseringen mellem de eksisterende virksomheder i branchen skal beskrive intensiteten imellem de eksisterende aktører og analysere hvor hård konkurrence, der er på markedet herunder antal konkurrenter, konkurrenternes størrelse, væksten og produktsortiment hos de største konkurrenter.

Nedenfor ses de ti største aktører på markedet baseret på installeret GW i 2012.



Figur 5.2.5⁴⁹

Som det fremgår af ovenstående figur, stod de ti største aktører for 77,8 % af de samlede installerede GW i 2012. Markedet må derfor beskrives som bestående af få men store spillere, hvilket karakteriserer en oligopol markedssituation⁵⁰. Ovenstående tal er fra Make's Global Wind Turbine, der viser Vestas som den største producent med 14,6 %, tæt efterfulgt af GE og Siemens. En anden rapport udgivet af konsulenthuset BTM viser faktisk nogle lidt andre tal i toppen. Den viser GE med 15,5 %, Vestas med 14 % og Siemens med 9,5 %⁵¹. Rapporten fra BTM placerer GE på en førsteplads, efterfulgt af Vestas på en andenplads og så Siemens på en tredjeplads. Det er ikke til at sige, hvilken rapport er mest retvisende, men det kan konkluderes, at Vestas og GE ligger meget tæt omkring først pladsen for installerede GW i 2012. Rapporter fra 2011 viser Vestas på en førsteplads mens GE og Siemens er på en henholdsvis tredje og

⁴⁹ <http://www.windpowermonthly.com/article/1176194/ge-confirmed-number-one-oem-btm> (Egen udvikling)

⁵⁰ <http://da.wikipedia.org/wiki/Oligopol>

⁵¹ <http://www.windpowermonthly.com/article/1176194/ge-confirmed-number-one-oem-btm>

niende plads⁵². Rapporter helt tilbage fra 2010 placerer også Vestas på en førsteplads, mens GE og Siemens er på en henholdsvis tredje- og ottendeplads⁵³. Det vil sige, der er store bevægelser for GE og Siemens, men fælles for dem begge er en positiv udvikling i 2012, som fremadrettet kan udkonkurrere første og måske andenpladsen fra Vestas.

Det er netop GE og Siemens, der betragtes som Vestas' største og nærmeste konkurrenter. Deres produktsortiment er meget lig hinanden, og de tre virksomheder opererer på de samme markeder.

Se bilag 9.1 for kort beskrivelse af de nærmeste konkurrenter.

Ud fra ovenstående forhold vurderes rivaliseringen af vindmøllemarkedet til at være af høj intensitet. Dette på grund af de store aktører på markedet samt den hårde konkurrence. Producenterne forsøger at skille sig ud fra hinanden ved at kunne tilbyde vindmøller af forskellige kapaciteter (MW) og størrelser. Det afgørende for fremtiden bliver hvilken producent, som kan producere de mest effektive vindmøller med den laveste *cost of energy*.

5.2.6 Opsamling på Porters Five Forces

En analyse af vindmøllebranchen ud fra Porters Five Forces-modellen, som belyser konkurrenceintensiteten på forskellige vinkler, viser en branche med middel intensitet. Analysen har særligt fremhævet en branche med høj konkurrence mellem de rivaliserende aktører på markedet. Igennem analysen er det tydeligt, at den største trussel for Vestas på vindmøllemarkedet er de nærmeste konkurrenter, som de senere år har vundet flere og flere markedsandele. Når først Vestas har fået en ordre, vil det alt andet lige også betyde, at Vestas får muligheden for at yde service på de pågældende vindmøller i en række år, da et leverandørskifte kan være bekosteligt som tidligere nævnt. Den høje konkurrence ligger i processen for at vinde en ordre. Det er her, kunderne vurderes at have en stor magt, hvorfor kundernes forhandlingsstyrke er vurderet til at være af middel intensitet. Der er stadigvæk få, store aktører på markedet, men kunderne har mulighed for at sende opgaver i udbud og derved presse konkurrenterne imod hinanden. Kunderne har ofte kendskab til branchen og produkterne, hvilket gør det muligt for dem at indsamle information på producenterne og samtidig sammenligne dem i forhold til omdømme, kvalitet mv.

⁵² <http://www.navigant.com/~media/WWW/Site/Insights/Energy/WIND%20REPORT%20RELEASE%20-%20BTM%20CONSULT%20WORLD%20MARKET%20UPDATE2011%20March2012.ashx/>

⁵³ http://www.google.com/imgres?start=133&sa=X&rls=com.microsoft:da-DK&biw=1379&bih=805&tbnid=BI8lqCD-bsRBzM:&imgrefurl=http://www.powersystemsdesign.com/wind-turbine-makers-turn-to-power-electronics-engineers-for-robust-solutions--&docid=y_UhtQVrae6HxM&imgurl=http://www.powersystemsdesign.com/library/resources/images/articles/career_development/june2011/fig2_btm_top10_global_suppliers.jpg&w=800&h=538&ei=TamKUqILFpSw4QSMgoHAAg&zoom=1&ved=1t:3588,r:37,s:100,i:115&iact=rc&page=6&tbnh=184&tbnw=274&ndsp=32&tx=139&ty=150

Truslen fra nye konkurrenter er vurderet til at være af lav intensitet grundet de høje adgangsbarrierer. Der er dog en risiko for, at store kapitalstærke virksomheder begynder at producere vindmøller, som vi har set det med GE og Siemens. Deres indtræden på markedet har betydet en øget konkurrence for Vestas på det europæiske og nordamerikanske marked.

Selv om vindenergi har vundet stor indpas på markedet for grøn vedvarende energi og har fået meget støtte og fokus fra offentlige myndigheder, så er andre kilder for grøn vedvarende energi også en trussel for Vestas. Som det fx er set med solceller, som i 2010 havde stor fremdrift med 476 solcelleanlæg installeret det ene år i Danmark. De andre kilder for grøn vedvarende energi er teknologisk stadigvæk langt fra at være økonomisk rentable, men de vil også blive mere og mere økonomiske, og i fremtiden vil alternativerne kunne konkurrere med vindmøller på *cost of energy*. Herudover er der selvfølgelig stadigvæk de traditionelle energikilder såsom olie, gas og kul, der fortsat må betragtes som substituerende produkter. Leverandørerne vurderes at have den mindste betydning for intensiteten i branchen.

Samlet set vurderes intensiteten i branchen til at være af middel intensitet.

5.3 SWOT-analyse

De interne og eksterne strategiske analyser af Vestas, som er blevet gennemgået i de foregående afsnit opsamles i en SWOT-analyse. SWOT-analysen anvendes til at samle op på de tidligere delkonklusioner samt væsentlige faktorer, der forventes at have den største betydning for Vestas' fremtid og vindmøllebranchen som helhed. Der er valgt ikke at kommentere yderligere på de enkelte punkter i SWOT-analysen, eftersom områderne er behandlet i de foregående afsnit under henholdsvis den interne såvel som den eksterne analyse af Vestas.

<i>Styrker (S)</i>	<i>Svagheder (W)</i>
- Høj grad af knowhow - Innovative - Markedsleder målt på MW - Tilpasset organisation - Synergier skabt i organisationen - Organisation som støtter strategi, mission og vision - Stærk kernekompetence - Bred produktplatte	- For mange investeringer tidligere år under finanskrisen - Kvalitetsmæssige problemer - År med en ineffektiv organisation - Mindre kapitalstærk end de nærmeste konkurrenter - For høje faste driftsomkostninger
<i>Muligheder (O)</i>	<i>Trusler (T)</i>
- Årlige COP møder - Samfundets interesse for miljøet - EU's miljø- og energipolitik - Medlemslandes egne miljøinitiativer - Stigende oliepriser - Høje indgangsbarrierer - Innovative på offshore marked - God position på offshore-marked som er spået stor vækst. - Negative fokus i samfundet på drivhusgasser	- Nye alternative løsninger for vedvarende energi - Få store og kapitalstærke aktører på vindmøllemarkedet - Konkurrenter udvikler nye teknologier - Kundernes forhandlingsmulighed i mellem aktørerne - Intensiveret priskonkurrence - Finanskrisen - Mere fokus på økonomisk krise end miljø

6 Regnskabsanalyse

6.1 Historisk regnskabsanalyse af Vestas Wind Systems A/S

I forlængelse af den strategiske analyse bliver en historisk regnskabsanalyse inddraget. Formålet med analysen er at opnå en viden om den historiske udvikling i de finansielle tal i virksomheden. Denne finansielle analyse skal sammen med den strategiske analyse danne grundlag for budgetteringen af de fremtidige indtjeningsmuligheder for Vestas.

Regnskabsanalysen udarbejdes ved først at reformulere egenkapitalopgørelsen, balancen og resultatopgørelsen, da dette giver et grundlag for analyseformålet.

Selve analysen vil tage udgangspunkt i den udvidede DuPont-model, som er vist ved figur 6.1. Før analysen er mulig, og før arbejdet med reformuleringen kan begynde, er det nødvendigt at undersøge, om der skal foretages korrektioner af de aflagte og offentlige årsrapporter for virksomheden.

Som det er beskrevet under problemformuleringen, vil udviklingen i regnskaber fra 2008 til 2012 blive analyseret for at give en femårig analyseperiode. Det medfører dog også, at årsrapporten for 2007 bliver anvendt i det omfang, hvor der skal udregnes gennemsnitsværdier for de reformulerede opgørelser.

6.2 Anvendt regnskabspraksis

Koncernregnskaberne for Vestas er aflagt efter International Financial Reporting Standards (IFRS), som er godkendt af EU og yderligere danske oplysningskrav for børsnoterede selskaber jf. IFRS-bekendtgørelsen udstedt i henhold til årsregnskabsloven⁵⁵.

Revisor skal ved hver regnskabsaflæggelse afgive sin erklæring på, at årsregnskabet giver brugeren et retvisende billede af aktiviteten i selskabet for det pågældende år. Årsrapporterne er alle år revideret af PriceWaterhouseCoopers. Ved en gennemgang af årsrapporter fra 2004 til 2012 kan det konkluderes, at regnskaberne er underskrevet uden forbehold. På denne baggrund vurderes det, at regnskaberne kan bruges til analysen.

6.2.1 IFRIC 15

Ved gennemgang af regnskaberne er det dog bemærket, at der i 2010 er foretaget ændring af regnskabspraksis. Ændringen går på, hvorledes Vestas' indtægter indregnes i resultatopgørelsen. Ændringer er implementeret som led i et nyt fortolkningsbidrag (IFRIC 15) til IFRS. Den største ændring kommer fra den del af Vestas' omsætning, som de kalder for *supply-and-installation*. Som det fremgår af navnet, omhandler denne del de ordrer, hvor Vestas både står for produktionen og installationen af vindmøllerne. I

⁵⁵ Vestas årsrapport 2012, s. 67

henhold til denne IFRIC 15 kan omsætningen fra de ordrer først indtægtsføres i resultatopgørelse, når der er sket risikoovergang. Det vil sige ved levering til kunden. Tidligere regnskabsår har disse projekter været indregnet i takt med arbejdets færdiggørelsesgrad⁵⁶. Det er nu kun *turn-key* ordrer, der har en høj grad af kundetilpasning, som vil blive indregnet i takt med opførelsen/produktionen med udgangspunkt i arbejdets færdiggørelsesgrad. Helt praktisk betyder ændringerne, at indtægterne først kan tages på et senere tidspunkt, og det vil medføre større resultatudsving imellem årene.

Sammenligningstal er tilpasset til den nye regnskabspraksis ud fra oplysninger i årsrapporterne. De anvendte regnskabstal i analysen er taget fra årsrapporten for 2008, og 2009 er derfor tilpasset den nye regnskabspraksis. Beregninger, nøgletal mv. er derfor sammenlignelige igennem hele analyseperioden.

6.3 Reformulering

Inden analysearbejdet kan starte, skal der ske reformulering af årsrapporterne. De værdiskabende aktiviteter i virksomheden kan deles op i en driftsaktivitet eller en finansieringsaktivitet. For at kunne foretage regnskabsanalysen og senere budgetteringen, er det nødvendigt at vide, hvorfra værdiskabelsen kommer. Reformuleringen er samtidig med til at sikre en bedre mulighed for at sammenligne regnskabsårene og de anvendte analyser, som inddrages i opgaven.

6.3.1. Formueorienteret vs. Præstationsorienteret paradigme

De historiske årsrapporter for perioden 2007 til 2012, som inddrages i analysen, er som tidligere beskrevet udarbejdet efter IFRS. Ligesom ÅRL fra 2001 er IFRS-baseret på et formueorienteret paradigme. Det medfører, at poster bliver indregnet til dagsværdi fremfor historisk kostpris under det præstationsorienterede paradigme. Denne problemstilling bliver rejst, fordi budgetteringen, som kommer til at ligge til grund for selve værdiansættelsen, bliver i højere grad udarbejdet efter principperne under det præstationsorienterede paradigme og i højere grad baseret på cash flow fra driften. Derved vil der opstå uoverensstemmelser. I reformuleringen er forskellen mellem de to paradigmer behandlet således, at posteringer i resultatopgørelsen, som er skabt ud fra en formueorienteret regnskabspraksis, er præsenteret som en usædvanlig post frem for en core-aktivitet. Det vil sige, at posteringer i resultatopgørelsen, som er skabt ud fra en formueorienteret regnskabspraksis, bliver i reformuleringen og værdiansættelsen behandlet som en ikke tilbagevendende aktivitet og har derved ikke indflydelse på udviklingen i budgetteringen.

Herudover skal det bemærkes, at opgørelse af entreprisekontrakter, igangværende arbejde samt nedskrivning på sådanne kontrakter efter det formueorienterede paradigme ikke er muligt at budgettere.

⁵⁶ http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/195975/vestas_rykker_rundt_for_milliarder_og_opjusterer.html

Der henvises desuden til afsnit om reformulering af resultat opgørelsen jf. afsnit 6.3.4.

6.3.2 Reformulering af egenkapitalen

Udviklingen i egenkapitalen opdeles i poster, som vedrører transaktioner med ejerne, og poster som vedrører totalindkomsten. Efter reformulering skal totalindkomsten vise årets resultat samt anden totalindkomst, som er genereret uden om resultatopgørelsen. Det vil sige, de posteringer som er bogført direkte på egenkapital - også kaldet *Dirty surplus*-poster. Den originale og den reformulerede egenkapitalopgørelse fremgår af figur 6.3.2, hvortil der henvises.

6.3.2.1 Aktiebaseret vederlæggelse

Aktiebaseret vederlæggelse er indregnet som en omkostning i resultatopgørelsen og modposteret på egenkapitalen efter IFRS 2. I og med at modposten allerede indgår i nettoresultater via resultatopgørelsen, skal der ikke foretages en yderligere omkostning i totalindkomsten. Det ønskes dog ikke at have modposten på egenkapitalen, da aktiebaseret vederlæggelse anses for at være en forpligtelse, virksomheden har indgået over for sine medarbejdere.

I reformuleringen af balancen er modposten – den oprindelig egenkapital postering – derfor klassificeret under driftsforpligtelser. Dette fremgår af den reformulerede egenkapital jf. figur 6.3.2 samt note 1 til figur 6.3.2

6.3.3 Reformulering af balancen

Reformuleringen af balancen har det primære fokus at få klassificeret, hvor de værdiskabende drivere stammer fra. Den oprindelige balance inddeler aktiver og forpligtelser ud fra et likviditetskriterium i henholdsvis lang- og kortfristede aktiver og forpligtelser. Ved en reformulering af balancen bliver den delt op i driftsaktiver og driftsforpligtelser, som vedrører selve driften af virksomheden, finansielle aktiver og finansielle forpligtelser, som er med til at sikre den nødvendige kapital til driften og samtidig absorbere den overskydende likviditet. Reformuleringen skal være med til at identificere både udviklingen i ROE og væksten baseret på den underliggende udvikling i drifts- og finansieringsaktiviteten.

Klassifikationen af aktiebaseret vederlæggelse er omtalt under afsnit 8.3.1, hvortil der henvises. Se desuden note 1 til den reformulerede balance.

6.3.3.1 Likvider

Placeringen af posten likvider skal overvejes, da den både kan placeres under driftsaktiver og finansielle aktiver. I denne reformulering er det besluttet at klassificere likviderne med 1 % af omsætningen som driftslikviditet til finansiering af den løbende drift. Det ligger til grund, at den resterende likviditet placeres

på rentebærende konti, hvorfor det er retvisende at klassificere resten af beholdningen som et finansielt aktiv⁵⁷.

6.3.4 Reformulering af resultatopgørelsen

Resultatopgørelsen reformuleres ligeledes for at kunne vurdere værdien af driftsaktiviteten og finansieringsaktiviteten. Reformuleringen foretages i poster vedrørende driftsoverskud fra salg, totalindkomst fra driften og finansieringsaktiviteten, hvoraf denne dermed viser totalindkomsten fra koncernens drift til brug ved senere analyseformål. Driftsoverskuddet er opdelt i tre kategorier; core driftsoverskud, andet driftsoverskud samt usædvanlige poster. Denne opdeling er foretaget for at identificere selskabets core-tilbagevendende aktivitet, andet driftsoverskud samt usædvanlige ikke-tilbagevendende aktivitet – også kaldet engangsposter. Engangsposter omfatter typisk poster som omstrukturingsomkostninger, nedskrivninger af materielle eller immaterielle anlægsaktiver. Den reformulerede resultatopgørelse er desuden opgjort på totalindkomstbasis og inkluderer således også dirty surplus-posteringer fra egenkapitalopgørelsen.

Den oprindelige og den reformulerede resultatopgørelse fremgår af bilag 6.3.4.

6.3.4.1 Valutakursreguleringer

Baseret på noten for finansielle poster og anvendt regnskabspraksis er det ikke muligt at vurdere, hvor stor en andel af valutakursreguleringer stammer fra driftsaktivitet kontra finansielle aktivitet.

Det er derfor antaget, at de anførte valutakursreguleringer i noten for finansielle poster vedrører driften og indregnes derfor i andet driftsoverskud i den reformulerede resultatopgørelse.

6.3.4.2 Opgørelse af skattefordel samt allokering af skat

Resultatopgørelsen indeholder kun et enkelt skattebeløb, som er skat af årets resultat. Under reformuleringen skal skattebeløbet allokere ud på begge overskudskomponenter samt core, andet core og usædvanlige poster. Til brug herfor er anvendt de tilhørende skatteprocenter for de pågældende regnskabsår, som i alle år har været 25 %. For beregningen henvises til note et til den reformulerede resultatopgørelse jf. bilag 6.3.4.

6.3.4.3 Afledte finansielle instrumenter

Gevinst og tab på dagsværdien af afledte finansielle instrumenter er indregnet under *andet driftsoverskud* i resultatopgørelsen. Det har ikke været muligt at udskille, hvilken værdi kommer fra afdækning af eksponering på driften - herunder råvarepriser og valutarisici – fra hvilken værdi der vedrører

⁵⁷ Regnskabsanalyse for beslutningstagere – S. 128

finansieringsaktiviteten - afdækning af renterisici og valutarisici⁵⁸.

Tilsvarende er dagsværdiregulering vedrørende ineffektiv del af regnskabsmæssig sikring indregnet i andet driftsoverskud.

6.3.4.4 Nedskrivning af tilgodehavender fra salg

Omsætningen er reguleret for nedskrivninger af tilgodehavender fra salg foretaget jf. noten til tilgodehavender fra salg. Reguleringen er foretaget med henblik på at få core omsætning efter nedskrivninger. Se desuden note 3 til den reformulerede resultatopgørelse jf. bilag 6.3.4.

6.4 Rentabilitetsanalyse

Formålet med rentabilitetsanalysen er at analysere værdien af egenkapitalens forrentning ROE samt de tilhørende finansielle værdidrivere. Nøgletallet ROE - egenkapitalforrentningen - danner et overordnet nøgletal, som er udtryk for forrentningen af aktionærernes indskudte kapital i en given regnskabsperiode. ROE er påvirket af både den driftsmæssige aktivitet og den finansielle aktivitet. Rentabilitetsanalysen udføres med udgangspunkt i DuPont-modellen⁵⁹, som dekomponerer ROE i tre underliggende analyseniveauer, i en driftsmæssige samt en finansiell aktivitet.

6.4.1 Dekomponering af ROE (Niveau 1)

Egenkapitalforrentningen ROE er et udtryk for ejernes afkast af deres investering i virksomheden. ROE består af afkastet fra både driftsaktivitet og finansieringsaktiviteter. Driftsaktivitetens afkast kommer fra nøgletallet ROIC, der er afkastet på nettodriftsaktiverne. På den side kommer afkast fra finansieringsaktiviteten fra den finansielle gearing af virksomheden.

Dekomponering af ROE (%)	2008	2009	2010	2011	2012
ROE*	25,86%	7,59%	7,56%	-6,70%	-47,32%
Dekomponering af ROE					
Niveau 1:					
ROIC	29,58%	8,85%	7,75%	-4,26%	-32,09%
F-GEAR	(0,18)	(0,02)	0,11	0,24	0,38
r	8,44%	-69,52%	9,61%	6,07%	8,00%
Spread	21,14%	78,37%	-1,86%	-10,33%	-40,08%

*ROE for 2008 og 2009 er beregnet med netto finansielle aktiver.

Figur 6.4.1.⁶⁰

⁵⁸ Regnskabsanalyse for beslutningstagere – s. 131

⁵⁹ Se figur 6.1

⁶⁰ Vestas årsrapport 2007 - 2012. Egen tilvirkning

Første niveau af dekomponeret ROE består af forrentningen af den investerede kapital, ROIC, og den finansielle gearing, F-GEAR, samt spread, som fremgår af figur 6.4.1.

ROE er beregnet ved at sammenholde den totale indkomst med den gennemsnitlige egenkapital ud fra de reformulerede opgørelser. Da Vestas i årene 2008 og 2009 har haft nettofinansielle aktiver, er ROE beregnet ud fra det⁶¹.

Af figur 6.4.1 fremgår det, at forrentningen af den investerede kapital har været faldende siden 2008 og er i 2011 og 2012 blevet negativ med henholdsvis 6,7 % og 47,3 %. Det betyder, at virksomhedens aktionærer i 2011 og 2012 har haft et negativt afkast på deres investering. Den negative udvikling i ROE kan føres tilbage til den samme negative udvikling i ROIC, som viser et fald fra 29,6 % til – 32,1 % svarende til et fald på 61,7 procentpoint. Forholdet mellem ROE og ROIC kan forklares ved at se på de underliggende værdidrivere til ROIC. Som det fremgår af figuren, har Vestas haft en negativ F-GEAR i 2008 og 2009, hvilket betyder, at de har haft nettofinansielle aktiver. Ved en positiv spread-værdi, som betyder at virksomheden tjener penge på driften, vil en negativ F-GEAR påvirke ROE i en negativ retning i forhold til afkastet fra driften.

Såfremt F-GEAR havde været positiv i den periode, ville det være med til at trække ROE op og give den positiv spread-værdi i 2008 og 2009. Fra årene 2010 til 2012 bliver F-GEAR højere og går fra 0,11 til 0,38. Det betyder, at virksomheden er gået fra at have nettofinansielle aktiver til at have nettofinansielle forpligtelser. Forpligtelserne er så steget hen over årene, indtil 2012. De forhøjede forpligtelser kommer som følge af, at Vestas i 2010 besluttede at foretage store investeringer i forskning, kvalitet samt teknologiudvikling⁶². Det har medvirket til, at nøgletallet F-GEAR er blevet positivt i 2010. Sideløbende oplevede Vestas en stigende finanskrisen, som gjorde, at ordretilgangen faldt i løbet af året. Den effekt viser sig i udviklingen i ROIC fra 8,9 % i 2009 til 7,8 % i 2010 samt et yderligere fald i 2011 og 2012.

En positiv F-GEAR kombineret med en positiv spread kan være med til at øge ROE yderligere. Situationen for Vestas er dog, at spread-værdien gik fra at være positiv i 2008 og 2009 til at være negativ i 2010, 2011 og 2012. Udviklingen i spread-værdien skyldes en stigning i r kombineret med et fald i ROIC. Faldet i ROIC kan forklares ved et fald i ordretilgangen i en periode, hvor Vestas ikke var gearret til en finansiell krise. Vestas var ikke omstillingsklar og havde derfor for høje faste drifts- og produktionsomkostninger⁶³. Kombinationen af de to forhold er med til at gøre driften i Vestas til mindre rentabel.

⁶¹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse - side 177

⁶² Vestas årsrapport 2010, s. 4

⁶³ Afsnit 5.1.2

I løbet af 2010, 2011 og 2012 er ROIC faldet yderligere, samtidig med at de finansielle forpligtelser er steget set i forhold til egenkapitalen. Det fremgår derfor af figuren, at spread udvikler sig negativt i perioden, hvilket medfører en negativ udvikling i ROE, som i 2012 er faldet til – 47,3 %.

Overordnet set kan udviklingen i ROE forklares ved en stigning i investeringer, forhøjede finansielle forpligtelser på et tidspunkt, hvor ordretilgangen var faldende i Vestas, som ikke var gearret til en nedgang i produktionen, hvilket fremgår af udviklingen i ROIC.

6.4.2 Dekomponering af ROIC (Niveau 2)

Ved dekomponering af ROE blev det identificeret, at udviklingen i ROE har været påvirket af en tilsvarende udvikling i ROIC. De to underliggende værdidrivere, som påvirker ROIC, er henholdsvis overskudsgraden, OG, og aktivernes omsætningshastighed, AOH.

Overskudsgraden er et udtryk for overskuddet ved en kroners salg fra virksomhedens driftsaktivitet og er derved med til at forklare forholdet mellem indtægter og omkostninger. Aktivernes omsætningshastighed måler hvor meget salg, der genereres i Vestas pr. investeret kapitalkrone.

<i>Dekomponering af ROIC (%)</i>	2008	2009	2010	2011	2012
ROIC	29,58%	8,85%	7,75%	-4,26%	-32,09%
Dekomponering af ROIC					
Niveau 2:					
Overskudsgrad (OG)	6,39%	3,53%	3,27%	-2,39%	-12,73%
Aktivernes omsætningshastighed (AOH)	4,63	2,51	2,37	1,78	2,52

Figur 6.4.2.⁶⁴

Ovenstående figur viser udviklingen i ROIC, delt op i de to drivere OG og AOH.

Det fremgår i udviklingen i overskudsgraden, at overskuddet fra en kroners salg fra virksomhedens driftsaktivitet er faldende igennem hele analyseperioden fra 6,4 % til -12,7 %. Denne negative udvikling er den samme negative udvikling, som ROIC følger i analyseperioden. Det understøtter, at den negative udvikling i ROIC skyldes et fald i omsætningen i en periode, hvor Vestas ikke har været omstillingsklar. Virksomheden har haft for høje faste driftsomkostninger⁶⁵, hvilket medvirker til en faldende overskudsgrad. Det vil sige et fald i overskudsgraden ved en kroners salg fra virksomhedens driftsaktivitet. En del af forklaringen kan også findes i den forhøjede konkurrenceintensitet, som vindmøllemarkedet har haft i den

⁶⁴ Vestas årsrapport 2007 - 2012. Egen tilvirkning

⁶⁵ Afsnit 5.1.2

senere del af analyseperioden. Vindmøllemarkedet har set flere konkurrenter i form af store kapitalstærke virksomheder, som har taget markedsandele fra Vestas og presset priserne⁶⁶. De store kapitalstærke virksomheder har flere ressourcer til at udvikle deres teknologi og derved tilbyde deres kunder en bedre *cost of Energy*⁶⁷.

I 2011 og 2012 når Vestas et niveau, hvor driftsomkostningerne faktisk overstiger en kroners salg. Det er derfor, at nøgletallet er negativt i 2011 og 2012.

Samtidig viser AOH et faldende salg pr. investeret kapitalkrone i virksomheden, dog med en lille stigning i salg i 2012. Udviklingen i nøgletallet hænger sammen med en stigning i investeringer som beskrevet ovenfor i et marked, som blev ramt af finanskrisen. Det har betydet et fald i omsætningen. Vestas har tabt markedsandele til deres største konkurrenter, GE og Siemens, i et marked hvor vindmølleinvesteringer har været nedadgående⁶⁸, og købernes forhandlingsstyrke bliver højere i takt med flere konkurrerende udbydere⁶⁹.

I netop 2012 har effekten af en øget AOH faktisk være negativ for Vestas, da overskudsgraden i samme periode var højere end nogensinde i analyseperioden. I 2012 har driftsomkostninger væsentligt oversteget værdien af en kroners salg fra virksomhedens driftsaktivitet, hvilket medvirker til, at en stigning i AOH faktisk har en højere negativ effekt på ROIC, som det også fremgår af figuren.

Ud fra ovenstående kan det konkluderes, at Vestas ikke har formået at skære ned i deres faste driftsomkostninger i tide. Det er et punkt, som den daværende direktør, Ditlev Engel, har modtaget kritik for⁷⁰. Det er et punkt, som koncernen har fokus på fremadrettet. Det skal blandt andet gøres ved at outsource flere dele af produktionen til underleverandører⁷¹, hvilket vil betyde færre faste omkostninger samt færre investeringer i produktionsanlæg. Samtidig forventer Vestas at afskedige yderligere medarbejdere i 2013⁷². Det medvirker til færre lønomkostninger i driften og derved en højere overskudsgrad fra salg af driftsaktiviteter.

I et marked for produktion af vindmøller ses det typisk, at virksomheden har høje overskudsgrader kombineret med lavere omsætningshastigheder. Det er typisk for virksomheder med store faste

⁶⁶ Afsnit 5.2.6.

⁶⁷ Afsnit 5.2.5

⁶⁸ Afsnit 5.2.5

⁶⁹ Afsnit 5.2.2

⁷⁰ <http://finans.tv2.dk/nyheder/article.php/id-47389150:ditlev-engel-vi-fortjener-kritikken.html>

⁷¹ Afsnit 5.2.1.

⁷² Vestas årsrapport 2012

omkostninger, hvor en udvidelse af kapaciteten er tidskrævende og kapitaltung. I disse markeder er virksomhederne nødsaget til at generere høje overskudsgrader⁷³. Det ses typisk på oligopolmarkeder, som vindmøllemarkedet under Porters Five Forces-analysen er bestemt til. Nøgletallet for Vestas viser lave omsætningshastigheder, men samtidig kæmper virksomheden med lav overskudsgrad bortset fra 2008.

6.4.3 Dekomponering af overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed (niveau 3)

6.4.3.1 Overskudsgraden (OG)

Som beskrevet viser overskudsgraden forholdet mellem genereret salg og de medgåede omkostninger for at genere det salg. I overskudsgraden indgår dog også omkostninger, som ikke er direkte tilknyttet salget. Derfor opdeles nøgletallet i en overskudsgrad fra salg og en overskudsgrad fra andre poster. En analyse af de to nøgletal skal fortælle, om den faldende overskudsgrad fra figur 6.4.2. stammer fra salget eller andre poster i resultatopgørelsen.

Dekomponering af OG (%)	2008	2009	2010	2011	2012
Overskudsgrad (OG)	6,39%	3,53%	3,27%	-2,39%	-12,73%
Dekomponering af OG					
Niveau 3:					
Overskudsgrad fra Core Driftsoverskud efter skat	7,07%	3,34%	4,93%	-1,38%	-5,91%
Overskudsgrad fra Andet Driftsoverskud efter skat	-0,67%	0,19%	0,05%	-0,73%	0,47%
Overskudsgrad fra Usædvanlige poster efter skat	0,00%	0,00%	-1,71%	-0,28%	-7,29%

Figur 6.4.3.1⁷⁴

Af ovenstående figur fremgår det, at det er overskudsgraden fra salget for årene 2008, 2009 og 2010, som er med til at løfte den samlede overskudsgrad for Vestas. Overskudsgraden fra andre poster og usædvanlige poster påvirker kun udviklingen i en mindre grad.

For året 2011 og 2012 er overskudsgraden fra salg negativ, og udviklingen er i en negativ retning fra -1,38 % til -5,91 %. I 2012 er det dog overskudsgraden fra usædvanlige poster på -7,29 %, som i høj grad påvirker den samlede overskudsgrad i negativ retning. Overskudsgraden fra usædvanlige poster er påvirket negativt i 2012 af engangsomkostninger til omstruktureringer og nedskrivninger af goodwill, udviklingsprojekter, software samt langfristede aktiver, som er sat til salg⁷⁵. I 2013 må det forventes, at overskudsgraden fra

⁷³ Regnskabsanalyse og værdiansættelse - side 182

⁷⁴ Vestas årsrapport 2007 - 2012. Egen tilvirkning

⁷⁵ Vestas årsrapport 2012, s. 5 og 21

usædvanlige poster også er negativ, da Vestas igen forventer at foretage omstruktureringer i form af afskedigelse af medarbejdere.

En yderligere dekomponering af overskudsgraden i de enkelte poster i den reformulerede resultatopgørelse er vedlagt som bilag. Ved gennemgang af denne ses det, at overskudsgraden har været påvirket af stigende produktionsomkostninger, som i 2008 udgør 81 % af omsætningen og i 2012 udgør 89 %. Det bekræfter nødvendigheden af mange af de tiltag, som Vestas har præsenteret med henblik på at reducere omkostningerne ved blandt andet en tilpasning af produktionen, salg af fabrikker, omstruktureringer, afskedigelse af medarbejdere samt outsourcing af dele af produktionen. Samtidig fremgår det, at administrationsomkostninger er gået tilbage fra 5 % til 4,6 %. Denne forbedring skyldes de opsagte medarbejdere i 2012, hvis omstrukturingsomkostninger til gengæld fremgår af overskudsgraden fra usædvanlige poster, som er gået fra 0,0 % til 7,29 % i 2012. Analysen bekræfter, at Vestas har meget store produktionsomkostninger, og at overskudsgraden primært er påvirket af de høje produktionsomkostninger. Vestas har selv meddelt, at de har fokus på at få nedbragt deres produktionsomkostninger herunder særligt de faste omkostninger⁷⁶.

6.4.3.2 Aktivernes omsætningshastighed (AOH)

Ved en yderligere analyse af nøgletallet AOH, er det muligt at foretage en dekomponering ned i de enkelte driftsaktiver og driftsforpligtelser. Ved at beregne den såkaldte inverse værdi af AOH, er det muligt at analysere hvor meget, der er bundet i de forskellige poster for at generere en kroners salg. Analysen er opdelt i arbejdskapital og langsigtet nettodriftsaktiver.

<i>Inverse værdi af AOH</i>	2008	2009	2010	2011	2012
AOH	4,63	2,51	2,37	1,78	2,52
Arbejdskapital	(0,04)	(0,02)	0,04	0,03	(0,00)
Langsigtet NDA	0,25	0,41	0,38	0,53	0,39
Inverse værdi af AOH	0,21	0,39	0,42	0,56	0,39

Figur 6.4.3.2⁷⁷

Af ovenstående figur fremgår det, at kapitalbindinger er steget fra 2008 til 2011. I 2012 er der fald på 0,17. En yderligere dekomponering af de enkelte poster viser en stigning i varebeholdningen, andre immaterielle

⁷⁶ Vestas årsrapport 2012

⁷⁷ Vestas årsrapport 2007 - 2012. Egen tilvirkning

anlægsaktiver samt grunde og bygninger. Immaterielle anlægsaktiver består af udviklingsprojekter, hvilket omfatter udvikling og test af nye vindmøller.

Udviklingen i den inverse AOH viser, at der bindes flere penge i de langsigtede nettodriftsaktiver for at skabe en kroners salg. Det hænger sammen med de store investeringer, der er foretaget i Vestas. Samtidig med en stigning i pengebindinger i analyseperioden viser AOH, at genereret salg pr. investeret kapitalkrone er faldet. Det bekræfter, at Vestas har været inde i en svær tid med for høje investeringer i en tid, hvor vindmøllemarkedet blev af finanskrisen og derfor faldende omsætning, ordre og overskudsgrad.

6.4.4 Finansiell udvikling

For at analysere den finansielle udvikling i virksomheden, er det muligt at kigge nærmere på de underliggende drivere, F-GEAR og spread jf. nedenstående figur.

<i>Finansielle risiko (%)</i>	2008	2009	2010	2011	2012
FGEAR	-17,6%	-1,6%	10,7%	23,6%	38,0%
Spread	21,1%	78,4%	-1,9%	-10,3%	-40,1%
Samlede effekt af negativ finansiell gearing	-3,7%	-1,3%	-0,2%	-2,4%	-15,2%

Figur 6.4.4⁷⁸

I de to år 2008 og 2009 hvor Vestas har haft en positiv spread - det vil sige afkastet fra driften har været højere end de finansielle nettoomkostninger – har virksomheden haft en negativ F-GEAR. De to værdier har en negativ påvirkning på ROE på 3,7 % og 1,3 % i forhold til påvirkningen fra ROIC. I de efterfølgende tre år, 2010, 2011 og 2012, hvor Vestas så har haft en negativ spread - det vil sige afkastet fra driften har været lavere end de finansielle nettoomkostninger - har virksomheden haft en positiv F-GEAR. Vestas har gearet virksomheden med yderligere gæld. Denne situation har også en negativ effekt på ROE set i forhold til ROIC.

Af ovenstående analyse kan det konkluderes, at begge situationer har en negativ finansiell gearing og derfor en negativ effekt på ROE i forhold til udviklingen i ROIC.

6.4.5 Vækst og overskud

For at kunne foretage en kvalificeret budgettering af Vestas' fremtidige indtjeningsmuligheder vil en opdeling af ROIC afdække, hvilke aktiviteter der ligger til grund af udviklingen i ROIC, men også om der er tale om tilbagevendende indkomster eller "one off"-poster.

⁷⁸ Vestas årsrapport 2007 - 2012. Egen tilvirkning

<i>ROIC opdelt efter CORE overskud</i>	2008	2009	2010	2011	2012
CORE overskud fra salg	32,70%	8,37%	11,69%	-2,45%	-14,89%
CORE andet driftsoverskud	-3,12%	0,48%	0,13%	-1,31%	1,18%
UP	0,00%	0,00%	-4,06%	-0,50%	-18,38%
ROIC	29,58%	8,85%	7,75%	-4,26%	-32,09%

Figur 6.4.5⁷⁹

I ovenstående figur er ROIC opdelt i tre kategorier; core overskud, core andet driftsoverskud og usædvanlige poster (UP). Opdelingen skal afklare, hvilken gruppe har haft den største påvirkning på udviklingen i ROIC de pågældende år samt konkludere størrelsen af de forskellige grupper.

Som det fremgår af ovenstående tabel, har ROIC primært været drevet af det underliggende nøgletal; core overskud fra salg. Det er overskud fra Vestas' kerneaktivitet, som er salg og service af vindmøller. Core overskud fra salg er gået fra et meget højt overskud i 2008 på 32,7 % til at falde til -14,9 % i 2012. Det store fald skyldes, som tidligere skrevet, finanskrisen samt for høje faste driftsomkostninger⁸⁰.

Både core andet driftsoverskud og UP er på et relativt lavt niveau med undtagelse af et par store udsving. I 2008 indeholder core andet driftsoverskud et stort udsving, hvilket stammer fra dirty surplus-poster. I 2010 og i 2012 har UP to store udsving på henholdsvis -4,1 % og -18,4 %. Begge udsving kan føres tilbage til omstrukturingsomkostninger samt nedskrivning af aktiver. Som tidligere beskrevet har Vestas planer om at foretage yderligere afskedigelser, hvorfor det må forventes, at der i 2013 vil være omstrukturingsomkostninger på samme niveau som i 2012. I forhold til nedskrivning af aktiver må det forventes, at der i 2013 og fremadrettet ikke skal budgetteres med yderligere nedskrivninger af hverken immaterielle eller materielle anlægsaktiver. Ovenstående lægges til grund for ikke at budgettere med fremtidige nedskrivninger.

Ud fra en opdeling af ROIC fremgår det tydeligt, at den største driver for udviklingen i den samlede ROIC stammer fra core overskud fra salg, hvilket er salg og service af vindmøller. Herudover kan det konkluderes, at den største påvirkning af ROIC i 2012 er engangsomkostninger fra omstruktureringer i organisationen.

⁷⁹ Vestas årsrapport 2007 - 2012. Egen tilvirkning

⁸⁰ Afsnit 6.4.1

6.5 Delkonklusion på regnskabsanalysen

Formålet med den finansielle analyse er at få identificeret de væsentligste værdidrivere til udviklingen i Vestas' finansielle tal. Sammen med den strategiske analyse skal den finansielle analyse danne grundlag for de underliggende vurderinger af den fremtidige finansielle udvikling i Vestas.

Med udgangspunkt i den udvidede DuPont-model er der foretaget en dekomponering af ROE i tre underliggende niveauer. Den primære udvikling i ROE kan findes i udviklingen i ROIC. De to nøgletal har nogenlunde samme udvikling igennem analyseperioden, hvilket også fremgår af figur 6.4.1. Udviklingen i begge nøgletal er en høj forrentning som, løbende over de fem år, falder til at være meget negativ. Dekomponeringen af ROE viser dog også, at ROE er negativt påvirket af den finansielle gearing i forhold til ROIC. Igennem de fem år har udviklingen i ROE været negativ påvirket af henholdsvis en negativ finansiell gearing eller en negativ spread-værdi. Begge nøgletal medfører, at ROE påvirkes yderligere negativt i forhold til udviklingen i ROIC.

Niveau 1 af analysen viser en virksomhed, som har haft en meget god forrentning af den investerede kapital i 2008, men som dog har foretaget for store investeringer i driftsaktiverne på et forkert tidspunkt. Det forkerte tidspunkt skyldes finanskrisen, som har påvirket salget negativt og dermed forringet virksomhedens overskudsgrad fra dens kerneaktivitet. Det er sket i en periode, hvor Vestas ikke har været gearret til store nedskæringer eller ændringer i produktionen og har derfor stået tilbage med for høje faste omkostninger.

Direktionen har gjort mange tiltag de seneste år for at forbedre denne situation. Disse tiltag er også afspejlet i ROIC som i 2012 er -32,1 %.

En analyse af overskudsgraderne viser, at produktionsomkostningerne er steget meget i seneste fem år, og udgør fra 81 % i 2008 til 89 % af salget i 2012.

En analyse af ROIC opdelt efter core overskud viser samtidig, at ROIC er stærkt styret af udviklingen i overskuddet fra salg af virksomhedens kerneaktivitet, hvilket er salg af vindmøller og service. Det er derfor vigtigt, at Vestas holder fokus på at nedbringe deres produktionsomkostninger.

7 Budgettering

7.1 Forudsætninger

Med baggrund i den strategiske analyse foretaget tidligere i opgaven og den afsluttede regnskabsanalyse vil der i det efterfølgende afsnit blive foretaget en budgettering af de fremtidige resultater, indtjeningsmuligheder og udvikling for Vestas.

Budgetteringen vil blive opstillet i nogle proformaopgørelser. Budgetteringen vil ske i forskellige kategorier og forudsætninger herunder omsætningsvækst, udvikling i aktivernes omsætningshastighed, nettodriftsaktiver, bruttoavancer og overskudsgrad. Med andre ord vil budgetteringen baseres på de reformulerede opgørelser og de dertilhørende analyser.

Budgetperioden fastlægges fra nuværende regnskabsår, og til det vurderes ikke længere at være muligt at lave en realistisk forecast. For den efterfølgende periode antages det, at virksomheden er i en steady-state vækstrate, som forudsætter en konstant vækstrate. Denne periode omtales som terminalperioden⁸¹.

Da Vestas befinder sig i en usikker periode med store ændringer i markedet i forhold til udbud samt pres fra konkurrenterne, kan det være svært at budgettere blot et par år frem. Vestas har desuden foretaget mange tilpasninger i 2012, hvor resultatet af disse ikke er kendt på budgetteringstidspunktet. De sidste fem år er virksomheden gået fra en positiv indtjening til en meget negativ indtjening samt overskudsgrad på deres kerneaktivitet. Ud fra disse betragtninger vurderes det realistisk med en budgetperiode på syv år. Det betyder, at terminalperioden starter i år 2020. Det er desuden samme periode som Global Wind Energy Council arbejder med.

7.2 Budgettering

7.2.1 Vækstanalyse af salget

Det er mest oplagt at starte med at foretage en budgettering af den fremtidige vækst i salget. Væksten skal forudsættes ud fra kendskab og forventninger til branchen og yderligere Vestas' position i vindmøllebranchen. Kendskab til ovenstående forhold tages fra den strategiske analyse og de væsentlige forhold, som er identificeret i den forbindelse. Herudover inddrages offentlige årsrapporter samt andre artikler og rapporter.

Vestas' kerneaktivitet består i salg af vindmøller og service af vindmøller. Det er disse to forretningsområder, som vil blive budgetteret.

For 2013 har Vestas meldt ud, at de forventer et fald i omsætningen. Koncernen forventer, at afskibningerne vil udgøre 4-5 GW, og at faldet begrundes i et fald i ordretilgangen i 2013⁸². Udsigterne til et marked i tilbagegang er delt med Bloomberg New Energy Finance (herefter omtalt BNEF), som også har forudset en negativ vækst på vindmøllemarkedet i 2013 målt på installerede GW. BNEF forventer, at

⁸¹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse - s. 315

⁸² Vestas årsrapport 2012, s. 14

markedet falder til 35,50 GW installeret i 2013 mod 46,6 GW i 2012⁸³. Det svarer til et fald på omkring 25 %. Faldet begrundes med både usikkerheder i de politiske investeringer og støtter fra USA og Kina. Herunder er det blandt andet den sene udmelding fra USA vedrørende forlængelse af PTC-støtten, som påvirker investeringer negativt. Herudover har den finansielle krise selvfølgelig også en negativ udvikling på markedet, som også forventer at sætte sine spor på udviklingen i 2013 og 2014.

Med udgangspunkt i BNEF's forudsætning om et marked på 35,5 GW i 2013, er det muligt at foretage en beregning af Vestas' andel ud fra markedsandele af vindmøllemarkedet, som er analyseret under den strategiske analyse jf. afsnit 5.1.5. I 2012 havde Vestas en markedsandel på omkring 14 %. Det betyder, at Vestas i 2013 må forventes at omsætte omkring 14 % af de 35,5 GW. Det svarer til en andel på omkring 5 GW. Det stemmer overens med Vestas' egne forudsætninger på mellem 4-5 GW⁸⁴. Det svarer til en omsætning på omkring EUR 5,5 milliarder, hvoraf EUR 1 milliard kommer fra salg af serviceopgaver. Det er dette niveau, som lægges til grund for budgetteringen af omsætningen i 2013.

Fremadrettet forventes det, at salget af vindmøller vil stige igen. For 2014 forventes det, at omsætningen vil være på en opadgående rate på vej mod niveauet for omsætningen i 2012. Det vurderes ud fra en forudsætning om en verdensøkonomi i forbedring og derfor et større økonomisk fokus på investeringer igen. Den amerikanske Præsident Barack Obama har allerede i 2012 lagt op til en forlængelse af PTC-ordningen i USA indtil 2020, så den er gældende i flere år ad gangen. Det vil medvirke til flere investeringer samt mindre grad af usikkerhed.

I de efterfølgende år forventes der igen at være en yderligere stigning i installerede GW. Europa, som er et af Vestas' største markeder, er der i form af 20-20-20-pakken fastlagt faste målsætninger for EU's medlemslande. Det medfører, at der skal investeres i grønne vedvarende energikilder med henblik på at reducere drivhusgasser mv. Herudover er der Danmarks egne målsætninger, som også skal være opfyldt inden 2020⁸⁵. Sidst at nævne er der den nye Kyoto-aftale, som skal være på plads senest i 2015. Alle disse politiske tiltag vil have en positiv effekt i årene 2014 til 2020.

På det kinesiske marked har regeringen bestemt, at vindkapaciteten inden 2020 skal udgøre 200 GW⁸⁶. Der er hård konkurrence på det kinesiske marked, grundet de mange kinesiske producenter som modtager støtte fra regeringen. Det er dog et marked, som Danmark og Vestas har en vis position på, hvorfor salg og service til det kinesiske marked er sandsynligt.

⁸³ <http://about.bnef.com/press-releases/solar-to-add-more-megawatts-than-wind-in-2013-for-first-time/>

⁸⁴ Vestas årsrapport 2012, s. 14

⁸⁵ Afsnit 5.1.1

⁸⁶ Afsnit 5.1.1

Ud fra ovenstående forhold vurderes, at indtjeningen i løbet af 2015 vil være på niveau med 2012. Ifølge en undersøgelse fra Global Wind Energy Council vil den samlede vindkapacitet i verden udgøre 587 GW i 2020⁸⁷. Det forventes, at Vestas har en god position på markedet i forhold til de mange investeringer, der er foretaget, samt tiltag for at tilpasse og rette forretningen ind, så den er tilpasset udviklingen i markedet. Særligt på offshore-markedet står Vestas i en stærk position med introduktionen af V164-8MW i 2014. Samlet set vurderes det, at Vestas sandsynligt beholder deres nuværende markedsandele på omkring 14 % og forbliver konkurrencedygtige overfor blandt andre GE og Siemens. Antaget at Vestas holder sin markedsposition, svarer det til, at Vestas i løbet af de næste syv år skal installere 48 GW. Denne antagelse er lagt til grund for udviklingen i omsætningen i budgetteringen indtil året 2020 jf. bilag 7.2.

Vestas har store forventninger til deres serviceforretning, som de seneste år har vist store stigninger i omsætningen. I 2012 steg omsætningen med 26,26 %, og det forventes at stige med 13 % i 2013⁸⁸. Området kan blive et betydningsfuldt forretningsområde for Vestas, og det kan tænkes at kompensere for eventuelle nedgange i ordretilgangen i visse perioder. Ud fra den betragtning, at forretningsområdet har fået særlig fokus for Vestas, vurderes det, at området vil fortsætte en stigning på 13 % i årene indtil 2020.

Både det store politiske fokus, og det voksende behov for grøn vedvarende energi verden over med nødvendigt skifte fra fossile brændstoffer til grønne vedvarende energikilder betyder, at vindmølleindustrien har et stort potentiale for at vokse i mange år fremadrettet.

Ud fra forventninger til væksten og det stigende behov for grøn vedvarende energi, fastlægges væksten i terminalperioden til 2 %. Det vurderes, at Vestas har gode vækst muligheder i en branche, som er spået en stor fremtid.

7.2.2 Overskudsgraden fra salg efter skat

Næste trin i budgetteringen er en vurdering af udviklingen i overskudsgraden fra salg efter skat.

Udviklingen i perioden 2008 til 2012 er gennemgået under afsnit 6.4.3.1, hvor det fremgår af udviklingen har været faldende hen over analyseperioden. Faldet skyldes høje produktionsomkostninger, som Vestas ikke har formået at tilpasse til markedet.

De seneste år har Vestas foretaget mange investeringer i produktionen samt forbedringer med henblik på at opnå en bedre overskudsgrad og forbedre kvaliteten af produkterne. I kombination med de

⁸⁷ <http://www.gwec.net/global-wind-power-market-could-triple-2020/>

⁸⁸ Vestas årsrapport 2012, s. 78

investeringer, som er foretaget i 2012 samt planlægning af yderligere omkostningsbesparelser og effektivitetsforbedringer i 2013, vurderer Vestas at kunne spare op imod EUR 400 millioner i 2013 og opnå flere besparelser fremadrettet⁸⁹. Ud fra dette fastsættes overskudsgraden i 2013 til at udgøre 6 %.

Det vurderes dog stadigvæk, at det vil tage nogle år, før Vestas er tilbage på samme niveau for overskudsgrad, som de var i 2008. Som tidligere skrevet har Vestas også benyttet sig af muligheden for at outsource dele af deres produktion. Det må betyde, at Vestas i fremtiden vil være meget mere omstillingsparat til ændringer i omsætningen, og samtidig vil investeringer i maskiner og produktion bliver mindre i forhold til de komponenter, som Vestas kan outsource til underleverandører.

Overskudsgraden fastsættes derfor til at stige gradvist hvert år fra 2013 og frem til 2020 - med den forudsætning at virksomheden fremadrettet har fokus på effektivisering og omkostningstilpasning. I terminalperioden fastsættes overskudsgraden fra salg til at være 6 %.

7.2.3 Skatteprocent

Den effektive skatteprocent for Vestas har i analyse perioden været meget svingende. Det skyldes blandt andet en nedskrivning af skatteaktiv i 2012, hvor den effektive skatteprocent er 37. Da der ikke er kendskab til andre forhold eller forventninger, fastsættes den effektive skatteprocent til at udgøre 31 % i perioden 2013 til 2020. Det svarer til den gennemsnitlige skatteprocent i analyseperioden.

Den effektive skatteprocent for terminalperioden er ligeledes vurderet til at følge samme sats som budgetperioden.

7.2.4 Andet driftsoverskud efter skat

Andet driftsoverskud efter skat, som i dette tilfælde primært består af dirty surplus-poster, er svære at budgettere, da de ikke nødvendigvis følger hverken udviklingen i salget eller i omkostningerne.

Andet driftsoverskud efter skat har i analyseperioden ligget mellem -5,9 % til 2,2 %. Da der ikke er andet grundlag, budgetteres andet driftsoverskud ud fra et gennemsnit af analyseperioden på -0,2 %. Niveauet anvendes på budget og terminalperioden.

7.2.5 Usædvanlige poster

Budgettering af usædvanlige poster kan være svære at foretage. Usædvanlige poster består af engangsomkostninger, som ikke nødvendigvis er forbundet med udviklingen i resten af virksomheden. I analyseperioden har usædvanlige poster for Vestas været omstrukturingsomkostninger og nedskrivninger

⁸⁹ Vestas årsrapport 2012, s. 7

af aktiver, som primært har været væsentlige poster i 2010 og 2012. To år hvor Vestas har haft afskedigelser og samtidigt foretaget en del organisationsændringer og tilpasninger.

Det vil sige, at udviklingen i usædvanlige poster afhænger af enkelte store beslutninger af ledelsen eller bestyrelsen hos Vestas, og fremtidige forventninger kan ikke bindes op på udviklingen på netop denne post.

I analyseperioden har overskudsgraden fra usædvanlige poster, ligget mellem -1,71 % til -7,29 %. Og ROIC (UP) har i perioden ligget mellem -4,1 % til -18,4 %⁹⁰.

Ledelsen i Vestas har udtalt, at de forventer endnu en runde med afskedigelser i 2013. Ved udgangen af 2013 forventer ledelsen at være 16.000 medarbejdere tilbage i organisationen⁹¹. Der er ingen offentlige indikationer på yderligere nedskrivninger, hvorfor det lægges til grund at usædvanlige poster i 2013 kun vil være opsagte medarbejdere. Niveauet anslås til at være på niveau med 2012, EUR 119 millioner⁹².

7.2.6 Arbejdskapitalen

Gennemgangen af den inverse værdi af AOH under afsnit 6.4.3.2 viste, at kapitalbindingerne har været stigende i analyseperioden med undtagelse af et mindre fald i 2012. Gennemgangen viste også, at det er de langsigtede nettodriftsaktiver, som er drivende for udviklingen i den inverse værdi af AOH.

Ledelsen i Vestas har haft og har stadigvæk stor fokus på produktionen i forhold til forbedringer og en bedre kapacitetsudnyttelse. I en teknologisk virksomhed som Vestas vil der naturligvis være et niveau af afhængighed af udvikling og forskning for at sikre en effektiv produktion på sigt og samtidig også sikre konkurrencedygtige produkter. Det sidste punkt er særligt vigtigt i tider med øget konkurrence fra store kapitalstærke koncerner som GE og Siemens.

Ud fra ovenstående må det forventes, at niveauet for kapitalbindinger fremadrettet vil være på niveau med slutningen af analyseperioden, da det vil kræve investeringer for Vestas at fastholde sin konkurrencemæssige placering. Ud fra den betragtning fastsættes den inverse værdi af AOH til at være på niveau med 2011 og 2012, hvor Vestas har foretaget investeringer⁹³.

⁹⁰ Afsnit 6.4.5 og afsnit 6.4.3.1

⁹¹ Vestas årsrapport 2012

⁹² Vestas årsrapport 2012 - s. 81

⁹³ Afsnit 6.4.3.2

7.2.7 F-GEAR, netto finansielle forpligtelse/aktiver og netto finansielle omkostning/indtægter

Som det fremgår af afsnit 6.4.1, *dekomponering af ROE*, har udviklingen i nøgletallet FGEAR været meget svingende. Nøgletallet er gået fra -0,18 til 0,38. Koncernen, er gået fra at have nettofinansielle aktiver til at have nettofinansielle forpligtelser i analyseperioden. Ledelsen har ikke givet udmeldinger om forventninger til fremtidens finansielle gearing.

Det må dog forventes, at ledelsen har et stort ønske om en positiv spread-værdi fremadrettet, hvilket også stemmer overens med de seneste investeringer og tiltag i produktionen. Det kræver dog, at indtjeningen fra driften stiger mere end r , for at nøgletallet spread bliver positivt.

Det antages, at Vestas ønsker en stærk position i markedet. Det vil kræve løbende investeringer, som ligeledes er lagt til grund for fastsættelsen af den inverse værdi af AOH jf. afsnit 7.2.6. Ud fra denne betragtning vil det kræve en vis finansiell gearing at fastholde denne investeringsstrategi. Derfor vurderes det, at koncernen de første par år af budgetperioden, vil have nettofinansielle forpligtelser på niveau med 2012, hvor koncernen havde nogle store investeringer. De følgende år vurderes det, at koncernen vil have nettofinansielle forpligtelse på niveau med 2010 og 2011, som anses for mere "normale" investeringsår.

Det skal dog bemærkes, at i 2008 og 2009 var egenkapitalfinansieringen væsentligt højere. Dog vurderes det, at udviklingen i koncernen i 2010, 2011 og 2012 blandt andet har været udtryk for manglende investering i forskning og udvikling mv. hvorfor fremmedfinansieringen forventes højere i budgetperioden i forhold til 2008 og 2009.

Mio. EUR.	Historiske tal					Proforma opgørelser						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Kapitalstruktur												
Gældsandel	1,4%	-3,5%	19,2%	19,1%	40,0%	27,5%	23,1%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%
Egenkapitalandel	98,6%	103,5%	80,8%	80,9%	60,0%	72,5%	76,9%	80,6%	80,6%	80,6%	80,6%	80,6%
I alt	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Figur 7.2.7

I forhold til de finansielle omkostninger eller indtægter kan det være svært at budgettere den fremtidige udvikling i rente.

Ud fra denne betragtning er der valgt at tage udgangspunkt i de faktiske nettorenteomkostninger for 2010, 2011 og 2012. Det er de samme år, som ligger til grund for budgetteringen af kapitalstrukturen jf. ovenstående. Nettorenteomkostning er derfor budgetteret til 7,9 %, som er et gennemsnit af 2010, 2011 og 2012 jf. figur 6.4.1. Niveaueet er væsentligt over den risikofrie rente, men ud fra den historiske udvikling i Vestas vurderes det sandsynligt, at långivere vil kræve et risikotillæg i forhold til den risikofrie rente.

7.2.8 Proformaregnskab

Med udgangspunkt i afsnit 7.2 er opstillet et proforma regnskab for Vestas for perioden 2013 til 2019 samt en terminalperiode jf. figur 7.2.8. Proforma regnskabet indeholder en beregning af det frie *cash flow*, som bliver anvendt i værdiansættelsen.

8 Værdiansættelse

Ud fra budgettering i en budget- og terminalperiode er nu opstillet et proforma regnskab på baggrund af de tidligere strategiske og finansielle analyser samt forventninger til fremtiden. Formålet er at beregne en forventet fremtidig cash flow, som anvendes i den endelige værdiansættelse af Vestas.

Følgende afsnit indeholder en introduktion til den anvendte værdiansættelsesmodel. Ud fra værdiansættelsen vurderes det, om aktien er under- eller overvurderet. Denne vurdering bliver udfordret i følsomhedsanalyse, der viser, hvilken betydning ændringer i de væsentligste værdidrivere vil få for den beregnede værdi.

Til slut sammenholdes aktierelaterede nøgletal med nogle af Vestas' største konkurrenter – dette med henblik på at vurdere Vestas' præstation og prisfastsættelse i markedet i forhold til konkurrenterne.

8.1 Fastsættelse af diskonteringsfaktor

For at kunne tilbagediskontere det fremtidige cash flow er det nødvendigt at beregne WACC-diskonteringsfaktor. Ved beregning af WACC er der valgt at tage udgangspunkt i nedenstående formel, som vægter ejernes og långiveres afkastkrav ud fra forholdet mellem egenkapitalen og nettofinansielle forpligtelser.

$$r_{wacc} = \frac{V_0^E}{V_0^{NDA}} \times r_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{NDA}} \times r_g$$

Ligningen foretager en vægtning af egenkapitalen og nettofinansielle forpligtelser i forhold til de samlede nettodriftsaktiver – en vægtning af selskabets kapitalstruktur. Kapitalstrukturen, ejernes afkastkrav og afkastkravet på finansielle forpligtelser, de tre elementer som indgår i beregningen, vil i følgende afsnit blive diskuteret og fastlagt. Efterfølgende vil det være muligt at beregne diskonteringsfaktoren.

8.1.1 Kapitalstrukturen

Som en del af fastsættelsen af kapitalstrukturen kræves der kendskab til markedsværdien af egenkapitalen og markedsværdien af de nettofinansielle forpligtelser samt kendskab til den fremtidige sammensætning af egenkapitalfinansiering samt fremmedfinansiering – kapitalstrukturen.

Da formålet med beregningen er at finde markedsværdien af virksomheden og egenkapitalen, er denne ikke kendt på nuværende tidspunkt. Det vil derfor ikke give mening at foretage en beregning af markedsværdien af egenkapital ud fra den nuværende markedspris på aktiemarkedet. Det vil medføre, at beregningen af markedsværdien er foretaget med udgangspunkt i nuværende markedspris, som opgaven blandt andet udfordrer jf. problemformuleringen.

Ud fra denne betragtning er der taget udgangspunkt i den seneste kendte kapitalstrukturen pr. 31. december 2012 jf. figur 7. Her fremgår det, at Vestas havde en egenkapitalfinansiering på 60 % og en fremmedfinansiering på 40 %. Denne kapitalstruktur anvendes ved beregning af WACC'en.

8.1.2 Ejernes afkastkrav

Ejernes afkastkrav er et udtryk for ejernes afkast på deres investering. Afkast skal dække omkostningerne forbundet med at binde likviditet i investeringen, samt risikotillæg for den usikkerhed eller risiko forbundet med investeringen, som i dette tilfælde er Vestas. Afkastkravet kan beregnes ved brug af CAPM-modellen, som er den mest anvendte model til estimering af egenkapitalomkostninger i forbindelse med værdiansættelser⁹⁴.

Modellen indeholder tre elementer og antager, at der er en sammenhæng imellem disse tre elementer. De tre elementer er: risikofrie rente, aktiemarkedets samlede afkast udtryk ved en beta-værdi og et risikotillæg for at investere i den enkelte aktie.

Det giver følgende formel:

$$k_e = r_f + \beta [E(r_m) - r_f]$$

I det følgende vil de tre elementer blive fastlagt.

⁹⁴ Prisfastsættelse på aktiemarkedet, januar 2005

8.1.2.1 Risikofrie rente

Ved fastlæggelse af den risikorente tages udgangspunkt i den effektive rente på en lang statsobligation, da denne i mange tilfælde betragtes som en risikofri investering⁹⁵.

I dette tilfælde vil den effektive rente på en 10-årig dansk statsobligation blive anvendt. Den effektive rente på en 10-årig dansk statsobligation var den 6. februar 2013 opgjort til 1,58 %⁹⁶.

Denne værdi anvendes som den risikofrie rente i beregningen af ejernes afkastkrav.

8.1.2.2 Markedets risikopræmie

Markedets risikopræmie er et udtryk for det merafkast, som en investor vil kræve for at investere i aktier i forhold til at placere sin investering eller overskydende likviditet i en risikofri investering som fx den 10-årige statsobligation som beskrevet ovenfor. Markedsrisikopræmien afhænger derfor af investors forventninger til de fremtidige afkast i forhold til investors forventninger til de fremtidige afkast på en risikofri rente. Markedets risikopræmie kan derfor ikke måles entydigt men vil variere fra investor til investor og fra investering til investering.

Der findes en række metoder til at estimere risikopræmien på en aktie. Social Science Research Center har igennem mange år foretaget markedsundersøgelser, om hvilken risikopræmie forskellige investorer anvender. Senest i 2013 er undersøgelserne foretaget med over 6000 deltagere fordelt over 51 lande⁹⁷. En række investorer oplyser, hvilken risikopræmie de anvender, og efterfølgende beregnes et gennemsnit af deres vurderinger som et estimat over risikopræmien i den periode⁹⁸.

Risikopræmien er også forsøgt estimeret ud fra historisk data. Men denne metode antager, at den forventede risikopræmie er den samme som den historiske risikopræmie. Sidst er risikopræmien forsøgt estimeret ud fra nuværende aktiekurser ved hjælp af fx residual-indkomstmodellen. Denne metode kræver dog præcise estimater over markedets forventninger til de fremtidige pengestrømme.

Til brug for fastsættelse af risikopræmien i denne opgave er der taget udgangspunkt i Social Science Research Center's publicerede undersøgelser af markedsrisikopræmien fra 2013. I den rapport fremgår en gennemsnitlig risikopræmie på 6,4 %⁹⁹. Denne risikopræmie er anvendt i senere beregning af diskonteringsfaktoren.

⁹⁵ Regnskabsanalyse og værdiansættelse - s. 51

⁹⁶ <http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/default.asp?w=1600>

⁹⁷ http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=914160&download=yes

⁹⁸ Regnskabsanalyse og værdiansættelse - s. 52

⁹⁹ http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=914160&download=yes

8.1.2.3 Beta-værdi

Beta-værdien er et udtryk for den risiko, der følger en given investering i en aktie i forhold til den historiske samvariation med det generelle aktiemarked¹⁰⁰. I Vestas tilfælde kunne det generelle aktiemarked være C20-indekset.

I praksis er der ikke et forkert eller rigtigt svar på beta-værdien for en bestemt aktie og derved ikke noget bestemt svar.

Det er muligt at foretage en beregning af beta-værdien på baggrund af den historiske samvariation mellem Vestas' aktiekurs og afkastet på det generelle aktiemarked, der er valgt som benchmark. For at få den mest korrekte beta-værdi, bør beregningen være baseret på månedlige udtræk af afkastet for de sidste fem år¹⁰¹. Beregningen fremgår af figur 8.1.2.3 og er netop baseret på samvariation mellem afkast på Vestas' aktiekurs og afkastet på C20-indekset. Ved denne beregning fås en beta-værdi på 1,23.

Med henblik på at verificere den beregnede betaværdi er denne sammenholdt med betaværdien for Vestas' beregnet af forskellige investeringsselskaber. Reuters.com har beregnet en betaværdi på 1.11¹⁰² på Vestas aktien, mens proinvestor.com har en beta-værdi på 1.34¹⁰³, hvilket er 0,23 højere. Det betyder, at proinvestor.com vurderer, at Vestas-aktien er mere risikofyldt, end Reuters.com vurderer den. Forskellen kan skyldes, at de har foretaget beregningen med udgangspunkt i afkastet fra to forskellige aktiemarkeder. Det har ikke været muligt at undersøge. Til sammenligning har Bloomberg en beta-værdi på 1.21, som ligger i mellem de to andre investeringsselskaber.

Som det fremgår af ovenstående, kan betaværdien ikke fastsættes endeligt men vil være et estimat eller en vurdering af risikoen baseret på den enkeltes beregning. Det kan dog fastslås, at alle tre eksterne investeringsselskaber har vurderet, at Vestas-aktien er en mere risikofyldt investering end det generelle marked, hvorfor deres beta-værdi alle overstiger 1.

Da beregningen jf. bilag 8.1.2.3 ligger på niveau med Bloomberg og samtidig også i mellem de to andre eksterne værdier, anvendes den beregnede beta-værdi i beregningen af ejernes afkastkrav.

Ud fra ovenstående er det nu muligt at foretage beregningen af ejernes afkastkrav med udgangspunkt i CAPM-formlen jf. afsnit 8.1.2 med følgende input:

¹⁰⁰ Regnskabsanalyse og værdiansættelse - s. 53

¹⁰¹ Valuation - measuring and managing the value of companies - Side 307

¹⁰² <http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=VWS.CO>

¹⁰³ <http://www.proinvestor.com/aktier/Vestas+Wind+Systems/VWS.CO>

$$k_e = r_f + \beta [E(r_m) - r_f]$$

Risiko frie rente jf. afsnit 8.1.2.1: 1,58 %

Markedets risikopræmie jf. afsnit 8.1.2.2: 6,4 %

Beta-værdi jf. afsnit 8.1.2.3: 1,23

Det resulterer i et afkastkrav på 9,452 %.

8.1.3 Långivernes afkastkrav

Afkastkravet på finansielle forpligtelser skal være et udtryk for det afkastkrav, långivere stiller for at låne penge til Vestas. Långivernes afkastkrav vil være udtrykt ved den rente, som Vestas betaler for deres gæld.

I nøgletalsanalysen af de historiske tal fremgår det, at Vestas i gennemsnit i perioden fra 2008 til 2012 har betalt 7,5 % ti renter på deres core nettofinansielle forpligtelser. Da det ikke vil være muligt at estimere den fremtidige rente, som Vestas skal betale, er der i beregningen af långivernes afkastkrav taget udgangspunkt i den budgetterede rente på 7,9 %, jf. afsnit 7.2.7.

Som selskabsskatteprocent er anvendt 25 % i beregningen.

Ud fra ovenstående er långivernes afkastkrav estimeret til 5,9 %¹⁰⁴.

8.2 Fastsættelse af WACC

Ud fra ovenstående afsnit er det muligt at foretage den endelige beregning af WACC'en til brug for tilbagediskonteringen af de fremtidige estimerede frie cash flow jf. figur. 7.2.8.

$$r_{wacc} = \frac{V_0^E}{V_0^{NDA}} \times r_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{NDA}} \times r_g$$

I ovenstående beregning er anvendt følgende input:

Forholdet mellem EK og NDA jf. afsnit 8.1.1 =	60 %
Forholdet mellem NFF og NDA jf. afsnit 8.1.1 =	40 %
Ejernesafkastkrav jf. afsnit 8.1.2.3 =	9,452 %
Långivernes afkastkrav jf. afsnit 8.1.3 =	5,9 %

Det giver en WACC på 8,0312 %, der i opgaven anvendes som diskonteringsfaktor.

¹⁰⁴ Regnskabsanalyse og værdiansættelse - s. 56

8.3 Værdiansættelse af Vestas Wind System A/S

Med udgangspunkt i det opstillede proformaregnskab jf. figur 7.2 og diskonteringsfaktoren beregnet i afsnit 8.2, er det muligt at beregne værdien af Vestas via en af de absolutte værdiansættelsesmodeller. I denne opgave er værdiansættelsen beregnet i den indirekte DCF-model.

Ved brug af den indirekte model er værdien af Vestas beregnet til EUR 7,739 millioner. For at vurdere aktiekursen pr. given dato skal værdien af egenkapitalen beregnes. Dette gøres ved at fratrække virksomhedens nettofinansielle forpligtelser, for derved at få værdien af egenkapitalen. Det giver en markedsværdi af egenkapitalen på EUR 6.767 millioner jf. figur 8.3.

Ifølge årsrapporten for 2012 består aktiekapitalen af 203.704.103 aktier¹⁰⁵, hvilket giver en værdi af egenkapitalen på EUR 33 pr. aktie, svarende til DKK 247,8 pr. aktie omregnet med DKK/EUR-kursen pr. 6. februar 2013¹⁰⁶.

Den 6. februar 2013 var aktiekursen for Vestas på C-20 indekset DKK 36,70¹⁰⁷. Det betyder, at aktiekursen har været undervurderet med DKK 211,2 ud fra ovenstående beregnede pris pr. aktie. Beregningen foretaget i denne opgave er selvfølgelig forbundet med en række usikkerheder, og flere steder i beregningerne indgår estimater. Det er derfor ikke muligt at slå to streger under de DKK 211,2.

I det følgende afsnit vil det kort blive gennemgået, hvilken betydning en ændring i udvalgte estimater har på værdiansættelsen.

8.4 Følsomhedsanalyse

Da værdiansættelsen indeholder en del skønsmæssige elementer, vil de forskellige elementer, som indgår, påvirke værdiansættelsen og derved opnå en anden pris pr. aktie. Det er derfor valgt at inddrage en følsomhedsmatrix i opgaven for at vise, hvor følsom værdien pr. aktie er over for ændringer i de underliggende skøn.

Et betydeligt element i DCF-modellen er WACC'en – den faktor som bliver anvendt til at tilbagediskontere det frie cash flow. Ved beregning af WACC'en indgår beta-værdien og den risikofrie rente, som begge er skønsmæssige elementer. I nedenstående figur er derfor opstillet en matrix, som viser hvor følsomhed WACC'en er for ændringer i de to parametre.

¹⁰⁵ Vestas årsrapport 2012 – side 89

¹⁰⁶ <http://www.danskebank.dk/da-dk/Privat/Valuta/Documents/Valutaoversigt2013/valutafebruar2013.pdf>

¹⁰⁷ <http://www.euroinvestor.dk/boerser/nasdaq-omx-copenhagen/vestas-wind-systems-a-s/206326>

Ændring i WACC		Beta-værdi				
Risikofri rente		1,10	1,15	1,23	1,35	1,40
0,50%		6,88%	7,08%	7,38%	7,84%	8,04%
1,00%		7,18%	7,38%	7,68%	8,14%	8,34%
1,58%		7,53%	7,72%	8,03%	8,49%	8,68%
2,00%		7,78%	7,98%	8,28%	8,74%	8,94%
2,50%		8,08%	8,28%	8,58%	9,04%	9,24%

Figur 8.4.1

Ovenstående tabel viser, hvordan ændringer i betaværdien og den risikofrie rente vil påvirke værdien af WACC'en. I tabellen fås således to yderpunkter for WACC'en på henholdsvis 6,88 % og 9,24 %, mod den anvendte 8,03 % jf. midten af tabellen ved en betaværdi på 1,23 og en risikofri rente på 1,58 %.

For at undersøge hvorledes følsomheden i WACC'en påvirker den endelige markedsværdi af egenkapital samt pris pr. aktie, er nedenstående tabel udarbejdet. Tabellen viser følsomheden af værdiansættelse ved en ændring i WACC'en og væksten i terminalperioden. Som input til WACC'en er anvendt de værdier, som er markeret med gråt i ovenstående figur 8.4.1.

Værdi af egenkapitalen		Terminalvækst				
WACC		2,0%	2,5%	3,5%	4,0%	4,5%
6,88%		7.694	8.167	9.530	10.566	12.039
7,38%		6.775	7.117	8.066	8.750	9.673
8,03%		6.014	6.264	6.768	7.403	8.007
8,74%		4.972	5.120	5.501	5.752	6.062
9,24%		4.482	4.591	4.865	5.042	5.255

Figur 8.4.2

Værdi pr. aktie		Terminalvækst				
WACC		2,0%	2,5%	3,5%	4,0%	4,5%
6,88%		281,60	298,90	348,80	386,70	440,60
7,38%		248,00	260,50	295,20	320,30	354,00
8,03%		220,10	229,30	247,85	270,90	293,10
8,74%		182,00	187,40	201,30	210,50	221,80
9,24%		164,00	168,00	178,10	184,50	192,30

Figur 8.4.3

De to værdier i ovenstående tabeller, der er markerede med grå, er beregnet og omtalt i afsnit 8.3 i opgaven.

Ovenstående tabel 8.4.3 viser værdien pr. aktie og følsomheden i værdien ved ændring af terminalvæksten og WACC'en. De to yderpunkter er DKK 281,60 pr. aktie og DKK 192,30 pr. aktie. Begge værdier ligger stadigvæk over den værdi, som aktien er blevet handlet til på C20-indekset den 6. februar 2013. Derved er konklusionen, fra afsnit 8.3 om, at aktien er undervurderet, uændret. Det skal desuden bemærkes, at i perioden omkring den 6. februar 2013 er aktien blevet handlet til det laveste i flere år.

Der kan være mange grunde til, at aktiekursen er blevet handlet til den værdi, den er; pessimistiske budgetter, manglende tro på strategi, manglende tro på ledelsen og måske manglende tro på kortsigtet afkast/gevinst. I de følgende afsnit vil opgaven forsøge at analysere forskellen mellem aktiemarkedet og den beregnede værdi, samt analysere den efterfølgende udvikling i aktiekursen i perioden efter den 6. februar 2013.

Der er ikke udarbejdet best-case og worst-case scenarier, da det ikke vurderes at tillægge opgaven nogen værdi i forhold til problemformuleringen.

9. Udviklingen i aktiekursen

9.1 Analyse af peers ved brug af prismultiple

På baggrund af den absolutte værdiansættelsesmodel anvendt i tidligere afsnit er Vestas' aktie vurderet til at være undervurderet i forhold til det budgetterede cash flow, som er opstillet i bilagene til denne opgave. Men henblik på at udfordre denne værdiansættelse og samtidig inddrage sammenlignelige virksomheder og aktiemarkedets vurdering af vindmølleindustrien generelt, er der udarbejdet en analyse baseret på udvalgte prismultipler. Undersøgelsen er med til at analysere selskabets evne til at skabe afkast i forhold til peers¹⁰⁸.

Prismultipler er en relativ enkel værdiansættelsesmetode til at vurdere kursen på en aktie eller sammenligne med peervirksomheder inden for samme branche. Prismultipler anvendes ved at sætte markedsprisen på en aktie i forhold til et nøgletal for virksomheden som for eksempel omsætningen, EBITDA eller EBIT. Analytikere anvender ofte prismultipler som en hurtig analyse af en aktie og branche.

¹⁰⁸ Valuation - measuring and managing the value of companies – s. 386

Anvendes prismultipler til at værdiansætte en virksomhed baseret på sammenlignelige selskabet, vil beregningerne grundet den simple opbygning indeholde såkaldt "støj", blandt andet fordi beregningen anvender markedsværdien til at finde markedsværdien.

I denne opgave inddrages prismultipler for at sammenligne med peervirksomheder samt analysere branchen generelt. Prismultipler anvendes ikke for at beregne markedsværdien eller som "sanity-check" for den beregnede markedsværdi i afsnit 8.3. Analysen inddrages udelukkende for at analysere, hvordan aktien er prisfastsat i forhold til branchen og udvalgte peers.

I opgaven er valgt at anvende omsætning og EBITDA som multipler, da det vurderes, at analytikere vil have disse i fokus ved analyse af Vestas og vindmøllebranchen. De to multipler er desuden valgt, fordi det er de mest sammenlignelige multipler, som indeholder mindst "støj" i forhold til forskelle i regnskabsregler, nedskrivninger, engangsomkostninger samt forskelle i anvendt regnskabspraksis herunder scrapværdi, levetid og afskrivningsperiode mv. Hvis multiplerne skal kunne sammenlignes på tværs af de udvalgte peers, er det afgørende, at grundlaget for beregningen er sammenligneligt.

For at kunne beregne prismultipler på omsætningen og EBITDA er der først beregnet en markedsværdi for de udvalgte peers. Denne markedsværdi er beregnet på baggrund af aktiekursen pr. 6. februar 2013 samt antal aktier. Efterfølgende er der reguleret for senest kendte nettofinansielle forpligtelser med henblik på at beregne værdien af virksomheden. Som tidligere nævnt er formålet med at inddrage de to prismultipler at vurdere aktiemarkedets prisfastsættelse af aktiekursen for Vestas pr. 6. februar 2013 i forhold til selskabets peers.

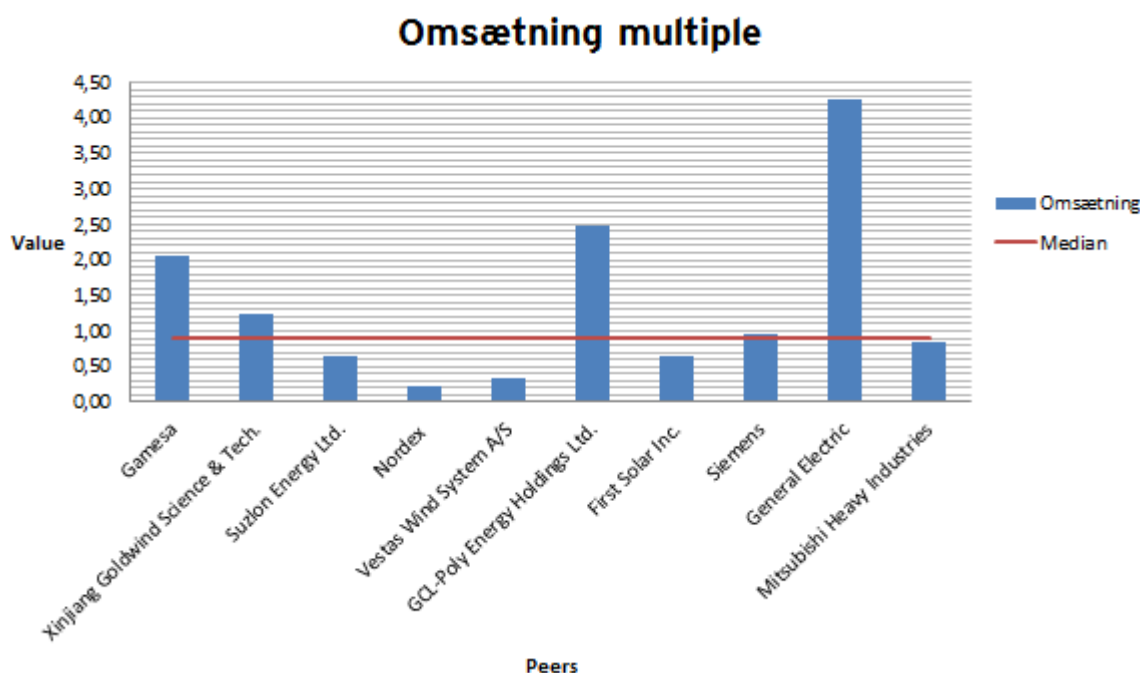
Ved prisfastsættelse af en aktiekurs baseret på prismultipler vil en analytiker anvende fremadrettede nøgletal, som vil være baseret på forventninger til den fremtidige indtjening eller udvikling i selskabet og derved ikke de historiske nøgletal¹⁰⁹. For at få de mest retvisende prismultipler i forhold til aktiekursen den 6. februar 2013 er de to prismultipler beregnet ved brug af forventet omsætning og EBITDA for regnskabsåret 2013 pr. 6. februar 2013 fra Bloomberg. Det vil sige, de anvendte forventninger til omsætningen og EBITDA for regnskabsåret 2013 er forventningerne den 6. februar 2013.

De udvalgte peer selskaber er kort beskrevet i bilag 9.1 hvor til der henvises for en introduktion til de enkelte peer selskaber.

¹⁰⁹ Valuation - measuring and managing the value of companies – s. 365

Resultatet af beregningen samt prismultipler er medtaget som bilag jf. figur 9.1. Nedenfor er kun medtaget de to prismultipler.

9.1.1 Analyse ved prismultiple på omsætningen



Figur 9.1.1

Ovenstående figur 9.1.1 viser prismultiple baseret på omsætningen for de udvalgte peerselskaber. Herudover fremgår desuden median for alle selskaberne.

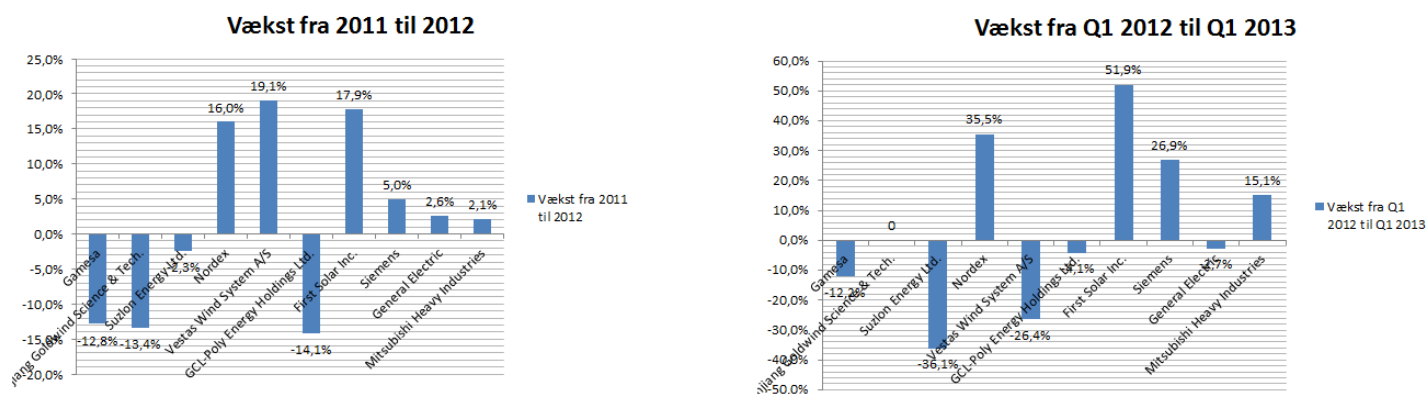
Som det ses af ovenstående figur ligger prismultiplen for Vestas under de andre selskaber. Set i forhold til omsætningen for ovenstående selskaber er aktiekursen for Vestas pr. 6. februar 2013 prisfastsat lavere end de andre selskaber. Vestas er således værdiansat 59 % lavere i forhold til medianen i modellen.

Sammenlignet med en af selskabets største konkurrenter er Siemens værdiansat 3 % over medianen. Det skal dog bemærkes, at aktiekursen for Siemens også vil være påvirket af de øvrige forretningsområder, som Siemens opererer indenfor, og er dermed ikke udelukkende en vurdering af deres vindmølleforretning. Udelukkende målt på forventninger til den fremtidige omsætning vurderer aktiemarkedet altså, at Vestas vil performe dårligere eller under konkurrenterne i perioden efter 6. februar 2013, og derfor ligger prismultiplen for Vestas under de øvrige selskaber i analysen.

9.1.1.1 Udvikling i omsætningen

Som det fremgår af ovenstående multiple, er kursen for Vestas prisfastsat lavere end deres peers baseret på omsætningen. Det er derfor interessant at kigge på den historiske udvikling i omsætningen for Vestas samt peerselskaberne i perioden omkring værdiansættelsen.

Nedenstående figur viser væksten for omsætningen i procent for henholdsvis 2011 i forhold til 2012 og for første kvartal 2012 i forhold til første kvartal 2013. De to perioder er medtaget i analysen, da de ligger lige forinden tidspunktet for analysen i denne opgave.



Figur 9.1.1.1

Som det fremgår, har Vestas i 2012 faktisk haft en positiv udvikling i omsætningen på 19,1 % sammenholdt med 2011. Det skal dog ses i sammenhæng med et meget dårligt 2011, hvilket betyder at omsætningen for 2012 blot kommer tilbage på niveau med 2010. Den positive udvikling i omsætningen skal også ses i forhold til en ROIC på - 32,09 % jf. afsnit 6.4.1. På trods af en rekordomsætning har det ikke været muligt for ledelsen at skabe afkast til investorerne men derimod den laveste ROIC i analyseperioden. Denne manglende evne til at skabe afkast bliver drøftet yderligere i afsnit 9.1.2.

Da aktiekursen analyseres pr. 6. februar 2013, er det mere interessant at kigge nærmere på perioden op til det givne tidspunkt. Inddrages en analyse af første kvartal 2012 sammenholdt med første kvartal 2013, ses det, at Vestas klarer sig væsentligt dårligere end første kvartal 2012 med et fald på hele 26,4 %. Det fremgår også, at Vestas klarer sig dårligere end sine nærmeste konkurrenter bortset fra Suzlon Energy. Kigger vi nærmere på væksten hos Vestas' tre største konkurrenter Siemens, GE og Nordex, viser to af dem stor vækst i omsætningen. Som det fremgår af ovenstående figur, viser Siemens en vækst på 26,9 % udelukkende på deres vindmølleforretning i første kvartal 2013 og vinder i den periode ordrer i Skotland, Japan og Sydafrika. De nye ordrer kommer samlet set op på installation og service af 62 nye vindmøller¹¹⁰.

¹¹⁰ [http://www.siemens.com/press/en/index.php?content\[\]=EW&intern=1](http://www.siemens.com/press/en/index.php?content[]=EW&intern=1)

Nordex har en vækst på hele 35,5 %, som derved har det bedste første kvartal i fire år¹¹¹.

Ligesom Vestas oplevede GE også et fald i første kvartal 2013, hvis omsætning faldt med 2,7 % jf. ovenstående tabel. Det skal dog bemærkes, at tallene for GE ikke kun indeholder deres vindmølleforretning.

Vestas oplevede et meget svagt første kvartal 2013, hvor vindmølleproducenten kom dårligt fra start med meget få ordrer og havde derved det dårligste første kvartal i fem år¹¹² - samtidigt var det fjerde kvartal i træk med fald i ordrebøgerne, som det bemærkes af analytikerne¹¹³. Denne udvikling i omsætningen, samtidig med at konkurrenter, herunder særligt Siemens, kunne melde om ordretilgange i deres første kvartal, har påvirket investorernes og analytikernes vurdering og prisfastsættelse af aktiekursen negativt¹¹⁴. Det har været med til at skabe tvivl, om forventningerne til omsætningen for 2013, som Vestas har estimeret til EUR 5,5 mia.¹¹⁵. Nedenfor analyseres derfor udviklingen i ordretilgange i første kvartal 2013.

For regnskabsåret 2013 har Vestas opstillet forventninger til omsætningen og afskibning af ordrer i 2013. Da det ikke har været muligt at finde data omkring forventninger for første kvartal, er forventningerne for første kvartal beregnet ud fra de samlede forventninger til 2013 nedenfor:

Beregning af estimeret ordre tilgang i første kvartal 2013 (i MW)	
Igangværende ordre (jf. årsrapport 2012)	1.953
Forventet afskibning (jf. årsrapport 2012)	5.000
Forventet igangværende ordre ultimo 2013 (baseret på gns.)	1.887
= Forventet tilgang i ordre	4.934
Beregnet tilgang pr. kvartal i 2013 (4.934 / 4 kvartal)	1.234
Tilgang i første kvartal (jf. kvartalsrapport Q1 2013)	644
= Forskel ml. faktisk tilgang og beregnet tilgang i Q1 2013	-47,8%

Figur 9.1.1.2¹¹⁶

Ovenstående beregning er baseret på Vestas' forventning til afskibning i 2013 samt en gennemsnitlig igangværende ordre ultimo 2013 beregnet på historisk data. Beregningen indeholder derfor en grad af estimat og vil ikke være 100 % nøjagtig.

Beregningen viser, at ordretilgangen i første kvartal 2013 på 644 ligger omkring 47,8 % under den forventede ordretilgang jf. ovenstående beregning. Beregningen antager, at ordrerne vil falde jævnt over

¹¹¹ http://www.nordex-online.com/fileadmin/MEDIA/Geschaeftsberichte/Nordex_SE_2013_Q1_en.pdf

¹¹² Auerbach Grayson – 10. april 2013

¹¹³ Jyske Bank – Jyske Markets – 26. marts 2013

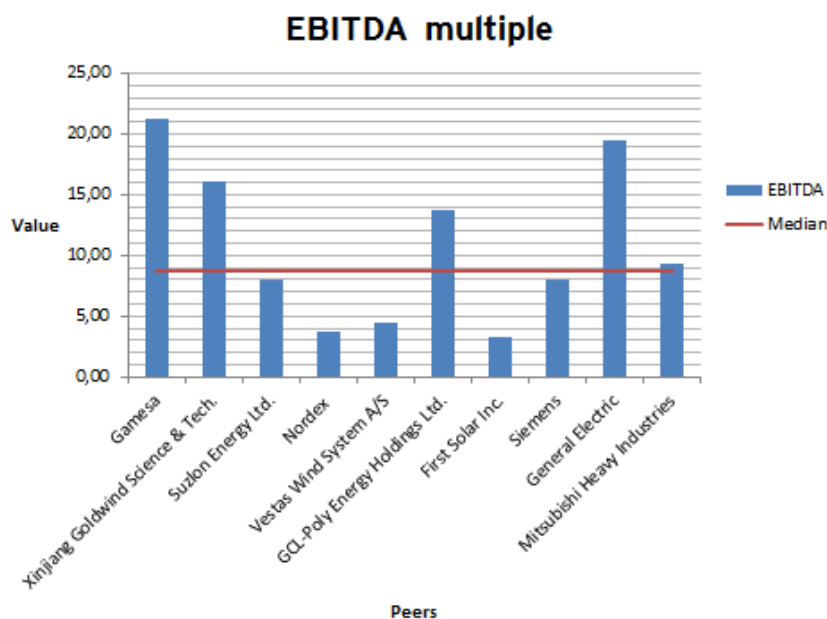
¹¹⁴ Jyske Bank – Jyske Markets – 26. marts 2013

¹¹⁵ Vestas årsrapport 2012 – s. 14

¹¹⁶ Egen tilvirkning

2013, hvilket formentlig ikke er korrekt. Men selv om beregningen ikke er 100 % retvisende, viser den et klart billede om at ordretilgangen i første kvartal ligger i den lave ende. Beregningen understøtter dermed aktionærernes og investorernes vurdering om et første kvartal med få ordretilgange jf. forrige side.

9.1.2 Analyse ved prismultiple på EBITDA



Figur 9.1.2

Udover prismultiple på omsætningen er der som tidligere beskrevet også beregnet en prismultiple baseret på EBITDA. Resultatet af denne beregning fremgår af ovenstående figur 9.1.2.

Figuren viser, at aktiemarkedet igen har prisfastsat Vestas under de øvrige peers bortset fra First Solar Inc. og Nordex, hvis EBITDA multiple faktisk ligger under Vestas.

Det vil sige, at også målt på nøgletallet EBITDA forventer analytikere, at Vestas vil performe under de øvrige konkurrenter i perioden efter værdiansættelsestidspunktet, hvilket stemmer overens med den tilsvarende analyse foretaget på omsætningen jf. forrige side.

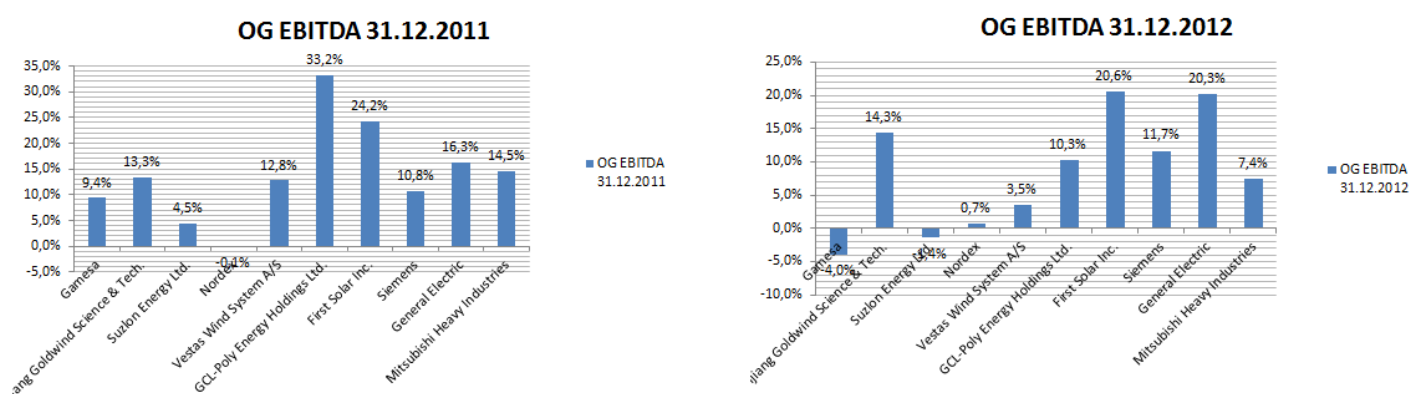
Ud fra EBITDA multiple er Vestas værdiansat 52 % under medianen i modellen. Til sammenligning er vindmølleproducerende Suzlon Energy Ltd., med en markedsandel på 6,5 %¹¹⁷, værdiansat lige under medianen. I følgende afsnit analyseres overskudsgraden på EBITDA for Vestas og de udvalgte peers.

¹¹⁷ Afsnit 5.2.5

9.1.2.1 Overskudsgrad hos peers

Ovenstående afsnit viser, at Vestas er værdiansat under deres peers målt på multiple baseret på nøgletallet EBITDA. Det er derfor interessant at analysere nøgletallet mere i dybden baseret på de faktiske rapporterede tal i regnskaberne for Vestas og konkurrenterne.

Ud fra denne betragtning er overskudsgraden for EBITDA beregnet jf. figur 9.1.2.1. Beregningen er opstillet i nedenstående figur, som viser overskudsgraden på EBITDA pr. 31. december 2011 og pr. 31. december 2012 i procent. Sammenligningsåret 2011 er medtaget for at få udviklingen i EBITDA med i analysen.



Figur 9.1.2.1

Af ovenstående figur fremgår det, at Vestas' overskudsgrad på EBITDA går fra 12,8 % til 3,5 %, hvilket svarer til et fald på 9,3 % fra 2011 til 2012. Denne negative udvikling skyldes for høje faste og produktionsomkostninger, manglende tilpasning af produktionen i forhold til omsætningen og hensættelser til garantiomkostninger, som er tidligere beskrevet jf. afsnit 6.4.3.1.

I samme periode viser de fleste konkurrenter ikke den samme udvikling. Gamesa, GCL og Suzlon Energy har dog også faldende overskudsgrad på EBITDA, men ikke i samme grad som Vestas. De øvrige konkurrenter viser en stigning i overskudsgraden eller fastholder mere eller mindre deres overskudsgrad.

Siemens og GE viser begge to en stigning på henholdsvis 0,9 procentpoint og 4 procentpoint, mens Nordex viser en mindre stigning på 0,8 procentpoint.

Baseret på den historiske udvikling i overskudsgraden på EBITDA, kan det ud fra ovenstående konstateres, at Vestas' udvikling fra 2011 til 2012 er væsentligt dårligere i forhold til konkurrenterne, hvilket også bliver fremhævet i seneste årsrapport for 2012¹¹⁸. Det er denne negative udvikling i EBITDA, som analytikere og

¹¹⁸ Vestas årsrapport 2012 – s. 16

investorer selvfølgelig inddrager i deres værdiansættelse af aktiekursen¹¹⁹.

¹¹⁹ Jyske Bank – Jyske Markets – 10. april 2013

9.1.3 Delkonklusion på multipler

På baggrund af de to prismultipler kan det altså konkluderes, at aktiekursen for Vestas pr. 6. februar 2013, er prisfastsat til en lavere værdi end branchen og dårligere end de peers, som har været med i analysen i denne opgave. Ud fra det kan det konkluderes, at analytikere altså har en forventning om, at Vestas vil performe under den generelle udvikling i vindmøllebranchen.

Som det fremgik af analysen af de historiske tal jf. afsnit 6.4, har Vestas i 2012 haft nogle store omkostninger til omstrukturering og optimering af organisationen. Vestas har blandt andet fyret en masse medarbejdere til fordel for at skubbe en del af produktionen længere tilbage i værdikæden for derved at have en mere fleksibel produktion¹²⁰. De store omstrukturingsomkostninger har haft en negativ effekt for indtjeningen i regnskabsåret 2012. Ledelsen har yderligere udtalt, at de forventer tilsvarende omkostninger i 2013, før den endelige omstrukturering er på plads. Denne negative udvikling er bekræftet igen i afsnit 9.1.2.1, hvor det fremgår, at Vestas' overskudsgrad på EBITDA har udviklet sig dårligere end konkurrenternes.

Flere analytikere afventer derfor at se den endelige effekt af disse omstrukturingsomkostninger i første og andet kvartal af 2013¹²¹, og indtil, at analytikere kan aflæse effekten i tallene, vil omstruktureringen fortsat påvirke prisfastsættelsen af Vestas negativt¹²².

Selvom omsætningen fra 2011 til 2012 stiger med hele 19,1 %, kommer omsætningen kun op på niveau med omsætningen for 2010. Udviklingen viser, at Vestas har formået at vende den negative udvikling i 2011 til en positiv udvikling igen. År 2012 bliver et rekordår for omsætningen. For analytikere er en rekordomsætning ikke nødvendigvis tilstrækkeligt for at vurdere Vestas som et investeringsobjekt. Analytikere "belønner" derved ikke selskaber, som viser en positiv udvikling i omsætningen, hvis ikke selskabet samtidig formår at skabe afkast¹²³. Vestas oplevede desuden et meget svagt første kvartal 2013 i forhold til konkurrenterne, og de havde det dårligste første kvartal i fem år¹²⁴ samt fjerde kvartal i træk med fald i ordrebøgerne¹²⁵. Samtidig kunne konkurrenter melde om gode ordretilgange i deres første kvartal¹²⁶.

¹²⁰ Afsnit 6.4.1

¹²¹ Commerzbank – Equity Research – 15. marts 2013

¹²² Commerzbank – Equity Research – 15. marts 2013

¹²³ Valuation - measuring and managing the value of companies – s. 70

¹²⁴ Auerbach Grayson – 10. april 2013

¹²⁵ Jyske Bank – Jyske Markets – 26. marts 2013

¹²⁶ Jyske Bank – Jyske Markets – 26. marts 2013

Herudover har Vestas også i 2012 taget nogle store nedskrivninger og samtidig indregnet store hensættelser til garantier som følge af flere produktionsfejl på deres vindmøller. På trods af at hensættelsen er indregnet allerede i første kvartal af 2012, er analytikere nervøse for niveauet af fremtidige hensættelser til tilsvarende garantier¹²⁷ i 2013.

Ovenstående forhold kombineret med fortsat lave oliepriser, tvivl om forlængelser af PTE-aftale i USA – et vigtigt område særligt for Vestas – fortsat højere produktionsomkostninger, usikkerhed om kvaliteten af Vestas' produkter samt pæn ordretilgang hos konkurrenter mv. har analytikerne være skeptiske over for den fremtidige udvikling i omsætningen. Herudover skaber det usikkerhed hos investorerne, at de ikke kan se effekten af de effektiviseringstiltag, som ledelsen har foretaget. Det skaber tvivl hos aktionærerne om ledelsens evne til at skabe overskud og genere afkast til investorerne.

Som det fremgår af figur 9.1.1 og 9.1.2. er denne skepsis kommet til udtryk i analytikernes prisfastsættelse af aktien og er derved med til at forklare den lave aktiekurs, som aktien er blevet handlet til i første kvartal og starten af anden kvartal 2013.

9.2 Analyse af ikke-finansielle forhold

9.2.1 Kommunikation til markedet

Udover den historiske udvikling og analyse af overskudsgrader mv. reagerer investorer og analytikere også på afvigelser i forhold til tidligere udmeldinger fra ledelsen om forventninger til omsætningen og overskuddet mv.¹²⁸. Ved analyse af prisfastsættelsen af aktiekursen vurderes det relevant at analysere forventninger til Vestas, og hvorvidt disse er blevet realiseret, eller om der har været væsentlige afvigelser i forhold til de realiserede tal omkring tidspunktet for værdiansættelsen. Væsentlige afvigelser i forhold til analytikernes og investorernes forventning vil have betydning for prisfastsættelsen af aktiekursen¹²⁹ og vil derved være med til at påvirke de prismultipler beregnet i afsnit 9.1. Afvigelser i forhold til forventning kan derfor være med til at forklare, hvorfor Vestas er værdiansat under sine peers jf. afsnit 9.1.

På baggrund af kvartalmeddelelser, halvårsregnskaber og årsrapporter fra 2011 og 2012 er nedenstående figur opstillet. Figuren indeholder et overblik over de forventninger, som Vestas løbende har udmeldt for omsætningen, EBIT margin, ordreafskibninger og ordretilgange for henholdsvis 2011 og 2012.

¹²⁷ Jyske Bank – Jyske Markets – 10. april 2013

¹²⁸ Valuation - measuring and managing the value of companies – s. 71

¹²⁹ Valuation - measuring and managing the value of companies – s. 528

	Q4 2010	Q1 2011	Q2 2011	Q3 2011	2011
	Forventning til 2011	Forventning til 2011	Forventning til 2011	Forventning til 2011	Realiseret 2011
Omsætning (m.EUR)	7	7	7	6,4	5,8
EBIT margin	7%	7%	7%	4%	-0,7%
Ordre afskibning (MW)	6000	6000	6000	5500	5217
Ordre tilgange (MW)	7000 - 8000	7000 - 8000	7000 - 8000	7000 - 8000	7397

	Q4 2011	Q1 2012	Q2 2012	Q3 2012	2012
	Forventning til 2012	Forventning til 2012	Forventning til 2012	Forventning til 2012	Realiseret 2012
Omsætning (m.EUR)	6,5 - 8	6,5 - 8	6,5 - 8	6,5 - 8	7,2
EBIT margin	0 - 4 %	0 - 4 %	0 - 4 %	0 - 4 %	0,1%
Ordre afskibning (MW)	7000	7000	6300	6300	6171
Ordre tilgange (MW)	5179	5179	4479	4479	3738

Figur 9.2.1¹³⁰

Som det fremgår af ovenstående figur har Vestas i slutningen af 2010 meldt ud, at koncernen for 2011 forventede en omsætning på EUR 7 mia., en EBIT-margin på 7 %, afskibning på 6000 MW og en ordretilgang på 7000–8000 MW. Forventninger til omsætningen bliver så i tredje kvartal nedjusteret til EUR 6,4 mia. og tilsvarende bliver EBIT-margin justeret ned til 4 %. De endelige tal jf. årsrapporten for 2011 viser dog en realiseret omsætning på EUR 5,8 mia., hvilket er EUR 0,6 mia. under seneste udmelding fra tredje kvartal. Den realiserede EBIT-margin ender på -0,7 %, svarende til at EBIT er blevet 272,6 tEUR. lavere, hvis beregnet ud fra den realiserede omsætning på EUR 5,8 mia.. Ordretilgangen ender dog inden for det niveau, som Vestas har lagt i deres udmelding.

Ved gennemgang af forventninger til 2011 kan det konkluderes, at de realiserede tal ender væsentlig under de første udmeldinger for 2011 fra årsrapporten 2010.

I 2012 bliver forventninger til omsætningen og EBIT-margin givet indenfor et spænd, som for hele perioden ikke ændres. De endelige tal for 2012 realiseres også indenfor dette spænd, da omsætningen ender på EUR 7,2 mia. og EBIT-margin på 0,1 %. EBIT-margin ligger dog i bunden af forventningerne. Estimat for afskibning og ordretilgang bliver dog ændret i løbet af 2012. Afskibning falder fra 7000 MW til 6300 MW og ender faktisk med en realiseret afskibning på 6171 MW. Afskibning er et interessant nøgletal for Vestas, da omsætningen først kan indregnes i forbindelse med den endelige risikoovergang til kunden i henhold til IFRIC 15. Afskibning ender altså i 2012 under seneste forventning fra tredje kvartal 2012 på 6300 MW. Ligeledes ender ordretilgangen på 3738 MW, som er under forventningen fra tredje kvartal på 4479 MW. Ordretilgangen er ligeledes interessant, da denne fortæller om den fremtidige aktivitet i Vestas.

¹³⁰ Egen tilvirkning på baggrund af kvartal meddelelser, halvårsregnskaber og årsrapporter fra Vestas.com

Fælles for de to år, som er opstillet i figur 9.2.1, er, at begge år realiseres under de forventninger som Vestas har udmeldt løbende i 2011 og 2012.

Realiserede tal for første kvartal 2013 i forhold til forventningerne for 2013 er tidligere analyseret under afsnit 9.1.1. Her fremgår det, at ordretilgangen for første kvartal 2013 er realiseret under Vestas' forventninger.

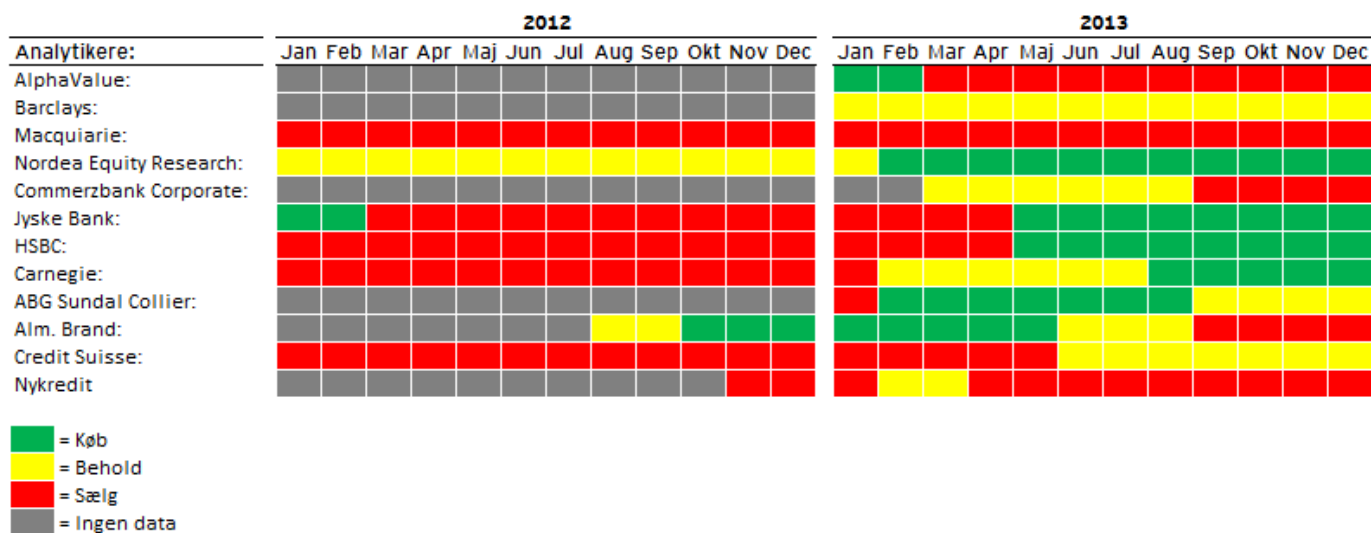
Selv om beregningen for første kvartal 2013 er forbundet med usikkerhed, kan det konkluderes, at koncernen i 2011, 2012 og 2013 performer under de forventninger, som Vestas selv offentliggør til markedet via kvartalsrapporter, halvårsregnskaber samt årsrapporter. Da aktiekursen blandt andet bliver værdiansat ud fra afvigelser i forventningerne¹³¹, må det forventes at denne tendens om, at Vestas underperformer sine egne forventninger, også kan have haft en negativ effekt på prisfastsættelsen af aktiekursen pr. 6. februar 2013. Det kan dog ikke fastslås med sikkerhed.

9.3 Anbefaling fra analytikere

I tidligere afsnit af opgaven er prisfastsættelsen af aktiekursen blevet analyseret og sammenholdt med peer selskaber samt branchen generelt. Analysen har vist et billede af, at Vestas er prisfastsat under de øvrige selskaber i branchen og peers ud fra en vurdering ved brug af prismultiple på både omsætningen og EBITDA. Herudover er det interessant at analysere, hvorledes analytikerne vurderer Vestas som et investeringsobjekt i løbet af analyseperioden.

¹³¹ Valuation - measuring and managing the value of companies – s. 71

Nedenstående figur viser de løbende anbefalinger igennem analyseperioden for udvalgte analytikere. For at få et nuanceret billede er her medtaget anbefalinger fra forskellige lande og fra forskellige investeringsselskaber.



Figur 9.3¹³²

Figuren viser, hvad den enkelte analytiker har anbefalet af køb, salg eller behold hver måned i 2012 og 2013. I 2012 er der større perioder, hvor anbefaling fra analytiker ikke har været tilgængelig.

Som det fremgår af ovenstående figur, er der ikke nogen entydig anbefaling fra analytikerne. I 2012 er der dog en overvægt af analytikere, som igennem hele perioden anbefaler at sælge Vestas aktien. Det betyder, at analytikeren har haft en target price på aktien under markedskursen for den pågældende måned. Salg-anbefalingerne skyldes, at analytikerne er nervøse for om Vestas' omstruktureringstiltag vil være effektive og stiller også spørgsmålstejn ved, hvornår resultatet af dem vil være synlige i indtjeningen fra driften¹³³.¹³⁴ Desuden skuffer omsætningen og indtjeningen i første kvartal 2012 også, hvorfor analytikerne nedjusterer deres forventning til resultatet for regnskabsåret 2012¹³⁵. Der er altså en vis usikkerhed blandt analytikerne i 2012, som også fremhæves af Credit Suisse, der vurderer, at Vestas ikke formår at reducere deres produktionsomkostninger tilstrækkeligt¹³⁶.

I slutningen af 2012 skifter Alm. Brand deres anbefaling fra hold til køb som de eneste.

¹³² Egen tilvirkning på baggrund af analytiker anbefalinger jf. bilag 11

¹³³ Jyske Bank – Jyske Markets – 29. marts 2012

¹³⁴ HSBC – Global Research – 8. maj 2012

¹³⁵ HSBC – Global Research – 8. maj 2012

¹³⁶ Credit Suisse – Equity Research – 10. Maj 2012

I løbet af 2013 er der til gengæld større spredning mellem analytikerne, og faktisk er der i flere måneder både en køb-, salg- og behold-anbefaling. I løbet af første kvartal er der dog en overvægt af salg- eller behold-anbefalinger. AlphaValue og Alm. Brand starter i 2013 med en køb-anbefaling og ændrer i løbet af 2013 til henholdsvis behold- og salg-anbefaling. Det kan skyldes, at de to analytikere har været positive i forhold til Vestas' salgsforventninger til 2013, men som salgsordrene i løbet af første kvartal 2013 begynder at svigte, ændrer de deres anbefaling af aktien. Begge ender med en anbefaling om at sælge aktien.

Jyske Bank og HSBC ændrer begge deres anbefaling i maj måned fra salg til køb. I starten af maj måned sender Vestas deres kvartalmeddelelse ud for første kvartal 2013. På trods af en lavere ordretilgang end tidligere år kan Vestas dog præsentere en forbedring i indtjeningen samt det frie cash flow i forhold til første kvartal 2012¹³⁷. Samtidig holder Vestas fast i deres forventning om en omsætning på EUR 5,5 mia. for hele 2013¹³⁸.

I september måned 2013 skifter Alm. Brand og Commerzbank anbefaling fra behold til salg. Det kan skyldes, at de to analytikere vurderer, at afskedigelsen af CEO Ditlev Engel skaber mere usikkerhed i en periode med restrukturerings. Udover Alm. Brand og Commerzbank er der dog ingen ændringer i analytikernes anbefaling omkring tidspunktet for afskedigelsen af Ditlev Engel. Ved en gennemgang af aktiekursen omkring afskedigelsen af Ditlev Engel er der heller ikke større udsving at spore i kursen. På daværende tidspunkt var implementeringen af omstruktureringen gennemført og de første forbedringer at spore i halvårsregnskabet, som blev offentliggjort samme dag¹³⁹.

Tre af de analytikere, som i løbet af 2012 enten har haft en salg- eller behold-anbefaling, ændrer allerede i henholdsvis februar og maj måned 2013 anbefaling til køb. Det drejer sig om Nordea Equity Research, Jyske Bank og HSBC. I maj måned udsender Vestas kvartalmeddelelse for første kvartal. Trods lavere ordretilgang end forventet fremhæver analytikerne, at Vestas har forbedret det frie cash flow og viser, at de har færre faste omkostninger¹⁴⁰. De tre analytikere fastholder deres anbefaling igennem hele 2013.

Anbefalinger bliver i mindre grad påvirket af afskedigelsen af CEO'en i august måned 2013 men i højere grad af udviklingen i kvartalerne herunder justeringer til forventningerne for regnskabsåret 2013.

¹³⁷ <http://www.vestas.com/en/investor/announcements#!company-announcements>

¹³⁸ <http://www.vestas.com/en/investor/announcements#!company-announcements>

¹³⁹ <http://www.vestas.com/en/investor/announcements#!company-announcements>

¹⁴⁰ Jyske Bank – Jyske Markets – 8. maj. 2013

9.4 Delkonklusion

Den ovenstående analyse af aktiekursen omkring perioden februar 2013 viser, at aktiekursen for Vestas har været påvirket af de interne problemstillinger, som koncernen har haft i den periode. Analysen viser, at prisfastsættelsen af Vestas i 2013 har været påvirket af en lav ordretilgang i første kvartal 2013, faldende indtjening fra driften samt manglende tiltro til ledelsens omstrukturering og ledelsens evne til at genere positivt afkast fra driften. På trods af at den underliggende værdiansættelse viste en meget højere værd pr. aktie, må det fastslås, at ovenstående forhold har påvirket aktiekursen i en negativ retning.

Analytikerrapport fra Jyske Bank vurderer også, at aktien samlet set er undervurderet på aktiemarkedet, men at Vestas er i en udfordrende periode¹⁴¹. Ledelsens manglende tilpasning af koncernens produktionsomkostninger og faste omkostninger har skabt usikkerhed hos aktionærerne. Denne usikkerhed er kommet til udtryk i aktiekursen. Det må altså fastslås, at aktiekursen har været volatil i forhold til Vestas' udfordringer. Ud fra ovenstående anbefalinger fra analytikerne er der dog ikke noget væsentlig skift i anbefalingerne omkring afskedigelsen af Ditlev Engel. Analytikerrapporterne fremhæver også, at analytikerne afventer at se effekten af omstruktureringen i de finansielle tal.

10 Analyse af aktiekursen i februar 2015

Da den foregående analyse af aktien har vist, at kursen har været påvirket af Vestas' problemstillinger i den periode, er det interessant at gå et par år frem og analysere den efterfølgende finansielle udvikling i Vestas sammenholdt med udviklingen i aktiekursen. Det er interessant at analysere, om Vestas har formået at forbedre indtjeningen fra driften, og også samt hvordan en sådan forbedring har påvirket aktiekursen. For endeligt at kunne vurdere volatiliteten af aktiekursen, er det nødvendigt også at analysere den efterfølgende udvikling i aktiekursen. Det skal være med i den samlede vurdering af aktiens volatiliteten i forhold til udskiftning i topledelsen.

Analysen suppleres med en sammenholdelse af aktiekursen for udvalgte peer selskaber og branchen generelt i den efterfølgende periode.

For overordnet set at kunne vurdere niveauet for aktiekursen pr. 11. februar 2015 er der udarbejdet en værdiansættelse af Vestas pr. 11. februar 2015. Den 11. februar 2015 har Vestas offentliggjort deres årsrapport for 2014. Al reformulering af regnskabsåret 2013 og 2014 er foretaget i bilagene ud fra samme fremgangsmåde, overvejelser og principper, som beskrevet for værdiansættelsen pr. 6. februar 2013. Følgende afsnit indeholder derfor kun en kort gennemgang af udviklingen i nøgletallene for regnskabsårene

¹⁴¹ Jyske Bank – Jyske Markets – 10. april 2013

2013 og 2014 og en kort gennemgang af de forudsætninger, som ligger til grund for udarbejdelsen af proforma regnskaberne. Selve beregningen af WACC pr. 11. februar 2015 fremgår også af bilagene til opgaven.

De efterfølgende afsnit vil desuden indeholde en analyse af aktiekursen pr. 11. februar 2015 baseret på prismultiple beregnet på omsætningen og EBITDA for Vestas og peer selskaberne. Analysen skal være med til at fastslå, hvordan kursen for Vestas er prisset i 2015. Herved er det samtidigt muligt at sammenholde med analysen af aktiekursen pr. 6. februar 2013 jf. afsnit 9.1.

10.1 Rentabilitetsanalyse for 2013 og 2014

Formålet med dette afsnit er at beskrive de væsentligste ændringer der har været i nøgletallene for Vestas for regnskabsåret 2013 og 2014, derved i den efterfølgende periode af foregående rentabilitetsanalyse jf. afsnit 6.4, som omhandler årene 2008 til 2012.

Rentabilitetsanalysen er opstillet i DuPont-modellen jf. bilagene 10.1, hvortil der henvises.

Som det fremgår af bilagene 10.1, har Vestas i regnskabsårene 2013 og 2014 haft en væsentlig forbedring af nøgletallet ROE. ROE er gået fra -47,32 % i 2012 til -7,07 % i 2013 for så at ende på 26,87 % pr. 31. december 2014. Det er en væsentlig forbedring af forrentningen af ejernes investering i Vestas. ROE har været faldende i årene 2008 til 2012, men Vestas får altså vendt den negative udvikling fra 2012 til 2013, og ROE begynder således at være positiv igen.

En dekomponering af ROE viser, at den positive udvikling går igen i nøgletallet ROIC. ROIC går fra -32,09 % til 37,43 % i 2014. Den negative indtjening, som Vestas har haft fra driften, vendes til at udgøre et positivt afkast allerede fra regnskabsåret 2013. Af nøgletallene fremgår det, at Vestas formår både at forbedre overskudsgraden og aktivernes hastighed, de to værdidrivere til ROIC, i løbet af 2013 og 2014.

Forbedringen af ROIC kan altså findes i både en forbedring af overskudsgraden og aktivernes hastighed. Tilbage i 2009 begynder overskudsgraden at være faldende for Vestas og er endda også negativ i årene 2011 og 2012. Som tidligere beskrevet i analysen kæmper Vestas i de år med at tilpasse produktionen på grund af for høje produktionsomkostninger, for høje faste omkostninger og generelt en produktion som ikke har været gearret til udsving i ordrebøgerne¹⁴². På samme tidspunkt møder Vestas pres på deres *cost of Energy*, som følge af flere konkurrenter på markedet¹⁴³. 2013 bliver året hvor Vestas' 2-årige restruktureringsplan bærer bæger frugt¹⁴⁴. Selskabets ordretilgange i 2013 overstiger de salgsforventninger, som Vestas' har offentliggjort blandt andet på grund af høj aktivitet på det amerikanske marked samt forsat vækst i salget i EU¹⁴⁵. Indtjeningen fra driften forbedres på grund af lavere produktionsomkostninger, højere EBITDA-margin samt lavere administrationsomkostninger og distributionsomkostninger.

I 2014 bliver ROIC endnu engang forbedret, og regnskabet for 2014 starter med en udtalelse fra bestyrelsesformanden: "*Vestas is transformed*"¹⁴⁶. Intet mindre.

For andet i træk oplever Vestas vækst i deres salg på det amerikanske europæiske marked. Vestas formår i

¹⁴² Afsnit 6.4.2

¹⁴³ Afsnit 5.2.5

¹⁴⁴ Vestas årsrapport 2013

¹⁴⁵ Vestas årsrapport 2013

¹⁴⁶ Vestas årsrapport 2014

2014 at forbedre EBITDA med hele 52 %, som i 2014 udgør EUR 929 mio.¹⁴⁷. I perioden 2012 til 2014 får Vestas også nedbragt den inverse værdi af koncernens nettodriftsaktiver. Det betyder, at Vestas investerer mindre i deres anlægskapital for at generere en krones salg, og at aktivernes omsætningshastighed tilsvarende forbedres. Den inverse værdi af aktivernes omsætningshastighed går fra 0,39 i 2012 til 0,15 i 2014.

Som det fremgår af udviklingen i ROIC ,og som Vestas' bestyrelsesformand påpeger, så viser nøgletallene, at restruktureringen, som i 2011 blev indført under Ditlev Engel, har forbedret indtjeningen fra driften væsentligt. Overskudsgraden fra koncernens kerneaktivitet udgør i 2014 6,17 % og er sammen med aktivernes omsætningshastig med til, at ROIC udgør 37,43 % i 2014. Vestas formår dermed at vise profitabelprofitable vækst for første gang i flere år.

I løbet af 2013 og 2014 formår Vestas også at forbedre F-GEAR, som faktisk i 2014 bliver positiv, da koncernens likvider overstiger den rentebærende gæld. Da spread i 2014 udgør 29,53 % og derved er positiv, er den positive F-GEAR faktisk med til at holde ROE nede, som følge af at koncernen ikke er gearet med ekstern gæld. På trods af en ROIC på 37,43 % og en spread på 29,53 % udgør ROE altså kun 26,87 % i 2014 jf. bilag 8.4. Vestas har også til mål at nedbringe gælden, såfremt der er likviditet til det¹⁴⁸.

10.2 Budgettering for 2015

Som det fremgår af forrige afsnit, har Vestas været igennem en væsentlig forandring i indtjeningen på deres kerneaktivitet. Ved udarbejdelsen af den budgettering, der ligger til grund for værdiansættelse af Vestas pr. 6. februar 2013, er der forsøgt at indarbejde forventninger til, hvorledes denne omstrukturering ville påvirke indtjeningen fra driften. Det er derfor interessant at udarbejde en ny værdiansættelse pr. 11. februar 2015, hvor effekten af omstruktureringen for regnskabsårene 2013 og 2014 er kendt. Herved er det muligt at vurdere, hvilket betydning det har for værdiansættelsen af Vestas samt vurdere forholdet til aktiekursen pr. 11. februar 2015.

Omsætningen er baseret på årlige vækstrater budgetteret af Global Wind Energy Council¹⁴⁹, da det må være det bedste bud på den fremtidige vækst i vindmølleindustrien.

Der er anvendt de samme vækstrater for væksten i salget af vindmøller som i salget af service, da der ikke er kendskab til andet på budgetteringstidspunktet. For regnskabsåret 2015 er dog anvendt Vestas' egne

¹⁴⁷ Vestas årsrapport 2014

¹⁴⁸ Vestas årsrapport 2013 og 2014

¹⁴⁹ <http://www.gwec.net/global-figures/market-forecast-2012-2016/>

forventninger til omsætningen for både salg af vindmøller og service¹⁵⁰. I terminalperioden er beholdt en vækst på 2 % jf. afsnit 7.2.1.

Overskudsgraden forventes i 2015 at udgøre omkring 7 %¹⁵¹, hvorfor det er medtaget i budgetteringen. Da Vestas stadigvæk har fokus på yderligere forbedring af overskudsgraden som en del af deres fremtidige mål, forventes det, at Vestas senest i 2017 opnår samme overskudsgrad som koncernen havde i 2008. Samme vurdering er lagt til grund for budgetteringen af overskudsgraden ved værdiansættelsen pr. 6. februar 2013 jf. afsnit 97.2.2.

Da der ikke er kendskab til andet, er den effektive skatteprocent budgetteret til 31 %, svarende til den gennemsnitlige effektive skatteprocent i analysen perioden fra 2010 til 2014.

Det er svært at budgettere andet driftsoverskud, da posten ikke nødvendigvis har nogen sammenhæng til udviklingen i omsætningen eller i overskudsgraden fra kerneaktiviteter. Overskudsgraden fra andet driftsoverskud har i perioden 2010 til 2014 ligger mellem -0,8 % og 0,1 %. Da der ikke er kendskab til andet, er overskudsgraden fra andet driftsoverskud budgetteret til at være -0,14 %, hvilket er på niveau med 2013 og 2014.

Det samme gør sig gældende for usædvanlige poster. Overskudsgraden fra usædvanlige poster er derfor budgetteret til -0,5 %.

Som det fremgår af foregående afsnit, har Vestas formået at nedbringe deres pengebindinger i anlægs- og arbejdskapitalen. Da Vestas har fokus på arbejdskapitalen, forventes den i budgetperioden at være på niveau med 2014. Det forventes, at Vestas løbende er nødt til at foretage investeringer i deres anlægskapital med henblik på løbende at udvikle deres produkter. Vestas forventer investeringer for EUR 300 mio. i 2015¹⁵². Da der ikke er kendskab til andet, er niveauet for fremtidige investeringer fastsat til omkring EUR 400 mio.

Budgetteringen af F-GEAR er foretaget på baggrund af finansieringen for 2014. Vestas har i 2014 et obligationslån, som skal indfries i marts 2015 på EUR 600 mio.. I marts 2015 udgiver Vestas en børsmeddelelse om, at koncernen har optaget et nyt obligationslån på EUR 500 mio.¹⁵³. Det nye

¹⁵⁰ Vestas årsrapport 2014

¹⁵¹ Vestas årsrapport 2014 – s. 46

¹⁵² Vestas årsrapport 2014 – s. 46

¹⁵³ <http://www.vestas.com/en/investor/~media/4a20c12871e243f7ae76a02226a98edc.ashx>

obligationslån skal indfries i 2022. I denne værdiansættelse er 2022 fastsat til terminalåret, hvorfor der er budgetteret med, at Vestas indfrier obligationslånet allerede i 2021.

Da Vestas samtidig har et mål om at holde rentebærende gæld nede, antages det, at F-GEAR for budgetperioden er på niveau med 2013, hvor koncernen havde en F-GEAR på 0,31 og derved nettofinansielle forpligtelser.

Lånerenten er i budgetperioden fastsat til 6,1 %. Renten er fastlagt ud fra den risikofrie rente på en 10-årig statsobligation i februar 2015 samt et risikotillæg på 6 %. Risikotillægget er fastlagt i forbindelse med beregningen af WACC'en pr. 11. februar 2015. Der henvises derfor til bilag 10.3.1 hvor WACC'en pr. 11. februar 2015 er beregnet.

Ud fra ovenstående er opstillet nye proforma regnskaber for Vestas for perioden 2015 til 2022 jf. bilag 10.2.

10.3 Værdiansættelse pr. 11. februar 2015

På baggrund af de opstillede proforma regnskaber er det nu muligt at værdiansætte Vestas pr. 11. februar 2015 ved brug af DCF-modellen. WACC'en, som anvendes til at tilbagediskontere det frie cash flow, er genberegnet i bilag 10.3.1 hvortil der henvises for yderligere detaljer. Som det fremgår af bilag 12.10.3.1 er WACC'en genberegnet til 6,45 %.

Ved anvendelse af WACC på 6,45 % fås en værdi af egenkapitalen på EUR 8.820 mia., svarende til en værdi pr. aktie på EUR 43. Denne værdi er omregnet til DKK 293 pr. aktie ved brug af kursen den 11. februar 2015¹⁵⁴.

Aktien for Vestas er den 11. februar 2015 handlet til DKK 262,10 pr. aktie.

Ud fra værdiansættelsen pr. 11. februar 2015 vurderes aktien stadigvæk at være undervurderet. Forskellen udgør dog kun DKK 30,9, hvilket er en væsentlig mindre forskel, end der blev beregnet i afsnit 8.3, hvor aktien blev undervurderet med DKK 211,2. Aktiekursen for Vestas er altså i perioden fra 6. februar 2013 til 11. februar 2015 steget meget og ligger nu væsentlige tættere på den udarbejdede værdiansættelse.

Aktiekursen for Vestas bliver stadigvæk handlet under den beregnede pris pr. aktie jf. værdiansættelsen. Det skal dog bemærkes, at værdiansættelsen pr. 11. februar 2015 indeholder en del skøn, både i budgetteringen samt ved fastlæggelser af WACC'en. Følsomhedsanalyse på værdiansættelsen pr. 11. februar 2015 jf. bilag 12.3 viser faktisk i yderpunkter en værdi pr. aktie under den pris, som aktien er

¹⁵⁴ <http://www.danskebank.dk/da-dk/Privat/Valuta/Documents/valutaoversigt2015/Valutaoversigt%20-%20februar%202015.pdf>

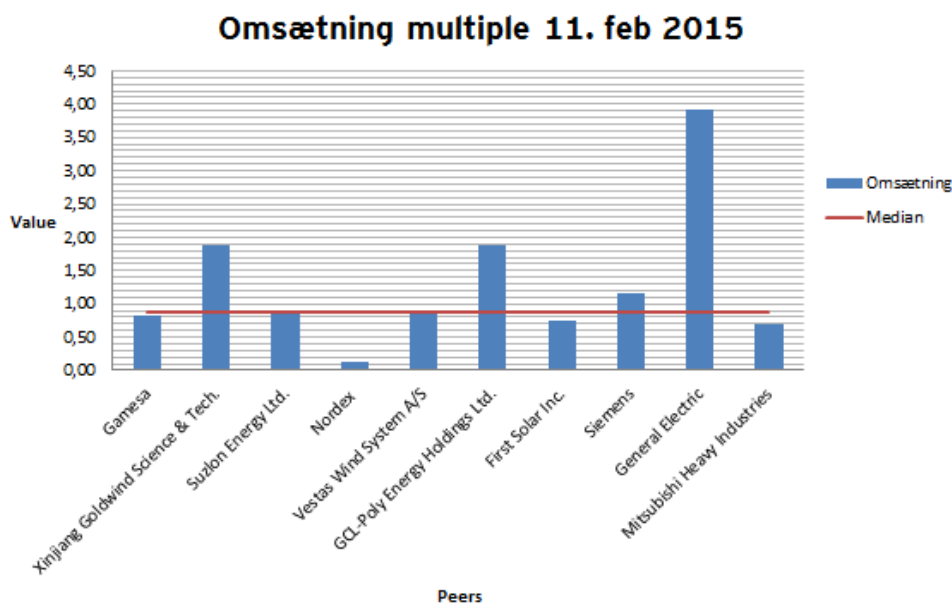
handlet til. Det er dog primært kun med en WACC på 7,58 %, som opnås ved at sætte den risikofrie til 1 % og betaværdien til 1,25. Betaværdi på 1,25 er ikke utænkeligt, og faktisk har proinvestor.com fastsat deres betaværdi af Vestas til 1,34¹⁵⁵. Samtidig har reuters.com dog en betaværdi på 1,10¹⁵⁶. Ligesom i forbindelse med værdiansættelse pr. 6. februar 2013 er det ikke muligt at finde et entydigt billede af betaværdien.

Ud fra beregningerne i bilag 10.3 vurderes aktien stadigvæk at være undervurderet, dog med et meget mindre rum mellem den beregnede aktiekurs og den handlede aktiekurs pr. 11. februar 2015.

For at få en bedre forståelse af aktiekursen omkring den 11. februar 2015, er der i følgende afsnit udarbejdet en analyse af, hvordan aktiemarkedet har prisfastsat aktiekursen, samt hvordan aktien for Vestas er handlet i forhold til deres konkurrenter og branchen generelt. Analysen bliver suppleret med en gennemgang af udviklingen i Vestas' og konkurrenternes underliggende finansielle resultater i perioden.

10.4 Analyse af peers ved brug af prismultiple

10.4.1 Analyse ved prismultiple på omsætningen



Figur 10.4.1

Ovenstående figur viser således prismultiple beregnet på omsætningen for Vestas og de udvalgte peer selskaber. Medianen for selskaberne er desuden vist på grafen.

¹⁵⁵ <http://www.proinvestor.com/aktier/Vestas+Wind+Systems/VWS.CO>

¹⁵⁶ <http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=VWS.CO>

Af ovenstående figur fremgår det, at prismultiple for Vestas faktisk ligger på niveau med median for selskaberne. Det betyder, at baseret på omsætningen i forhold til aktiekursen pr. 11. februar 2015 er aktien for Vestas prisfastsat på niveau med de andre selskaber. Sammenlignet med de øvrige selskaber, der ligesom Vestas kun producerer vindmøller, ligger Vestas nogenlunde i midten. Som det fremgår, handles aktien for Xinjiang Goldwind og Suzlon Energy til henholdsvis 1,87 og 0,89, mens Vestas handles til 0,86. På samme niveau som Vestas ligger Gamesa, der handles til 0,82.

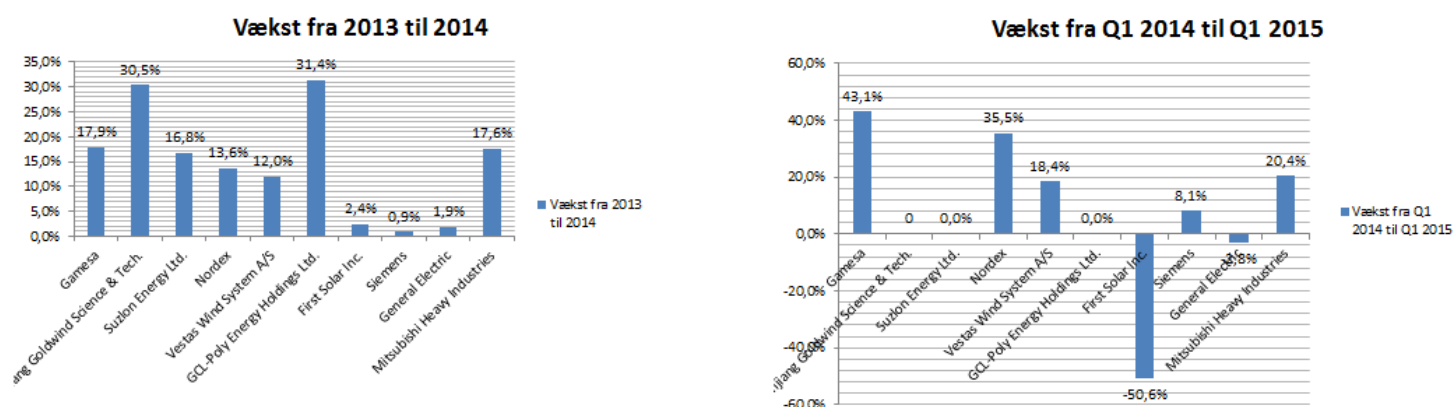
De to solcelle producerende selskaber GCL-Poly og First Solar Inc., som er medtaget i analysen, handles til henholdsvis 1,88 og 0,75, hvilket også er på niveau med de vindmølleproducerende selskaber.

To af tre af de store multinationale koncernselskaber, Siemens og Mitsubishi Heavy Industries handles ligeledes på samme niveau, mens GE handles til 3,92. Prismultiple for GE er ikke undersøgt nærmere i denne opgave, da aktien for GE vil være baseret på en vurdering af deres samlede performance på tværs af de branchen, som koncernen opererer indenfor.

Den tilsvarende analyse af aktiekursen i 2013 baseret på prismultiple på omsætningen jf. afsnit 9.1.1 viste helt tydeligt, at Vestas pr. 6. februar 2013 var værdiansat under peer selskaberne. Vestas lå 59 % lavere end medianen i modellen jf. figur 9.1.1. Prisfastsættelsen kunne delvist forklares af et meget dårligt første kvartal for Vestas i 2013, som var faldet med 26,4 % sammenlignet med første kvartal 2012.

Det er derfor interessant at kigge nærmere på den faktiske udvikling i omsætningen for Vestas for regnskabsåret 2013 og 2014 samt første kvartal 2014 sammenlignet med første kvartal 2015.

10.4.1.1 Udvikling i omsætningen for regnskabsåret 2013 til 2014



Figur 10.4.1.1¹⁵⁷

¹⁵⁷ Egen tilvirkning

Ovenstående figurer viser således den underliggende udvikling i de finansielle tal. Den første figur indeholder væksten i procent fra regnskabsåret 2013 til 2014, mens den anden figur viser væksten fra Q1 2014 til Q1 2015. På tidspunktet for opgavens udarbejdelse var Q1 2015-tal for GCL-Poly og Suzlon Energy ikke offentliggjort. De står derfor med en vækst fra Q1 2014 til Q1 2015 på nul. Tilsvarende står Goldwind også til nul, da det ikke var muligt at finde deres kvartal regnskaber. De bagvedliggende tal for ovenstående figurer fremgår af bilagene i en tabel.

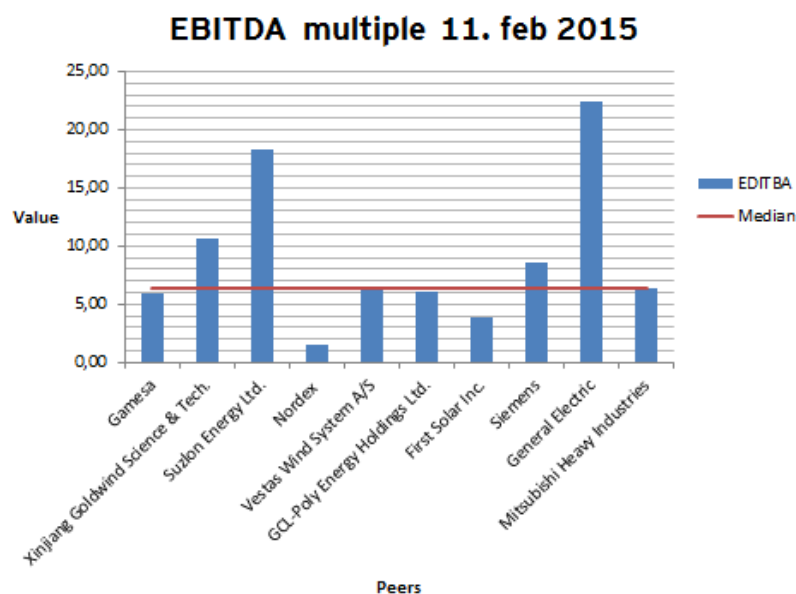
Den første figur viser, at Vestas har vækstet med 12 % fra 2013 til 2014, hvilket faktisk ligger under hvad de øvrige vindmølleproducerende selskaber har haft af vækst i samme periode. De ligger alle sammen med en vækst mellem 13,6 % til 30,5 %. Aktien for Goldwind handledes pr. 11. februar 2015 til en højere multiple baseret på omsætningen i forhold til de øvrige selskaber. Det hænger fint sammen med, at selskaber i perioden forinden har vist en meget høj vækst.

Vestas viser en positiv vækst fra 2013 til 2014 og en positiv vækst fra Q1 2014 til Q1 2015 på 18,4 %. Ved den tilsvarende analyse for Q1 2012 til Q1 2013 jf. afsnit 9.1.1.1 havde Vestas en negativ udvikling på 26,4 %, og det var fjerde kvartal i træk med negativ vækst for Vestas. Den negative vækst kunne aflæses i prismultiple baseret på omsætningen, hvor det fremgik at Vestas blev handlet til en multipelmultiple under de øvrige selskaber. Ovenstående udvikling viser dog en positiv udvikling, hvilken hænger sammen med, at Vestas nu handler på niveau med de øvrige selskaber jf. forrige afsnit.

Vækst i omsætningen er en ting, men en anden afgørende faktor for analytikerne er, at væksten kommer med en positiv afkast fra driften¹⁵⁸. Næste afsnit indeholder derfor en analyse af EBITDA.

¹⁵⁸ Valuation - measuring and managing the value of companies – s. 72

10.4.2 Analyse ved prismultiple på EBITDA



Figur 10.4.2¹⁵⁹

Ovenstående figur viser prismultiple beregnet på EBITDA og viser derved, hvordan aktien er handlet eller værdiansat baseret på de enkelte peer selskabers EBITDA.

Som det fremgår, bliver aktien for Vestas handlet på niveau med medianen i ovenstående figur, ligesom det var tilfældet for prismultiple baseret på omsætningen. Det skal dog bemærkes, at også her bliver medianen holdt godt oppe af GE, som handles til 22,38, hvilken hænger fint sammen med foregående analyse, hvor aktien for GE også var prisfastsat væsentlig over de øvrige selskaber.

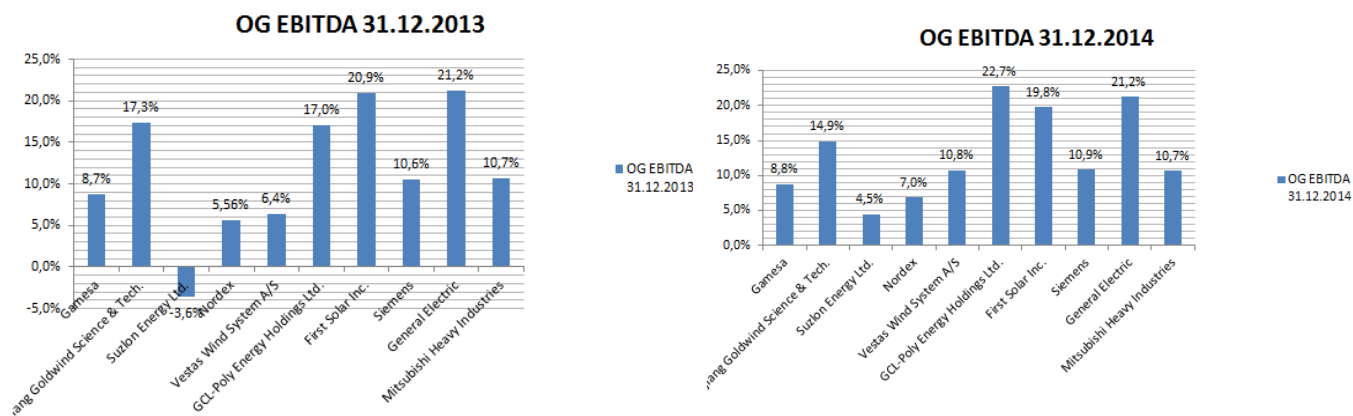
De øvrige vindmølleproducerende selskaber i analysen bliver handlet nogenlunde på niveau med Vestas. Xinjiang Goldwind og Suzlon Energy Ltd. bliver handlet til henholdsvis 10,62 og 18,36 mod en prismultiple for Vestas på 6,33. Aktiekursen for Gamesa og Nordex er værdiansat under de øvrige selskaber til henholdsvis 5,93 og 1,51. Aktiekursen for Vestas er derved prisfastsat i mellem de øvrige peer selskaber, som også kun producerer vindmøller. Det samme var gældende for prismultiple beregnet på omsætningen jf. afsnit 10.4.1, hvor det også fremgik, at Vestas var værdiansat i midten af de øvrige og på niveau med medianen.

Ved beregningen af EBITDA prismultiple baseret på aktiekursen i 2013 var Vestas prisfastsat væsentligt under de øvrige selskaber jf. afsnit 9.1.2. Det kunne fastslås, at på grund af høje produktionsomkostninger,

¹⁵⁹ Egen tilvirkning jf. bilag 10.4.2

høje faste omkostninger samt manglende tilpasning af produktionen i forhold til omsætningen havde Vestas pr. 31. december 2012 en væsentlig dårligere overskudsgrad målt på EBITDA end peer selskaberne. Det er derfor interessant at kigge på den efterfølgende udvikling i overskudsgraden for EBITDA.

10.4.2.1 Udviklingen i overskudsgraden



Figur 10.4.2.1

For bedre at forstå udviklingen og sammenhængen i prismultiple beregnet på EBITDA, er det nødvendigt at kende til udviklingen i de finansielle underliggende tal for selskaberne. Ovenstående figur viser derfor udviklingen i overskudsgraden for EBITDA fra 31.12.2013 til 31.12.2014 for de udvalgte peer selskaber. Sammenligningsåret er medtaget for bedre at forstå udviklingen i selskabet.

Som det fremgår, er overskudsgraden for Vestas pr. 31. december 2013 forbedret væsentligt sammenholdt med overskudsgraden pr. 31. december 2012, som var 3,5 % jf. afsnit 9.1.2.1. Yderligere formår Vestas at holde den positive udvikling til 31. december 2014, hvor overskudsgraden bliver 10,8 %. Det kan altså fastslås, at Vestas har haft en positiv udvikling i deres overskudsgrad i den efterfølgende periode, som fra 31. december 2012 til 31. december 2014 er steget 7,3 procentpoint. Denne positive udvikling hænger sammen med rentabilitetsanalysen for regnskabsårene 2013 og 2014 jf. afsnit 10.1, hvor det fremgår, at omstruktureringen har forbedret Vestas' produktionsomkostninger¹⁶⁰ og gjort koncernen mere omstillingsklar til udsving i ordrebøgerne.

Denne positive udvikling er således med til at forklare, hvorfor prismultiple baseret på EBITDA er forbedret fra analysen af aktiekursen i 2013 til analysen af aktiekursen i 2015 jf. foregående afsnit. Her fremgår det at aktiekursen for Vestas er værdiansat på niveau med de øvrige vindmølleproducerende selskaber. Den

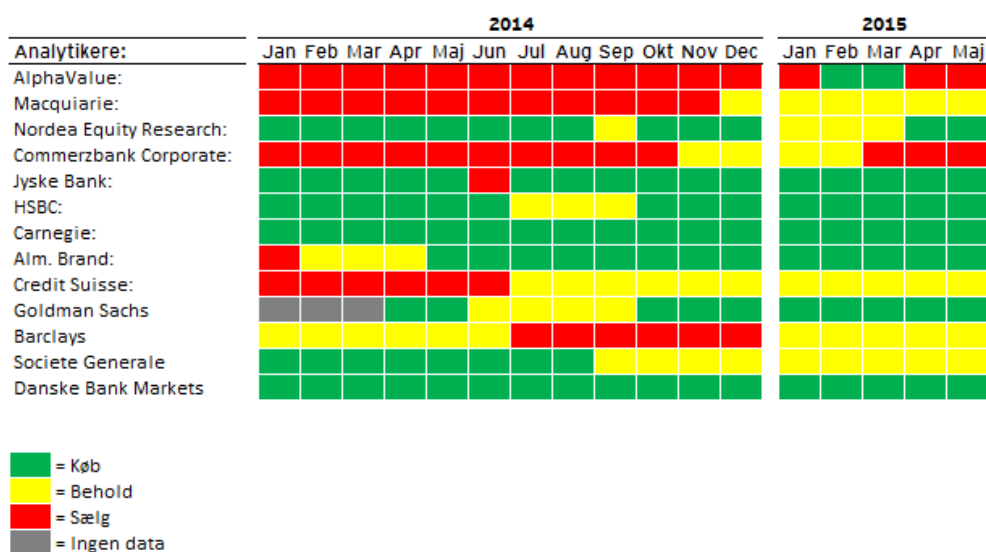
¹⁶⁰ Afsnit 10.1

tilsvarende analyse baseret på aktiekursen for 2013 viste, at aktiekursen for Vestas var værdiansat hele 52 % under medianen jf. figur 9.1.2.1 Jf. ovenstående figur er overskudsgraden for Vestas nået op på niveau med de øvrige selskaber og ligger faktisk over overskudsgraden for Gamesa, Suzlon og Nordex pr. 31. december 2014. Overskudsgraden for de tre selskaber har dog også udviklet sig positivt fra 2013 til 2014, og deres aktie er således ikke værdiansat langt fra Vestas jf. figur 10.4.2 i forrige afsnit.

Vestas er inde i en positiv udvikling, som analytikerne har medtaget i denne prisfastsættelse af aktiekursen den 6. februar 2015.

10.5 Anbefalinger fra analytikere

Vestas og aktiekursen for Vestas har været inde i en positiv udvikling siden værdiansættelsen pr. 6. februar 2013. Ovenstående analyse viser, at aktien bliver prisfastsat på niveau med de øvrige peer selskaber og branchen generelt i modsætning til aktien omkring februar 2013. Dette afsnit analyserer, om anbefalinger fra analytikerne også følger den positive udvikling, som kursen har haft.



Figur 10.5¹⁶¹

Helt overordnet er det tydeligt at se på ovenstående figur, at anbefalingerne fra analytikerne er blevet mere grønne – der er flere købsanbefalinger af Vestas aktien i 2014 og 2015, end der var i 2012 og 2013. Den positive udvikling startede dog allerede i andet halvår af 2013 jf. afsnit 9.3. Som det fremgår af ovenstående figur, fortsætter de positive anbefalinger igennem 2014, og faktisk kun to analytikere har en decideret anbefaling om at sælge Vestas aktien i 2015. Sammenlignet med 2012 hvor kun to analytikere i løbet af 2012 havde en købsanbefaling af aktien. Der er seks analytikere, som stort set i hele 2014 og 2015

¹⁶¹ Egen tilvirkning på baggrund af analytiker anbefalinger jf. bilag 11

holder fast i en købsanbefaling af aktien. Flere analytikere fremhæver Vestas' vækst i salget i første kvartal 2015 og fremhæver, at Vestas har en rigtig god markedsposition på både det kinesiske og amerikanske marked^{162 163}. Jyske Bank vurderer desuden, at Vestas kommer til at overgå deres egne forventning til salget i regnskabsåret 2015¹⁶⁴ og opjusterer på den baggrund deres target price.

Det kan konkluderes, at analytikerne har opjusteret deres forventning til Vestas og ledelsens evne til at generere positivt afkast fra driften. Denne opjustering er sket i takt med selskabets positive udvikling i løbet af 2013 og 2014.

10.6 Delkonklusion på analyse af aktiekursen i 2015

Baseret på en værdiansættelse af Vestas pr. 11. februar 2015 er aktien for Vestas stadigvæk undervurderet i forhold til aktiekursen samme dag. Værdiansættelsen viste en værdi pr. aktie på DKK 293, mens aktien er handlet til DKK 262,10. Det vurderes altså, at aktien pr. 11. februar 2015 er undervurderet med DKK 30,2. Til sammenligning blev aktiekursen pr. 6. februar 2013 undervurderet med DKK 211,2. Aktiekursen pr. 11. februar 2015 er altså væsentlig mindre undervurderet ifølge opgavens værdiansættelser. Ved gennemgang af den efterfølgende udvikling i Vestas kan den positive udvikling i aktiekursen forklares af en vækst i omsætningen samt en forbedring af overskudsgraden EBITDA og derved en bedre indtjening fra driften. For første gang i flere år genererer væksten i omsætningen et positivt afkast fra driften. Denne positive udvikling i de finansielle forhold, er altså afspejlet i den positive udvikling i aktiekursen, som går fra at blive handlet til DKK 36,70 den 6. februar 2013 til DKK 262,10 den 11. februar 2015. Denne positive udvikling i aktiekursen fremgår tydeligt af analytikernes anbefaling af Vestas' aktie, hvor kun to analytikere i 2015 anbefaler at sælge aktien.

¹⁶² Jyske Bank – Jyske Markets – d. 5. januar 2015

¹⁶³ HSBC – 9. februar 2015

¹⁶⁴ Jyske Bank – Jyske Markets – d. 8. april 2015

11 Handle med aktier

Formålet med opgaven har blandt andet været at analysere analyse aktiekursen for Vestas omkring den 6. februar 2013 og den 11. februar 2015. Aktiekursen omkring de to dage er analyseret ved værdiansættelse af Vestas på de to datoer samt ved en dybdegående analyse af aktiemarkedets prisfastsættelse af kursen for Vestas sammenlignet med konkurrenter og sammenlignet med den underliggende udvikling i forretningen. For bedre at forstå analyserne, vurderes det nødvendigt også at forstå, hvordan analytikere og privatpersoner generelt handler med aktier herunder, hvilke argumenter eller grundtanker der ligger bag vores adfærd på aktiemarkedet.

Vores adfærd på aktiemarkedet kan overordnet deles op og vurderes i tre kategorier; institutionelle virksomheder, menneskelig natur og usikkerhed¹⁶⁹.

Adskillelse af ejerskabet af aktierne i et selskab og den daglige ledelse i det selskab, som er tilfældet ved investeringsinstitutioner, har medvirket til at værdiansættelsen eller prisfastsættelsen af aktier oftest bliver foretaget af personer eller institutioner, som ikke har den nødvendige eller nøjagtige indsigt i den daglige drift af virksomheden. Det betyder, at værdiansættelsen foretages af personer, som faktisk ikke besidder den nødvendige viden til at kunne foretage en kvalificeret værdiansættelse af, hvad aktierne i det pågældende selskab bør værdiansættes til. Mange investeringsinstitutioner dyrker desuden en kultur, som belønner og forventer kortsigtede afkast på deres investeringer. Det er med til at påvirke den langsigtede værdiansættelse af en aktie men til gengæld fremhæve afkast ved den kortsigtede investering og dermed med til at skabe højere volatilitet på en aktie. Denne tendens bliver intensiveret af, at mange investeringsinstitutioner måler deres afkast mod hinanden på kort sigt¹⁷⁰. Aktier er også blevet en meget likvid investering eller en nem og hurtig placering af overskydende likviditet for institutioner og for så vidt også for privatinvestorer. Køb og salg af aktier kan ske fra dag til dag og i princippet flere gange dagligt. Det er derved muligt at genoverveje sine investeringer og revurdere prisen på investeringen flere gange dagligt, uden at det nødvendigvis medfører de store konsekvenser eller omkostninger for den enkelte investor¹⁷¹.

Udover ovenstående er det den menneskelige natur at opsøge de hurtige gevinster ved investeringer. Vores indre gambler, der lever af hurtige "penge" eller hurtige afkast på investeringer, er med os, når vi foretager investeringer på aktiemarkedet. Der er teorier, som fremsætter, at den indre gambler er med til

¹⁶⁹ Economists and the Stock market – s. 87

¹⁷⁰ Stock market volatility – s. 6

¹⁷¹ Economists and the Stock market – s. 88

at påvirke volatiliteten af aktiemarkedet, i det omfang volatiliteten på aktiemarkedet ikke er skabt af rene spekulationer¹⁷².

Sidst er der problemet ved uvished eller manglende kendskab til fremtiden, der er med til at påvirke værdiansættelsen af en aktie og dermed skabe udsving i kursen. Uvished er muligvis skyld i de største udsving eller skyld i volatilitet på aktiemarkedet. Grundet uvished bliver kortsigtede køb eller salg mere et spørgsmål om, hvad den gennemsnitlige holdning er, til hvad den enkelte vurderer, at den gennemsnitlige holdning til aktiekursen er. Vurderinger af køb og salg bliver derved vægtet i højere grad af forhold, som investor har lidt eller meget kendskab til, frem for forhold som investor ingen kendskab har til, også selv om selv disse forhold har betydning for den langsigtede investering. Derfor bliver beslutningen om køb og salg eller en prisfastsættelse typisk vægtet ud fra begivenheder eller forhold, som er kortsigtede, da det simpelthen ikke er muligt at vægte begivenheder, som analytiker ikke har kendskab til på tidspunktet for værdiansættelsen¹⁷³. Det er et helt basalt forhold, som på den ene eller anden måde har indflydelse på prisfastsættelsen af aktiemarkedet.

På baggrund af ovenstående analyse om aktiemarkedet, kan det konkluderes, at det ikke er muligt at identificere alle de faktorer, som har indflydelse på aktiemarkedet. I langt de fleste tilfælde vil det være en kombination af ovenstående forhold, som driver volatiliteten i aktiemarkedet, og hvis effekt på kursen vil være svær at isolere fra den anden¹⁷⁴.

¹⁷² Economists and the Stock Market – s. 89

¹⁷³ Economists and the Stock Market – s. 90

¹⁷⁴ Stock market volatility – S. 22

12 Konklusion

Formålet med denne opgave har været at estimere værdien af Vestas i februar 2013 sammenlignet med værdien i februar 2015. Dette med henblik på at forsøge at påvise i hvilken grad en udskiftning i topledelsen udløser signifikant øget volatilitet i aktiekursen for Vestas. Problemformuleringen er forsøgt svaret ved en dybdegående analyse af, hvordan aktiekursen har været værdiansat af aktiemarkedet i februar 2012 og efterfølgende i februar 2015. Analysen af aktiekursen på de to tidspunkter er bygget op omkring en værdiansættelse af Vestas pr. 6. februar 2013 og 11. februar 2015. Værdiansættelsen er sammenholdt med aktiemarkedets prisfastsættelse af kursen. Denne forskel er så forsøgt belyst igennem multipler på omsætningen og EBITDA for Vestas og konkurrenter med henblik på at identificere markedets værdiansættelse samt de underliggende faktorer, som udgør forskellen. Analysen er yderligere suppleret af anbefalinger og kommentarer fra analytikere.

Værdiansættelsen pr. 6. februar 2013 viser, at aktiekursen for Vestas er undervurderet med DKK 211,2, da aktien er handlet til DKK 36,70 mod den beregnede værdi pr. aktie på DKK 247,9. En nærmere analyse af aktiekursen ved brug af prismultipler baseret op omsætningen og EBITDA viser, at aktien for Vestas har været handlet lavere end aktiekursen for konkurrenter og branchen generelt. Baseret på multiple på omsætningen er aktien for Vestas handlet til 0,33, mens de øvrige vindmølleproducerende konkurrenter har handlet til mellem 0,63 og 2,05. Bortset fra Nordex som har handlet under Vestas. Tilsvarende viser multiple på EBITDA, at Vestas har handlet under konkurrenterne, da Vestas har været handlet til 4,48 og konkurrenterne mellem 7,95 og 21,24. Det kan altså konkluderes, at aktiemarkedet har prisfastsat aktiekursen for Vestas lavere end konkurrenterne pr. 6. februar 2013.

Ved en gennemgang af den finansielle udvikling i Vestas i forhold til konkurrenterne fremgår det, at Vestas har et skuffende første kvartal i 2013, som falder 26,4 % i forhold til første kvartal 2012. Det er fjerde kvartal i træk med en negativ udvikling i omsætningen. Første kvartal 2013 skuffer desuden analytikerne i forhold til forventningerne. Herudover fremgår det af afsnit 8.4, at Vestas for regnskabsåret 2012 har en ROIC på -32,09 % og en ROE på -47,32 %. Vestas har i 2012 alt for høje produktionsomkostninger, faste omkostninger samt omkostninger til restrukturering og nedskrivninger. Det kan konkluderes, at analytikerne har prisfastsat aktiekursen for Vestas under konkurrenterne, som følge af ovenstående forhold. Grundet den dårlige udvikling i og manglende tilpasning af produktionen, har analytikerne mistet tiltroen til ledelsens evne til at generere afkast fra driften. Denne manglende tiltro til ledelsen kommer således til udtryk ved, at aktiemarkedet prisfastsætter Vestas til en lavere multiple end konkurrenterne.

På baggrund af værdiansættelsen pr. 11. februar 2015 vurderes aktiekursen stadigvæk at være undervurderet. Aktiekursen er dog ikke undervurderet i samme grad som ved 6. februar 2013. Jf. afsnit

10.3 er aktiekursen pr. 11. februar 2015 kun undervurderet med DKK 30,9 som følge af, at aktien er handlet til DKK 262,10, mens den beregnede værdi viser DKK 293 pr. aktie. Ved anvendelse af en WACC på 7,58 % og en terminalvækst på mellem 1-2 % fås en kurs pr. aktie under DKK 262,10, hvilket betyder, at aktien ikke længere ville være undervurderet. En nærmere analyse af aktiekursen pr. 11. februar 2015 baseret på prismultiple på omsætningen og EBITDA viser, at aktien for Vestas er prisfastsat på niveau med konkurrenterne i modsætning til konklusionen pr. 6. februar 2013. For OG EBITDA pr. 31.12.2014 ligger Vestas bedre end de øvrige vindmølleproducenter bortset fra Xinjiang Goldwind. Denne udvikling hænger sammen med rentabilitetsanalysen pr. 11. februar 2015. Rentabilitetsanalysen af de underliggende finansielle tal viser, at Vestas har formået at forbedre deres indtjening fra driften, som allerede i 2013 bliver positiv, positivt men som i 2014 viser et afkast på den investerede kapital på 37,43 %. Denne udvikling skyldes, at Vestas har formået at tilpasse produktionen til koncernens aktivitet, forbedret produktionsomkostninger og fået nedbragt de faste omkostninger. Tilpasninger skyldes de tiltag til omstrukturering, som koncernen foretog i 2011 og 2012. Som det bliver fremhævet af bestyrelsesformanden, er Vestas et transformeret selskab ved udgangen af 2014¹⁷⁵. Den positive udvikling i indtjeningen fra driften, som analytikerne efterspurgte i 2012 og første halvår af 2013, gør, at aktiekursen nu handles på niveau med konkurrenter jf. prismultipler. Aktiemarkedet belønner herved den omstrukturering og resultatet af omstruktureringen ved at hæve deres prismultiple, så Vestas igen handler på niveau med deres konkurrenter. Reguleringen af prismultiplerne er et udtryk for, at aktiemarkedet igen har tiltro til indtjeningen i Vestas, og at forventningerne på aktiemarkedet er, at Vestas og dets ledelse i den nære fremtid vil fortsætte med at genere positive afkast fra driften.

Som det fremgår af afsnit 11 handler analytikere ud fra kortsigtede forventninger til udviklingen i markedet. Omkring den 6. februar 2013 har de kortsigtede forventninger til Vestas ikke været særlig positive. Koncernen realiserede et stort negativt afkast fra driften i et år hvor den finansielle gearing var på sit højeste i fem år. Samtidig havde koncernen det dårligste første kvartal i flere år. De kortsigtede forventninger i analyseperioden omkring den 6. februar 2013 har ikke været positive for Vestas. Aktiemarkedet har reageret på de dårlige forventninger og samtidig også ledelsens manglende evne til at forbedre situation på den korte bane. Denne udvikling er med til at forklare, hvorfor aktiekursen har været så lav den 6. februar 2013. I den efterfølgende periode retter aktiekursen sig ud i takt med, at Vestas i løbet af 2013 og 2014 får tilpasset koncernen, og omstruktureringen får en effekt på de finansielle nøgletal. Denne udvikling er med til, at aktiekursen den 11. februar 2015 er prisfastsat på niveau med de øvrige selskaber i branchen.

¹⁷⁵ Vestas årsrapport 2014

13 Litteraturliste

Titel: Den skinbarlige virkelighed - Vidensproduktion inden for samfundsvidenskaberne
Forfatter: Andersen, Ib
Forlag: Samfundslitteratur
Udgave: 2. udgave, 2002
ISBN: 87-593-0915-6

Titel: Regnskabsanalyse og værdiansættelse
Forfatter: Jens O. Elling, Ole Sørensen
Forlag: Gjellerup
Udgave: 2. udgave, 2005
ISBN: 87-13-04903-8

Titel: Valuation - measuring and managing the value of companies
Forfatter: Tim Koller, Marc Goedhart & David Wessels
Forlag: John Wiley & Sons
Udgave: 4. udgave, 2005
ISBN: 047170217X

Titel: Regnskabsanalyse for beslutningstagere
Forfatter: Christian V. Petersen og Thomas Plenborg
Forlag: Forlaget Thomson A/S
Udgave: 1. udgave, 2008
ISBN: 978-87-619-1242-8

Titel: Stock Market Volatility
Forfatter: Greg N. Gregoriou
Forlag: CRC Press, Taylor & Francis Group
Udgave: 1. udgave, 2009
ISBN: 978-1-4200-9954-6

Titel: Economists and the Stock Market
Forfatter: J. Patrick Raines and Charles G. Leathers
Forlag: Edward Elgar Publishing Limited
Udgave: 1. udgave, 2000
ISBN: 1-85898-564-1

Titel: The Investor's guide to measuring share performance
Forfatter: Dan Macfie
Forlag: Pitman Publishing
Udgave: 1. udgave, 1994
ISBN: 0-273-60628-x

Artikler:

Titel: COP18: Kyoto-aftalen er forlænget til 2020
Udgiver: Børsen
Forfatter: Ritzau
Udgivelse: 9. dec. 2012
URL-adresse: http://borsen.dk/nyheder/politik/artikel/1/247580/cop18_kyoto-aftalen_er_forlaenget_til_2020.html

Titel: Enige om at forlænge Kyoto-aftalen
Udgiver: DR
Forfatter: Kristian Kliim
Udgivelse: 11. dec. 2012
URL-adresse: <http://www.dr.dk/Nyheder/Udland/2011/12/11/045548.htm>

Titel: Enige om at forlænge Kyoto-aftalen
Udgiver: DR
Forfatter: Kristian Kliim
Udgivelse: 11. dec. 2012
URL-adresse: <http://www.dr.dk/Nyheder/Udland/2011/12/11/045548.htm>

Titel: Obama vil have mere vindenergi
Udgiver: Børsen
Forfatter: Aktiefokus
Udgivelse: 13. feb. 2013
URL-adresse: http://borsen.dk/nyheder/politik/artikel/1/251829/obama_vil_have_mere_vindenergi.html/?utm_source=relatedright

Titel: Forlængelse af skatterabat i USA er godt nyt
Udgiver: Vindmølleindustrien
Forfatter: Vindmølleindustrien
Udgivelse: 2. jan. 2013
URL-adresse: http://www.windpower.org/da/aktuelt/aktuelt_i_vindmoelleindustrien/news_q4_2012/forlaengelse_af_skatterabat_i_usa_er_godt_nyt.html

Titel: Interview: Amerikansk marked i medvind
Udgiver: Vindmølleindustrien
Forfatter: Vindmølleindustrien
Udgivelse: 21. feb. 2013
URL-adresse: http://www.windpower.org/da/aktuelt/aktuelt_i_vindmoelleindustrien/news_q1_2013/interview_amerikansk_marked_i_medvind.html

Titel: Kina stiler mod 200 GW vindkraft i 2020
Udgiver: Vindmølleindustrien
Forfatter: Vindmølleindustrien
Udgivelse: 3. okt. 2011
URL-adresse: http://windpower.org/da/aktuelt/aktuelt_i_vindmoelleindustrien/news_q4_2011/kina_stiler_mod_200_gw_vindkraft_i_2020.html

Titel: Danmark og Kina intensiverer samarbejde om vedvarende energi
Udgiver: Energistyrelsen
Forfatter: Energistyrelsen
Udgivelse: 23. feb. 2012
URL-adresse: <http://www.ens.dk/info/nyheder/nyhedsarkiv/danmark-kina-intensiverer-samarbejde-vedvarende-energi>

Titel: Verdens befolkning 1950 - 2050
 Udgiver: Udenrigsministeriet
 Forfatter: Udenrigsministeriet
 Udgivelse: 23. feb. 2012
 URL-adresse: <http://udviklingstal.um.dk/da/tematiske-indgange/befolkning-levevikaar-areal/befolkning/verdens-befolkning-1950-2050/>

Titel: Statoil forudser stor stigning i globalt energibehov
 Udgiver: Shippingwatch.dk
 Forfatter: Thomas Bo Christensen
 Udgivelse: 14. juni 2013
 URL-adresse: <http://shippingwatch.dk/secure/Offshore/article5618146.ece?1384460231698>

Titel: Fortsat stor opbakning til vindmøller i Danmark
 Udgiver: Vindmølleindustrien
 Forfatter: Vindmølleindustrien
 Udgivelse: 28. nov. 2012
 URL-adresse: http://www.windpower.org/da/aktuelt/aktuelt_i_vindmoelleindustrien/news_q4_2012/fortsat_stor_opbakning_til_vindmoeller_i_danmark.html

Titel: Vindmøller er gode naboer
 Udgiver: Vindmølleindustrien
 Forfatter: Vindmølleindustrien
 Udgivelse: 1. marts 2011
 URL-adresse: http://www.windpower.org/da/aktuelt/aktuelt_i_vindmoelleindustrien/news_q1_2011/vindmoeller_er_gode_naboer.html

Titel: Offshore-vind spået kæmpe vækst
 Udgiver: Berlingske Business
 Forfatter: Simon Windfeld Møller
 Udgivelse: 12. april 2013
 URL-adresse: <http://www.business.dk/green/offshore-vind-spaaet-kaempe-vaekst>

Titel: Siemens lancerer ny 4 megawatt offshore vindmølle
 Udgiver: Siemens
 Forfatter: Rasmus Windfeld
 Udgivelse: 5. januar 2013
 URL-adresse: <http://w3.siemens.dk/home/dk/dk/cc/presse/meddelelser/2013/pages/2013-02-05-4mw-offshore.aspx#>

Titel: Energi aftale
 Udgiver: Klima-, Energi- og Bygningsministeriet
 Forfatter: Klima-, Energi- og Bygningsministeriet
 Udgivelse: 27. marts 2012
 URL-adresse: <http://www.kebmin.dk/klima-energi-bygningspolitik/dansk-klima-energi-bygningspolitik/energi aftale>

Titel: EU's 20-20-20 mål
 Udgiver: Energinet.dk
 Forfatter: Energinet.dk
 Udgivelse: -
 URL-adresse: <http://www.climateminds.dk/index.php?id=688>

Titel: Fakta og vejledning om CO2-kvoter
 Udgiver: Energistyrelsen
 Forfatter: Energistyrelsen
 Udgivelse: -
 URL-adresse: <http://www.ens.dk/klima-co2/co2-kvoter/fakta-vejledning-co2-kvoter>

Titel: CO2-kvote
 Udgiver: Wikipedia
 Forfatter: Wikipedia
 Udgivelse: -
 URL-adresse: <http://da.wikipedia.org/wiki/CO2-kvote>

Titel: Vindbranchen sætter pres på underleverandører
 Udgiver: Berlingske Business
 Forfatter: Carsten Steno Hansen
 Udgivelse: 12. August 2009
 URL-adresse: <http://www.business.dk/evb-archive/vindbranchen-saetter-pres-paa-under-leverandoerer>

Titel: Prisen for energikilder
 Udgiver: Climate Minds
 Forfatter: Kasper Ernest
 Udgivelse: -
 URL-adresse: <http://www.climateinds.dk/index.php?id=571>

Titel: Køb solceller inden det er for sent
 Udgiver: Energihjem.dk
 Forfatter: Michael Muller
 Udgivelse: 15. juni 2012
 URL-adresse: <http://www.energihome.dk/kob-solceller-inden-det-er-for-sent-57-000-kr-i-tilskud/>

Titel: Salget af solceller stiger eksplosivt
 Udgiver: Energimagasinet Erantis
 Forfatter: Energimagasinet Erantis
 Udgivelse: 17. februar 2012
 URL-adresse: <http://www.energihome.dk/2012/02/salget-af-solceller-eksploderer/>

Titel: Bølgekraft
 Udgiver: Energinet.dk
 Forfatter: Niels Ejner Jensen
 Udgivelse: 10. november 2012
 URL-adresse: <http://energinet.dk/DA/KLIMA-OG-MILJOE/Energi-og-klima/Forskning-i-vedvarende-energi/Sider/Boelgekraft.aspx>

Titel: Masser af muligheder for bølgekræft i Danmark
 Udgiver: Ingeniøren
 Forfatter: Bjørn Godske
 Udgivelse: 6. marts 2010
 URL-adresse: <http://ing.dk/artikel/ekspert-masser-af-muligheder-bolgekraft-i-danmark-106814>

Titel: Japanerne bygger 5 MW havvindmøller med kæmpevinger
Udgiver: Ingeniøren
Forfatter: Mette Buck Jensen
Udgivelse: 26. feb. 2010
URL-adresse: <http://ing.dk/artikel/japanere-bygger-5-mw-havvindmoller-med-kaempevinger-106800>

Titel: GE confirmed as number on OEM by BTM
Udgiver: Wind Power Monthly
Forfatter: James Quilter
Udgivelse: 26. marts 2013
URL-adresse: <http://www.windpowermonthly.com/article/1176194/ge-confirmed-number-one-oem-btm>

Titel: Vestas rykker rundt for milliarder og opjusterer
Udgiver: Børsen
Forfatter: Jens Nymark
Udgivelse: 22. nov. 2010
URL-adresse: http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/195975/vestas_rykker_rundt_for_milliarder_og_opjusterer.html

Titel: Vi fortjener kritikken
Udgiver: Tv2 - Finans
Forfatter: Ritzau
Udgivelse: 12. jan. 2012
URL-adresse: <http://finans.tv2.dk/nyheder/article.php/id-47389150:ditlev-engel-vi-fortjener-kritikken.html>

Titel: Solar to add more megawatts than wind in 2013, for first time
Udgiver: Bloomberg
Forfatter: Bloomberg
Udgivelse: 26. sep. 2013
URL-adresse: <http://about.bnef.com/press-releases/solar-to-add-more-megawatts-than-wind-in-2013-for-first-time/>

Andre udgivelser:

Titel: Vestas Wind Systems A/S - årsrapport 2008
Udgiver: Vestas Wind Systems A/S
Udgivelse: 11. februar 2009

Titel: Vestas Wind Systems A/S - årsrapport 2009
Udgiver: Vestas Wind Systems A/S
Udgivelse: 10. februar 2010

Titel: Vestas Wind Systems A/S - årsrapport 2010
Udgiver: Vestas Wind Systems A/S
Udgivelse: 9. februar 2011

Titel: Vestas Wind Systems A/S - årsrapport 2011
Udgiver: Vestas Wind Systems A/S
Udgivelse: 8. februar 2012

Titel:	Vestas Wind Systems A/S - årsrapport 2012
Udgiver:	Vestas Wind Systems A/S
Udgivelse:	6. februar 2013
Titel:	Vestas Wind Systems A/S - årsrapport 2013
Udgiver:	Vestas Wind Systems A/S
Udgivelse:	3. februar 2014
Titel:	Vestas Wind Systems A/S - årsrapport 2014
Udgiver:	Vestas Wind Systems A/S
Udgivelse:	11. februar 2015
Titel:	Danskernes mening om vindmøller
Forfatter:	Danmarks Vindmølleforening
Udgiver:	Danmarks Vindmølleforening
Udgave:	Oktober, 2012
Titel:	Global Wind Report 2011
Forfatter:	Global Wind Energy Council
Udgiver:	Global Wind Energy Council
Udgave:	Marts, 2012
Titel:	Unødigt dyr vedvarende energi
Forfatter:	Preben Maegaard
Udgiver:	Eurosolar
Udgave:	-
Titel:	BTM Consult Releases new wind report: World market update 2011
Forfatter:	Per Krogsgaard
Udgiver:	BTM Consult
Udgave:	Marts, 2012
Titel:	Global Wind Power market could triple by 2020
Forfatter:	Global Wind Energy Council
Udgiver:	Global Wind Energy Council
Udgave:	November, 2012
Titel:	Market Risk Premium 2013
Forfatter:	Pablo Fernandez, Javier Aguirreamalloa, Pablo Linares
Udgiver:	Social Science Research Network
Udgave:	June, 2013
Titel:	Market Risk Premium 2014
Forfatter:	Pablo Fernandez, Javier Aguirreamalloa, Pablo Linares
Udgiver:	Social Science Research Network
Udgave:	June, 2014

Titel:	Master agreement secure US deliveries in 2016
Forfatter:	Janne Vincent Kjær
Udgiver:	Jyske Bank
Udgave:	5. januar 2015
Titel:	Record high order intake in Q1 – possibility for a positive guidance revision
Forfatter:	Janne Vincent Kjær
Udgiver:	Jyske Bank
Udgave:	8. april 2015
Titel:	Another loss making quarter
Forfatter:	Janne Vincent Kjær
Udgiver:	Jyske Bank
Udgave:	8. maj 2013
Titel:	Yet another loss-making quarter ahead
Forfatter:	Janne Vincent Kjær
Udgiver:	Jyske Bank
Udgave:	29. marts 2012
Titel:	Low activity level in Q1
Forfatter:	Janne Vincent Kjær
Udgiver:	Jyske Bank
Udgave:	10. april 2013
Titel:	Q1 order intake worrying
Forfatter:	Janne Vincent Kjær
Udgiver:	Jyske Bank
Udgave:	26. marts 2013
Titel:	HSBC – Company report
Forfatter:	Sean McLoughlin, Christian Rath
Udgiver:	HSBC
Udgave:	9. februar 2015
Titel:	Low activity level Q1
Forfatter:	Auerbach Grayson
Udgiver:	Auerbach Grayson
Udgave:	10. april 2013
Titel:	Too early to give all clear
Forfatter:	Sebastian Growe, Ingo-Martin Schachel, Stephan Boehm
Udgiver:	Commerzbank
Udgave:	15. marts 2013

Titel: Disappointment continues; Lower TP to DKK 40
Forfatter: Sean McLoughlin, Christian Rath, Deepak Singhal
Udgiver: HSBS
Udgave: 8. maj 2012

Titel: No respite in sight – we remain underperform
Forfatter: Mark Freshney, Zoltan Fekete, Vincent Gilles, Mark Whitfeld
Udgiver: Credit Suisse
Udgave: 10. maj 2012

Hjemmesider:

Vestas:
www.vestas.com

Siemens:
www.siemens.com

Nordex:
www.nordex-online.com/en

Gamesa:
www.gamesacorp.com

Suzlon Energy:
www.suzlon.com

GCL-Poly Energy Holdings:
http://www.gcl-poly.com.hk/en/about_us.php

First Solar Inc.:
www.firstsolar.com

General Electric:
www.ge.com

Mitsubishi Heavy Industries Ltd.:
<http://www.mhi-global.com/index.html>

Wikipedia:
www.wikipedia.com

Nationalbanken:
www.nationalbanken.dk

Danmarks Statistik:
www.statistikbanken.dk

Københavns Fondsbørs:
www.euroinvestor.dk

Danske Bank:
www.danskebank.dk

Reuters:
www.reuters.com

Proinvestor:
www.proinvestor.com

Euroinvestor:
www.euroinvestor.dk

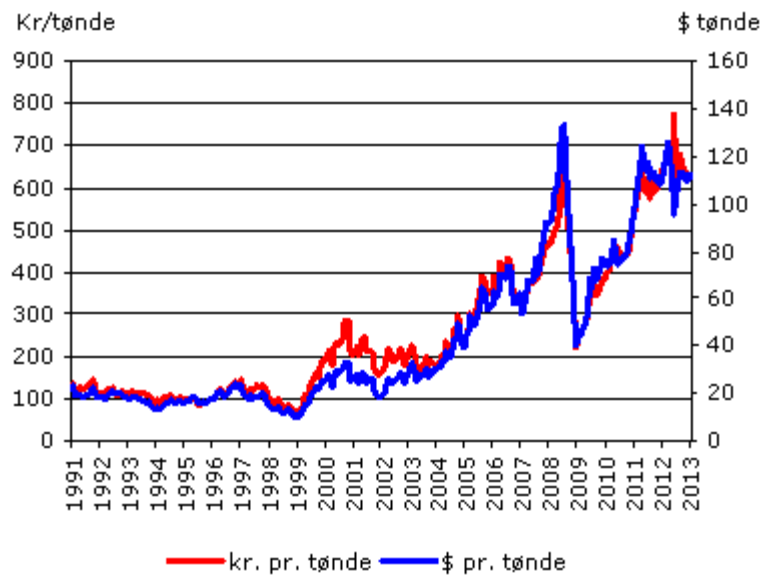
Bloomberg:
www.bloomberg.com

Indhold bilag

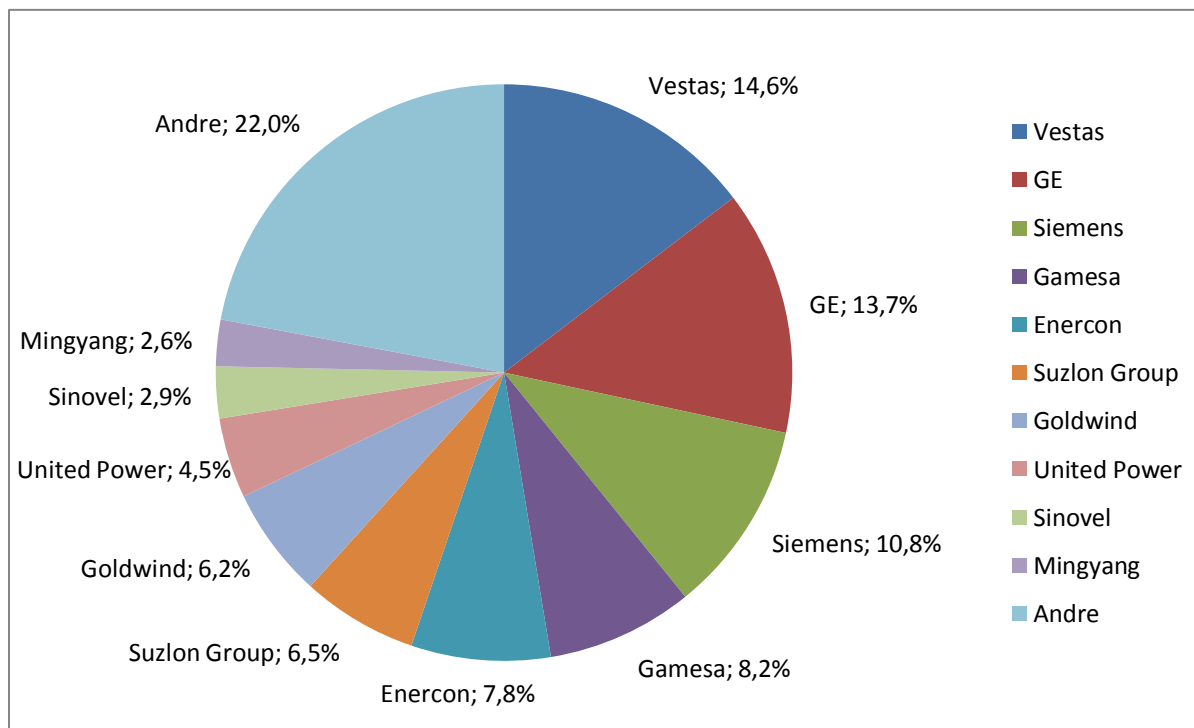
Bilag 5.2.3 Udvikling i prisen på olie	4
Bilag 5.2.5 Konkurrenter	4
Bilag 6.1 Du-Pont model	5
Bilag 6.3.2 Egenkapital og reformuleret egenkapital	6
Bilag 6.3.3 Balance og reformuleret balance	7
Bilag 6.3.4 Resultatopgørelse og reformuleret resultatopgørelse	9
Bilag 6.4.1 Dekomponering af ROE (Niveau 1)	12
Bilag 6.4.2 Dekomponering af ROIC (Niveau 2)	12
Bilag 6.4.3.1 Overskudsgraden (OG)	13
Bilag 6.4.3.2 Inverse værdi af AOH	14
Bilag 6.4.4 Finansielle risiko	15
Bilag 6.4.5 ROIC opdelt efter CORE overskud	15
Bilag 7.2.7 Kapitalstruktur	15
Bilag 7.2.8 Budgettering og Proformaregnskab	16
Bilag 8.1.2.1 Risikofrie rente	18
Bilag 8.1.2.3 Beta-værdi	19
Bilag 8.3 DCF-model	20
Bilag 8.4.1 Følsomheds beregninger – ændring i WACC	21
Bilag 8.4.2 Følsomheds beregninger – Værdi af egenkapitalen	21
Bilag 8.4.3 Følsomheds beregninger – Værdi pr. aktie	21
Bilag 9.1 Peer selskaber	22
Bilag 9.1 Data vedr. multipler	25
Bilag 9.1.1 Omsætning prismultiple	25
Bilag 9.1.1.1 Udviklingen i omsætningen	26
Bilag 9.1.2 EBITDA prismultiple	27
Bilag 9.1.2.2 Vækst i omsætning og ROIC	27
Bilag 9.1.2.1 OG EBITDA	28
Bilag 9.2.1 Oversigt over forventninger	29

Bilag 9.3 Anbefaling fra analytikere 2012 og 2013	30
Bilag 10.1 Reformulering af 2014 og 2015	31
Bilag 10.2 Budgettering for 2015.....	37
Bilag 10.3 Værdiansættelse 11. februar 2015.....	39
Bilag 10.3.1 Beregning af WACC pr. 11. februar 2015	40
Bilag 10.4 Data vedr. multipler 11. feb. 2015.....	43
Bilag 10.4.1 Omsætning multiple 11. feb 2015	43
Bilag 10.4.1.1 Udviklingen i omsætningen 11. feb 2015.....	44
Bilag 10.4.2 EBITDA multiple 11. feb 2015.....	45
Bilag 10.4.2.1 Udvikling i EBITDA 11. feb 2015.....	46
Bilag 10.5 Anbefalinger fra analytikere 2014 og 2015.....	47
Bilag 11 anbefalinger fra analytikere	48

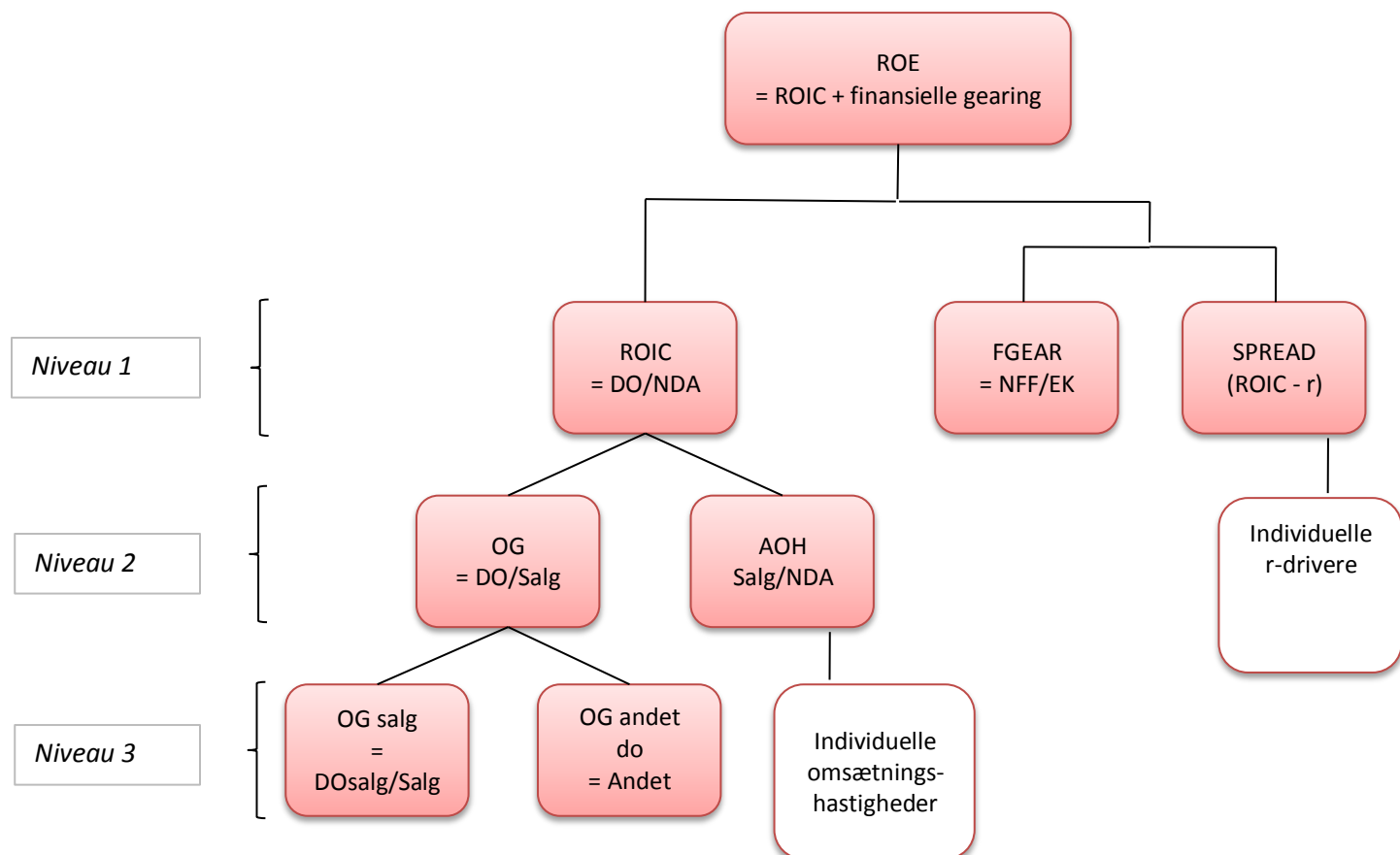
Bilag 5.2.3 Udvikling i prisen på olie



Bilag 5.2.5 Konkurrenter



Bilag 6.1 Du-Pont model



Bilag 6.3.2 Egenkapital og reformuleret egenkapital

Egenkapital						
Mio. EUR	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Egenkapital pr. 1.1. 200x	1.121	1.188	1.587	2.542	2.754	2.576
Valutakursreguleringer til EUR	0	0	2	-4	6	-9
Valutakursreguleringer udenlandske enheder	-10	-43	13	42	18	-11
Tilbageførsel af dagsværdiregulering af afdæk	-3	-4	-8	10	-24	0
Dagsværdireguleringer af afdækningsins.	4	-38	38	8	-10	24
Skat af egenkapitalbevægelsen	-1	10	-8	-6	8	-6
Nettogevinster indregnet direkte på EK	-10	-75	37	50	-2	-2
Årets resultat	104	471	125	156	-166	-963
Total indkomst	94	396	162	206	-168	-965
Aktiebaseret vederlæggelse	3	3	2	6	7	11
Erhvervelse af egne aktier	-30	0	-1	0	-17	0
Kapitalforhøjelse	0	0	802	0	0	0
Omkostninger ved kapitalforhøjelse	0	0	-10	0	0	0
Øvrige egenkapitalbevægelser	-27	3	793	6	-10	11
Egenkapital pr. 31.12. 200x	1.188	1.587	2.542	2.754	2.576	1.622

	Reformuleret Egenkapital						
Mio. EUR	Note	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Saldo pr. 1.1. 200x		1.121	1.185	1.581	2.534	2.740	2.555
Transaktioner med ejere:							
Erhvervelse af egne aktier		-30	0	-1	0	-17	0
Kapitalforhøjelse		0	0	802	0	0	0
Omkostninger ved kapitalforhøjelse		0	0	-10	0	0	0
Betalt udbytte til aktionærer		0	0	0	0	0	0
Transaktioner med ejere i alt		-30	0	791	0	-17	0

Totalindkomst:

1

Årets resultat	104	471	125	156	-166	-963
Valutakursreguleringer til EUR	0	0	2	-4	6	-9
Valutakursreguleringer udenlandske enheder	-10	-43	13	42	18	-11
Tilbageførsel af dagsværdiregulering af afdæk.	-3	-4	-8	10	-24	0
Dagsværdireguleringer af afdækningsins.	4	-38	38	8	-10	24
Skat af egenkapitalbevægelsen	-1	10	-8	-6	8	-6
Anden totalindkomst efter skat	-10	-75	37	50	-2	-2
Totalindkomst i alt	94	396	162	206	-168	-965
Egenkapital pr. 31.12. 200x	1.185	1.581	2.534	2.740	2.555	1.590

Note 1: Korrektion vedr. aktiebaseret vederlag

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Ultimo EK	1.188	1.587	2.542	2.754	2.576	1.622
Aktiebaseret vederlæggelse 2007	3	3	3	3	3	3
Aktiebaseret vederlæggelse 2008		3	3	3	3	3
Aktiebaseret vederlæggelse 2009			2	2	2	2
Aktiebaseret vederlæggelse 2010				6	6	6
Aktiebaseret vederlæggelse 2011					7	7
Aktiebaseret vederlæggelse 2012						11
Akkumuleret korrektion	3	6	8	14	21	32
NY Korrigeret ultimo EK	1.185	1.581	2.534	2.740	2.555	1.590

Bilag 6.3.3 Balance og reformuleret balance

Balance						
<i>Mio. EUR</i>	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Koncerngoodwill	320	320	320	320	320	216
Software	34	62	73	88	90	64
Færdiggjorte udviklingsprojekter	48	60	99	169	577	485
Udviklingsprojekter under udførelse	105	202	320	457	256	251
Immaterielle anlægsaktiver i alt	507	644	812	1.034	1.243	1.016
Grunde og bygninger	261	433	661	867	1.020	785
Produktionsanlæg og maskiner	143	159	230	304	387	220
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	116	167	216	248	326	218
Materielle aktiver under udførelse	118	271	354	285	165	63
Materielle anlægsaktiver i alt	638	1.030	1.461	1.704	1.898	1.286
Kapitalandele i associerede virksomheder	1	1	1	4	4	1
Andre tilgodehavender	13	25	16	25	44	32
Udskudt skat	154	186	384	224	333	146
Finansielle anlægsaktiver i alt	168	212	401	253	381	179
Langfristede aktiver i alt	1.313	1.886	2.674	2.991	3.522	2.481
Varebeholdninger	1.107	2.867	3.929	2.735	2.546	2.244
Tilgodehavender fra salg	660	938	525	624	663	792
Entreprisekontrakter	260	123	16	40	147	21
Andre tilgodehavender	157	181	234	277	395	389
Selskabsskat	35	49	93	64	41	63
Værdipapirer	0	121	0	0	0	0
Likvide beholdninger	764	162	488	335	375	851
Tilgodehavender	2.983	4.441	5.285	4.075	4.167	4.360
Langfristede aktiver bestemt for salg	0	0	0	0	0	131
Aktiver i alt	4.296	6.327	7.959	7.066	7.689	6.972
Aktiekapital	25	25	27	27	27	27
Øvrige reserver	-3	-78	-41	9	7	5
Overført resultat	1.494	1.640	2.556	2.718	2.542	1.590
Egenkapital i alt	1.516	1.587	2.542	2.754	2.576	1.622
Udskudt skat	3	9	121	6	12	17
Hensatte forpligtelser	107	122	137	139	145	175
Pensionsforpligtelser	2	2	2	2	2	2
Finansielle gældsforpligtelser	125	14	339	910	914	1.458
Langfristede forpligtelser i alt	237	147	599	1.057	1.073	1.652
Forudbetalinger fra kunder	82	2.677	2.889	1.546	1.865	1.716
Entreprisekontrakter	1.010	80	0	15	38	77
Leverandørgæld	889	1.030	1.062	1.120	1.563	1.008
Hensatte forpligtelser	193	260	274	223	170	159
Finansielle gældsforpligtelser	25	109	12	4	6	293
Andre gældsforpligtelser	271	395	436	323	356	412
Selskabsskat	73	42	145	24	42	33
Kortfristede forpligtelser i alt	2.543	4.593	4.818	3.255	4.040	3.698
Forpligtelser i alt	2.780	4.740	5.417	4.312	5.113	5.350
Passiver i alt	4.296	6.327	7.959	7.066	7.689	6.972

Reformuleret Balance							
Mio. EUR	Note	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Koncerngoodwill		320	320	320	320	320	216
Software		34	62	73	88	90	64
Færdiggjorte udviklingsprojekter		48	60	99	169	577	485
Udviklingsprojekter under udførelse		105	202	320	457	256	251
Immaterielle langfristede aktiver		507	644	812	1.034	1.243	1.016
Grunde & bygninger		261	433	661	867	1.020	785
Produktionsanlæg og maskiner		143	159	230	304	387	220
Andre anlæg, driftsmidler og inventar		116	167	216	248	326	218
Materielle aktiver under udførelse		118	271	354	285	165	63
Materielle langfristede aktiver		638	1.030	1.461	1.704	1.898	1.286
Andre tilgodehavender		13	25	16	25	44	32
Udskudt skat, aktiv		154	186	384	224	333	146
Udskudt skat, passiv		-3	-9	-121	-6	-12	-17
Hensatte forpligtelser (lang)		-107	-122	-137	-139	-145	-175
Pensionsforpligtelser		-2	-2	-2	-2	-2	-2
Andre langfristede aktiver, netto		55	78	140	102	218	-16
Anlægskapital		1.200	1.752	2.413	2.840	3.359	2.286
Varebeholdninger		1.107	2.867	3.929	2.735	2.546	2.244
Tilgodehavender fra salg		660	938	525	624	663	792
Entreprisekontrakter		260	123	16	40	147	21
Andre tilgodehavender		157	181	234	277	395	389
Selskabsskat		35	49	93	64	41	63
Driftslikviditet (1% af omsætningen)		49	59	51	69	58	72
Kortfristede driftsaktiver		2.268	4.217	4.848	3.809	3.850	3.581
Forudbetalinger fra kunder		82	2.677	2.889	1.546	1.865	1.716
Entreprisekontrakter		1.010	80	0	15	38	77
Leverandørgæld		889	1.030	1.062	1.120	1.563	1.008
Hensatte forpligtelser (kort)		193	260	274	223	170	159
Andre gældsforpligtelser		271	395	436	323	356	412
Selskabsskat		73	42	145	24	42	33
Aktiebaseret vederlæggelse	1	3	6	8	14	21	32
Driftsforpligtelser		2.521	4.490	4.814	3.265	4.055	3.437
Arbejdskapital		-253	-273	34	544	-205	144
Kerne netto driftsaktiver (Kerne NDA)		947	1.479	2.447	3.384	3.154	2.430
Kapitalandele i ass. virk		1	1	1	4	4	1
Værdipapirer		0	121	0	0	0	0
Langfristede aktiver bestemt for salg		0	0	0	0	0	131
Ikke kerne-driftsaktiver i alt		1	122	1	4	4	132
Netto driftsaktiver (NDA)		948	1.601	2.448	3.388	3.158	2.562
Finansielle gældsforpligtelser (lang)		125	14	339	910	914	1.458
Finansielle gældsforpligtelser (kort)		25	109	12	4	6	293
Likvide beholdninger		715	103	437	266	317	779
Netto finansielle (forpligtelser)/aktiver		-565	20	-86	648	603	972
Egenkapital		1.513	1.581	2.534	2.740	2.555	1.590
Note 1: Link til oprindelig EK:		2007	2008	2009	2010	2011	2012
Reformuleret EK		1.513	1.581	2.534	2.740	2.555	1.590
Akk. Aktiebaseret vederlæggelse		3	6	8	14	21	32
Oprindelig EK		1.516	1.587	2.542	2.754	2.576	1.622

Bilag 6.3.4 Resultatopgørelse og reformuleret resultatopgørelse

Resultatopgørelse					
Mio. EUR	2008	2009	2010	2011	2012
Omsætning	5.904	5.079	6.920	5.836	7.216
Produktionsomkostninger	-4.779	-4.243	-5.745	-5.111	-6.420
Bruttoresultat	1.125	836	1.175	725	796
Forsknings- og udviklingsomkostninger	-119	-92	-150	-203	-255
Salgs- og distributionsomkostninger	-181	-178	-206	-208	-204
Administrationsomkostninger	-211	-315	-351	-352	-333
Driftsomk.	-511	-585	-707	-763	-792
Resultat af primær drift før engangsomk.	614	251	468	-38	4
Engangsomkostninger	0	0	-158	-22	-701
Resultat af primær drift efter engangsomk.	614	251	310	-60	-697
Andel af resultat i associerede virksomheder	0	1	0	1	-2
Finansielle indtægter	66	14	22	26	78
Finansielle omkostninger	-20	-62	-94	-120	-92
Resultat for skat	660	204	238	-153	-713
Selskabsskat	-190	-79	-82	-13	-250
Årets resultat	470	125	156	-166	-963
Resultatdisponering:					
Overført resultat	470	125	156	-166	-963
Udbytte	0	0	0	0	0
	470	125	156	-166	-963

Reformuleret Resultatopgørelse						
Mio. EUR	Note	2008	2009	2010	2011	2012
Omsætning		5.904	5.079	6.920	5.836	7.216
- Nedskrivning på salgstilgodehavender	3	-6	0	-2	-1	-8
Core nettoomsætning		5.898	5.079	6.918	5.835	7.208
Produktionsomkostninger		-4.779	-4.243	-5.745	-5.111	-6.420
Forsknings- og udviklingsomkostninger		-119	-92	-150	-203	-255
Slags- og distributionsomkostninger		-181	-178	-206	-208	-204
Administrationsomkostninger		-211	-315	-351	-352	-333
Tilbageførsel af nedskrivning på salgstilgodehavender		6	0	2	1	8
Core Driftsoverskud fra salg (før skat)		614	251	468	-38	4
Skat af Core Driftsoverskud fra salg	1	-197	-82	-127	-42	-430
Core Driftsoverskud fra salg (efter skat)		417	170	341	-80	-426
Andel af resultat i ass. virk.		0	1	0	1	-2
Renteelement hensatte forpligtelser		-1	-2	-3	4	3
Valutakursreguleringer, netto	2	33	-29	-41	-56	37
Dirty surplus - poster		-75	37	50	-2	-2
Ineffektiv del af regnskabsmæssig sikring, netto	2	-10	6	-1	-4	9
Andet driftsoverskud (før skat)		-53	13	5	-57	45
Skat af andet driftsoverskud:	1	13	-3	-1	14	-11
Andet driftsoverskud (efter skat)		-40	10	4	-43	34
Øvrige poster (omstrukturingsomkostninger)		0	0	-53	0	-150
Nedskrivning af aktiver		0	0	-105	-22	-551
Usædvanlige poster (før skat)		0	0	-158	-22	-701
Skat af usædvanlige poster	1	0	0	40	6	175
Usædvanlige poster (efter skat)		0	0	-119	-17	-526
Samlet driftsoverskud		377	179	226	-140	-918
Netto renteindtægter/omkostninger		19	-8	-20	-32	-40
Netto øvrige finansielle poster		4	-15	-7	-6	-23
Core finansielle poster (før skat)		23	-23	-27	-38	-63
Skat af core finansielle poster	1	-6	6	7	10	16
Core finansielle poster (efter skat)		17	-17	-20	-29	-47
Værdipapirer, netto		1	0	0	0	0
Usædvanlige finansielle poster (før skat)		1	0	0	0	0
Skat af usædvanlige finansielle poster	1	-0	0	0	0	0
Usædvanlige finansielle poster (efter skat)		1	0	0	0	0
Samlet finansielle poster		18	-17	-20	-29	-47
Koncernresultat		395	162	206	-168	-965

<i>Note 1: Fordeling af "Skat af årets resultat"</i>	2008	2009	2010	2011	2012
Skat af årets resultat	190	79	82	13	250
Skattefordel core finansielle poster (25 %)	-6	6	7	10	16
Skattefordel usædvanlige finansielle poster (25 %)	-0	0	0	0	0
Resterende skat til allokering til driftsoverskud:	184	85	89	23	266
Skat allokaret til usædvanlige poster (25 %)	0	0	40	6	175
Skat allokaret til core andet driftsoverskud (25 %)	13	-3	-1	14	-11
Skat allokaret til core driftsoverskud (25 %)	-197	-82	-127	-42	-430

Note 2: Fordeling af finansielle poster

Valutakursreguleringer samt dagsværdireguleringer vedr. afledte finansielle instrumenter er flyttet fra finansielle poster op under "Andet Driftsoverskud". Valutakursreguleringer vedr. omregning af driftsaktiver/driftsforpligtelser og afledte finansielle instrumenter vedr. afdækning af produktionsomkostninger. Ud fra den betragtning vurderes at begge poster vedr. driftsaktiviteten.

Se desuden afsnit om reformulering af resultat opgørelsen, hvor posteringer også er omtalt.

Note 3: Nedskrivning af debitorer

Omsætningen er reguleret for nedskrivning på tilgodehavender fra salg. Oplysning om nedskrivning er taget fra noten til tilgodehavender fra salg fra koncernregnskabet.

Reguleringen er foretaget for at finde Core omsætningen excl. Nedskrivninger.

Bilag 6.4.1 Dekomponering af ROE (Niveau 1)

<i>Dekomponering af ROE (%)</i>	2008	2009	2010	2011	2012
ROE*	25,86%	7,59%	7,56%	-6,70%	-47,32%
Dekomponering af ROE					
Niveau 1:					
ROIC	29,58%	8,85%	7,75%	-4,26%	-32,09%
F-GEAR	(0,18)	(0,02)	0,11	0,24	0,38
r	8,44%	-69,52%	9,61%	6,07%	8,00%
Spread	21,14%	78,37%	-1,86%	-10,33%	-40,08%

*ROE for 2008 og 2009 er beregnet med netto finansielle aktiver.

Bilag 6.4.2 Dekomponering af ROIC (Niveau 2)

<i>Dekomponering af ROIC (%)</i>	2008	2009	2010	2011	2012
ROIC	29,58%	8,85%	7,75%	-4,26%	-32,09%
Dekomponering af ROIC					
Niveau 2:					
Overskudsgrad (OG)	6,39%	3,53%	3,27%	-2,39%	-12,73%
Aktivernes omsætningshastighed (AOH)	4,63	2,51	2,37	1,78	2,52

Bilag 6.4.3.1 Overskudsgraden (OG)

<i>Dekomponering af OG (%)</i>	2008	2009	2010	2011	2012
Overskudsgrad (OG)	6,39%	3,53%	3,27%	-2,39%	-12,73%
Dekomponering af OG					
Niveau 3:					
Overskudsgrad fra Core Driftoverskud efter skat	7,07%	3,34%	4,93%	-1,38%	-5,91%
Overskudsgrad fra Andet Driftoverskud efter skat	-0,67%	0,19%	0,05%	-0,73%	0,47%
Overskudsgrad fra Usædvanlige poster efter skat	0,00%	0,00%	-1,71%	-0,28%	-7,29%
Yderlig dekomponering af OG (%)	2008	2009	2010	2011	2012
Produktionsomkostninger	-81,0%	-83,5%	-83,0%	-87,6%	-89,1%
Forsknings- og udviklingsomkostninger	-2,0%	-1,8%	-2,2%	-3,5%	-3,5%
Slags- og distributionsomkostninger	-3,1%	-3,5%	-3,0%	-3,6%	-2,8%
Administrationsomkostninger	-3,6%	-6,2%	-5,1%	-6,0%	-4,6%
Tilbageførsel af nedskrivning på salgstilgodehavende	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%
Core Driftoverskud fra salg (før skat)	10,4%	4,9%	6,8%	-0,7%	0,1%
Skat af Core Driftoverskud fra salg	-3,3%	-1,6%	-1,8%	-0,7%	-6,0%
Core Driftoverskud fra salg (efter skat)	7,1%	3,3%	4,9%	-1,4%	-5,9%
Andel af resultat i ass. virk.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Renteelement hensatte forpligtelser	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%
Valutakursreguleringer, netto	0,6%	-0,6%	-0,6%	-1,0%	0,5%
Dirty surplus - poster	-1,3%	0,7%	0,7%	0,0%	0,0%
Ineffektiv del af regnskabsmæssig sikring, netto	-0,2%	0,1%	0,0%	-0,1%	0,1%
Andet driftoverskud (før skat)	-0,9%	0,3%	0,1%	-1,0%	0,6%
Skat af andet driftoverskud:	0,2%	-0,1%	0,0%	0,2%	-0,2%
Andet driftoverskud (efter skat)	-0,7%	0,2%	0,1%	-0,7%	0,5%
Øvrige poster (omstrukturingsomkostninger)	0,0%	0,0%	-0,8%	0,0%	-2,1%
Nedskrivning af aktiver	0,0%	0,0%	-1,5%	-0,4%	-7,6%
Usædvanlige poster (før skat)	0,0%	0,0%	-2,3%	-0,4%	-9,7%
Skat af usædvanlige poster	0,0%	0,0%	0,6%	0,1%	2,4%
Usædvanlige poster (efter skat)	0,0%	0,0%	-1,7%	-0,3%	-7,3%
Samlet driftoverskud	6,4%	3,5%	3,3%	-2,4%	-12,7%
Netto renteindtægter/omkostninger	0,3%	-0,2%	-0,3%	-0,5%	-0,6%
Netto øvrige finansielle poster	0,1%	-0,3%	-0,1%	-0,1%	-0,3%
Core finansielle poster (før skat)	0,4%	-0,5%	-0,4%	-0,7%	-0,9%
Skat af core finansielle poster	-0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%
Core finansielle poster (efter skat)	0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,5%	-0,7%
Værdipapirer, netto	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Usædvanlige finansielle poster (før skat)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Skat af usædvanlige finansielle poster	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Usædvanlige finansielle poster (efter skat)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Samlet finansielle poster	0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,5%	-0,7%
Koncernresultat	6,7%	3,2%	3,0%	-2,9%	-13,4%

Bilag 6.4.3.2 Inverse værdi af AOH

<i>Inverse værdi af AOH</i>	2008	2009	2010	2011	2012
AOH	4,63	2,51	2,37	1,78	2,52
Arbejdskapital	(0,04)	(0,02)	0,04	0,03	(0,00)
Langsigtet NDA	0,25	0,41	0,38	0,53	0,39
Inverse værdi af AOH	0,21	0,39	0,42	0,56	0,39

<i>Inverse værdi af AOH</i>	2008	2009	2010	2011	2012
Koncerngoodwill	0,05	0,06	0,05	0,05	0,04
Software	0,01	0,01	0,01	0,02	0,01
Færdiggjorte udviklingsprojekter	0,01	0,02	0,02	0,06	0,07
Udviklingsprojekter under udførelse	0,03	0,05	0,06	0,06	0,04
Immaterielle langfristede aktiver	0,10	0,14	0,13	0,20	0,16

Grunde & bygninger	0,06	0,11	0,11	0,16	0,13
Produktionsanlæg og maskiner	0,03	0,04	0,04	0,06	0,04
Andre anlæg, driftsmidler og inventar	0,02	0,04	0,03	0,05	0,04
Materielle aktiver under udførelse	0,03	0,06	0,05	0,04	0,02
Materielle langfristede aktiver	0,14	0,25	0,23	0,31	0,22

Andre tilgodehavender	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01
Udskudt skat, aktiv	0,03	0,06	0,04	0,05	0,03
Udskudt skat, passiv	(0,00)	(0,01)	(0,01)	(0,00)	(0,00)
Hensatte forpligtelser (lang)	(0,02)	(0,03)	(0,02)	(0,02)	(0,02)
Pensionsforpligtelser	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)
Andre langfristede aktiver, netto	0,01	0,02	0,02	0,03	0,01

Anlægskapital	0,25	0,41	0,38	0,53	0,39
----------------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------

Varebeholdninger	0,34	0,67	0,48	0,45	0,33
Tilgodehavender fra salg	0,14	0,14	0,08	0,11	0,10
Entreprisekontrakter	0,03	0,01	0,00	0,02	0,01
Andre tilgodehavender	0,03	0,04	0,04	0,06	0,05
Selskabsskat	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Driftslikviditet (1% af omsætningen)	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Kortfristede driftsaktiver	0,55	0,89	0,63	0,66	0,52

Forudbetalinger fra kunder	0,23	0,55	0,32	0,29	0,25
Entreprisekontrakter	0,09	0,01	0,00	0,00	0,01
Leverandørgæld	0,16	0,21	0,16	0,23	0,18
Hensatte forpligtelser (kort)	0,04	0,05	0,04	0,03	0,02
Andre gældsforpligtelser	0,06	0,08	0,05	0,06	0,05
Selskabsskat	0,01	0,02	0,01	0,01	0,01
Aktiebaseret vederlæggelse	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Driftsforpligtelser	0,59	0,92	0,58	0,63	0,52

Arbejdskapital	(0,04)	(0,02)	0,04	0,03	(0,00)
-----------------------	---------------	---------------	-------------	-------------	---------------

Kerne netto driftsaktiver (Kerne NDA)	0,21	0,39	0,42	0,56	0,39
--	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------

Bilag 6.4.4 Finansielle risiko

<i>Finansielle risiko (%)</i>	2008	2009	2010	2011	2012
FGEAR	-17,6%	-1,6%	10,7%	23,6%	38,0%
Spread	21,1%	78,4%	-1,9%	-10,3%	-40,1%
Samlede effekt af negativ finansiell gearing	-3,7%	-1,3%	-0,2%	-2,4%	-15,2%

Bilag 6.4.5 ROIC opdelt efter CORE overskud

<i>ROIC opdelt efter CORE overskud</i>	2008	2009	2010	2011	2012
CORE overskud fra salg	32,70%	8,37%	11,69%	-2,45%	-14,89%
CORE andet driftsoverskud	-3,12%	0,48%	0,13%	-1,31%	1,18%
UP	0,00%	0,00%	-4,06%	-0,50%	-18,38%
ROIC	29,58%	8,85%	7,75%	-4,26%	-32,09%

Bilag 7.2.7 Kapitalstruktur

<i>Mio. EUR.</i>	Historiske tal					Proforma opgørelser						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Kapitalstruktur												
Gældsandel	1,4%	-3,5%	19,2%	19,1%	40,0%	27,5%	23,1%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%
Egenkapitalandel	98,6%	103,5%	80,8%	80,9%	60,0%	72,5%	76,9%	80,6%	80,6%	80,6%	80,6%	80,6%
I alt	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Bilag 7.2.8 Budgettering og Proformaregnskab

Budgettering:

Budgettering (Mio. EUR)	Historiske tal					Budgetperiode							Terminalperioden
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Resultatopgørelsen													
Omsætning - vindmøller	5.435	4.569	6.283	5.115	6.298	5.500	6.087	8.300	10.513	12.173	13.280	14.386	14.890
Omsætnings vækst	11,8%	-15,9%	37,5%	-18,6%	23,1%	-12,7%	10,7%	36,4%	26,7%	15,8%	9,1%	8,3%	2,0%
Salg i GW (2013 - 2020)	5	4	6	5	6	5	6	8	10	11	12	13	13
Omsætning - service	469	510	637	721	918	1.037	1.172	1.325	1.497	1.691	1.911	2.160	2.235
Omsætnings vækst	28,8%	8,7%	24,9%	13,2%	27,3%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	2,0%
Omsætning i alt	5.904	5.079	6.920	5.836	7.216	6.537	7.259	9.624	12.010	13.864	15.191	16.546	17.125
OG "COREoverskud fra salg før skat"	10,4%	4,9%	6,8%	-0,7%	0,1%	6,0%	7,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	6,0%
Core overskud fra salg før skat	614	251	468	-38	4	392	508	962	1.201	1.386	1.519	1.655	1.028
Effektive skatteprocent	31,3%	30,8%	25,4%	30,1%	37,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
Driftsoverskud efter skat	422	174	349	-27	3	271	351	664	829	957	1.048	1.142	709
OG "Andet driftsoverskud efter skat"	-0,7%	0,2%	0,1%	-0,8%	0,5%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Andet driftsoverskud efter skat	-40	10	4	-43	34	-13	-15	-19	-24	-28	-30	-33	-34
OG "Usædvanlige poster"	0,0%	0,0%	-1,9%	-0,3%	-8,3%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Usædvanlige poster	0	0	-119	-17	-526	-119	-36	0	0	0	0	0	0
Total indkomst fra driften	382	183	234	-86	-489	139	300	645	805	929	1.018	1.109	675
Lånerenten	8,4%	-69,5%	9,6%	6,1%	8,0%	7,90%	7,90%	7,90%	7,90%	7,90%	7,90%	7,90%	7,90%
NFO/NFI	38	9	-17	16	5	54	49	55	64	74	81	88	109
Koncernresultat	345	175	251	-102	-494	85	251	590	740	854	937	1.021	566
Balancen													
1/AOH	0,27	0,54	0,54	0,62	0,39	0,45	0,44	0,43	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40
AOH	3,7	1,9	1,9	1,6	2,6	2,2	2,3	2,3	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Arbejdskapital/salg	-5,0%	0,7%	8,7%	-4,0%	2,3%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Arbejdskapital	-273	34	544	-205	144	110	122	166	210	243	266	288	298
Anlægskapital/salg	32,2%	52,8%	45,2%	65,7%	36,3%	43,0%	42,0%	41,0%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%
Anlægskapital	1.752	2.413	2.840	3.359	2.286	2.365	2.556	3.403	3.995	4.626	5.046	5.467	5.658
NDA	1.479	2.447	3.384	3.154	2.430	2.475	2.678	3.569	4.205	4.869	5.312	5.755	5.956
FGEAR	(0,18)	(0,02)	0,11	0,24	0,38	0,38	0,30	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24	0,30
NFF/NFA	20	-86	648	603	972	682	618	691	814	942	1.028	1.114	1.374
Pengestrømsopgørelse													
DO	382	183	234	-86	-489	139	300	645	805	929	1.018	1.109	675
Ændring i NDA		968	937	-230	-724	45	203	891	636	664	443	443	201
FCF		-784	-703	144	235	94	97	-246	168	265	575	666	473

Proformaregnskab:

Mio. EUR.	Historiske tal					Proforma opgørelser							Terminalperiode
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Resultatopgørelse													
Nettoomsætning	5.435	4.569	6.283	5.115	6.298	5.500	6.087	8.300	10.513	12.173	13.280	14.386	14.890
Driftsomkostninger	4.821	4.318	5.815	5.153	6.294	5.108	5.578	7.337	9.312	10.787	11.761	12.732	13.862
Driftsresultat før skat (EBIT)	614	251	468	-38	4	392	508	962	1.201	1.386	1.519	1.655	1.028
Skat	192	77	119	-11	1	122	158	298	372	430	471	513	319
Driftsoverskud efter skat	422	174	349	-27	3	271	351	664	829	957	1.048	1.142	709
Andet driftsoverskud efter skat	-40	10	4	-43	34	-13	-15	-19	-24	-28	-30	-33	-34
Driftsoverskud i alt	382	183	353	-69	36	258	336	645	805	929	1.018	1.109	675
Usædvanlige poster	0	0	-119	-17	-526	-119	-36	0	0	0	0	0	0
Total indkomst fra drift	382	183	234	-86	-489	139	300	645	805	929	1.018	1.109	675
Netto finan. omk./indt.	38	9	-17	16	5	54	49	55	64	74	81	88	109
Koncernresultat	345	175	251	-102	-494	85	251	590	740	854	937	1.021	566
Balance													
Arbejdskapital	-273	34	544	-205	144	110	122	166	210	243	266	288	298
Anlægskapital	1.752	2.413	2.840	3.359	2.286	2.365	2.556	3.403	3.995	4.626	5.046	5.467	5.658
NDA	1.479	2.447	3.384	3.154	2.430	2.475	2.678	3.569	4.205	4.869	5.312	5.755	5.956
NFF/NFA	20	-86	648	603	972	682	618	691	814	942	1.028	1.114	1.374
EK	1.459	2.533	2.736	2.551	1.458	1.793	2.060	2.878	3.391	3.927	4.284	4.641	4.581
Samlet finansiering	1.479	2.447	3.384	3.154	2.430	2.475	2.678	3.569	4.205	4.869	5.312	5.755	5.956
Pengestrømsopgørelse													
DO	382	183	353	-69	36	258	336	645	805	929	1.018	1.109	675
Ændring i NDA	-	968	937	-230	-724	45	203	891	636	664	443	443	201
FCF	-	-784	-585	161	760	213	133	-246	168	265	575	666	473

Bilag 8.1.2.1 Risikofrie rente



StatistikbankenPenge og kapitalmarkedVælg fra tabellen

MPK3: Danmarks Nationalbanks rentesatser, pengemarkedsrentesatser samt obligationsrentegennemsnit ultimo (pct pa) efter type

Åbn / gem som...
Excel (*.xlsx)
☐ Inkl. koder i sep. kolonner
☒ Inkl. fodnoter mv.

Rediger tabel
Pivot: Drej med uret
 Beregn

Grafisk præsentation
Kurvediagram
 Sorter tabellen
 Udskriv

Danmarks Nationalbanks rentesatser, pengemarkedsrentesatser samt obligationsrentegennemsnit ultimo (pct p.a.) efter type og tid

	2013M02
10 årig statsobligation	1,58

Fra 2003 omfatter effektiv pantebrevsrente ultimo, cirkulerende pantebreve med restløbetid på 20 år inden for 80 pct. af handelsværdien nominel rente på 7 pct. p.a., og en årlig ydelse på 8,87 pct. af hovedstolen.

Enhed : Procent pro anno

Kontakt : Lennie Holtermann ✉ lho@dst.dk ☎ +45 39 17 34 73

Information :  Vis kvalitetsdeklaration  Begreber

Du kan gemme udtræk til senere brug, samt automatisk få besked når din tabel er opdateret.

► [Tilmeld dig her](#)

Bilag 8.1.2.3 Beta-værdi

Beta-værdi: 1,230545

Dato	Vestas Wind System A/S		C-20 index	
	Slutkurs	Ændring	Slutkurs	Ændring
marts 2013	46,5		534,47	
februar 2013	40,8	0,1397	546,54	-0,0221
januar 2013	33,18	0,2297	535,72	0,0202
december 2012	31,86	0,0414	496,16	0,0797
november 2012	27,53	0,1573	490,92	0,0107
oktober 2012	33,33	-0,1740	485,27	0,0116
september 2012	41,24	-0,1918	493,21	-0,0161
august 2012	41,24	0,0000	490,15	0,0062
juli 2012	28,96	0,4240	484,13	0,0124
juni 2012	32,42	-0,1067	446,04	0,0854
maj 2012	36,78	-0,1185	432,25	0,0319
april 2012	49,61	-0,2586	458,75	-0,0578
marts 2012	56,6	-0,1235	444,7	0,0316
februar 2012	57,4	-0,0139	453,76	-0,0200
januar 2012	64,1	-0,1045	408,52	0,1107
december 2011	62	0,0339	389,94	0,0476
november 2011	74,4	-0,1667	385,16	0,0124
oktober 2011	84,35	-0,1180	362,77	0,0617
september 2011	90,8	-0,0710	350,34	0,0355
august 2011	104,4	-0,1303	347,03	0,0095
juli 2011	114,6	-0,0890	420,54	-0,1748
juni 2011	119,5	-0,0410	431,05	-0,0244
maj 2011	156,2	-0,2350	456,25	-0,0552
april 2011	178,8	-0,1264	462,81	-0,0142
marts 2011	228,2	-0,2165	467,14	-0,0093
februar 2011	186,1	0,2262	473,63	-0,0137
januar 2011	187,7	-0,0085	462,1	0,0250
december 2010	176,1	0,0659	457,57	0,0099
november 2010	163,4	0,0777	424,76	0,0772
oktober 2010	171	-0,0444	424,19	0,0013
september 2010	206	-0,1699	416,95	0,0174
august 2010	219,2	-0,0602	396,38	0,0519
juli 2010	278	-0,2115	410,82	-0,0351
juni 2010	255,3	0,0889	393,01	0,0453
maj 2010	289,6	-0,1184	388,69	0,0111
april 2010	342,2	-0,1537	411,5	-0,0554
marts 2010	299,5	0,1426	383,04	0,0743
februar 2010	270	0,1093	354,77	0,0797
januar 2010	285,9	-0,0556	354,85	-0,0002
december 2009	317	-0,0981	336,69	0,0539
november 2009	348	-0,0891	327,2	0,0290
oktober 2009	358,5	-0,0293	324,15	0,0094
september 2009	367,75	-0,0252	334,7	-0,0315
august 2009	372,5	-0,0128	335,02	-0,0010
juli 2009	368	0,0122	311,23	0,0764
juni 2009	380,5	-0,0329	290,7	0,0706
maj 2009	384	-0,0091	290,82	-0,0004
april 2009	371,5	0,0336	274,79	0,0583
marts 2009	246	0,5102	228,35	0,2034
februar 2009	259	-0,0502	241,48	-0,0544
januar 2009	284,5	-0,0896	261,79	-0,0776
december 2008	303,5	-0,0626	247,72	0,0568
november 2008	262	0,1584	263,05	-0,0583
oktober 2008	238,5	0,0985	285,19	-0,0776
september 2008	451	-0,4712	351,15	-0,1878
august 2008	692	-0,3483	424,11	-0,1720
juli 2008	632	0,0949	417,43	0,0160
juni 2008	620	0,0194	424,3	-0,0162
maj 2008	660	-0,0606	460,29	-0,0782
april 2008	524	0,2595	427	0,0780
marts 2008	516	0,0155	428,1	-0,0026

Bilag 8.3 DCF-model

	Historisk tal	Budget perioden							Terminalperiode
Mio. EUR	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
DO	36	258	336	645	805	929	1.018	1.109	675
Ændring i NDA	-724	45	203	891	636	664	443	443	201
FCF	760	213	133	-246	168	265	575	666	473
Diskonteringsfaktor		1,08	1,17	1,26	1,36	1,47	1,59	1,72	
PV af FCF		197	114	-195	124	180	362	388	
PV af FCF t.o.m. 2019		1.169							
Terminalværdi	11.283								
PV af terminalværdien	6.570	6.570							
Virksomhedsværdi		7.739							
Bogført værdi af NFF		972							
Værdi af egenkapital		6.767							
Værdi pr. aktie (203,7 mio.)		33							
Omregnet fra EUR til DKK (7,4597)		<u>247,8</u>							

Bilag 8.4.1 Følsomheds beregninger – ændring i WACC

<i>Ændring i WACC</i>		Beta-værdi				
Risikofri rente		1,10	1,15	1,23	1,35	1,40
0,50%		6,88%	7,08%	7,38%	7,84%	8,04%
1,00%		7,18%	7,38%	7,68%	8,14%	8,34%
1,58%		7,53%	7,72%	8,03%	8,49%	8,68%
2,00%		7,78%	7,98%	8,28%	8,74%	8,94%
2,50%		8,08%	8,28%	8,58%	9,04%	9,24%

Bilag 8.4.2 Følsomheds beregninger – Værdi af egenkapitalen

<i>Værdi af egenkapitalen</i>		Terminalvækst				
WACC		2,0%	2,5%	3,5%	4,0%	4,5%
6,88%		7.694	8.167	9.530	10.566	12.039
7,38%		6.775	7.117	8.066	8.750	9.673
8,03%		6.014	6.264	6.768	7.403	8.007
8,74%		4.972	5.120	5.501	5.752	6.062
9,24%		4.482	4.591	4.865	5.042	5.255

Bilag 8.4.3 Følsomheds beregninger – Værdi pr. aktie

<i>Værdi pr. aktie</i>		Terminalvækst				
WACC		2,0%	2,5%	3,5%	4,0%	4,5%
6,88%		281,60	298,90	348,80	386,70	440,60
7,38%		248,00	260,50	295,20	320,30	354,00
8,03%		220,10	229,30	247,85	270,90	293,10
8,74%		182,00	187,40	201,30	210,50	221,80
9,24%		164,00	168,00	178,10	184,50	192,30

Bilag 9.1 Peer selskaber

Gamesa¹:

Gamesa er et spansk selskab etableret tilbage i 1976. Selskabet udviklet og producerer 2.0 – 2.5 MW og 5.0 MW vindmøller til både onshore og offshore markedet. Gamesa har installeret over 30,000 MW i over 50 forskellige lande og er derved repræsenteret i hele verden. Selskabet udfører også løbende vedligeholdelse og service af vindmølleparker. Gamesa har produktion i Indien, USA og Brasilien.

Nordex²:

Nordex er et tysk vindmølleproducerende selskab etableret i 1985, og blev børsnoteret i 2001. Nordex har specialiseret sig i 2.4 MW – 3.3 MW onshore vindmøller samt opstilling og optimering af vindmølleparker. Selskabet har installeret over 9.000 MW i 34 lande verden over.

GCL-Poly Energy Holdings Ltd.³:

GCL-Poly Energy Holdings Ltd. er et Kinesisk selskab, som har specialiseret sig i produktionen af solceller, og er i dag en af de største spillere på markedet for solceller. GCL ejer og driver også en række solcelleparker i USA, Sydafrika og Kina og har derved meget know-how med at drive og vedligeholde solcelleparker. Selskabet blev børsnoteret den 31. oktober 2007 på børsen i Hong Kong.

First Solar Inc.⁴:

First Solar Inc. er et amerikansk børsnoteret selskab etableret i 1999. Selskabet udvikler, producerer, installerer og vedligeholder solcelleanlæg og har installeret over 10 GW på globalt plan. Selskabet har vundet flere priser for deres anlæg og anses for at være et af de førende selskaber i verden indenfor udviklingen af solcelleanlæg. Selskabet blev børsnoteret i November 2006.

¹ <http://www.gamesacorp.com/en/>

² <http://www.nordex-online.com/en>

³ <http://gcl-poly.com.hk/en/index.php>

⁴ <http://www.firstsolar.com/>

Xinjiang Goldwind Science⁵:

Goldwind blev etableret i 1998 i Xinjiang, China. I dag har selskabet hovedsæde i Beijing Kina. Selskabet producerer 1.5 MW og 2.5 MW vindmøller og servicerer og driver ved siden af vindmølleparker. Selskabet har på verdensplan installeret over vindmøller med en kapacitet på 19 GW. Selskabet blev børsnoteret i 2001.

Siemens⁶:

Siemens Wind Power er en del af den tyske Siemenskoncern. Siemens opererer inden for mange andre forretningsområder såsom bygningsteknologi, industrisoftware, finansiering, marine, sundhed, transport og logistik. I 2011/2012 omsatte Siemens for 4.590 millioner EUR og havde en egenkapital på 31.302 millioner EUR.

Siemens kan drage nytte af deres andre forretningsområder til produktion af vindmøller. De har mulighed for at udnytte nogle stordriftsfordele samt opnå synergi mellem de forskellige forretningsområder. Siemens er stærke på både det europæiske og nordamerikanske marked.

Vestas' største konkurrent på offshore-markedet, som er spået stor fremtid, er Siemens. Siemens har en markedsandel på 55 procent af det akkumulerede offshore-marked, mens Vestas' andel ligger på omkring 28 procent. Ved produktion af den nye 8 MW-offshore-vindmølle kan Vestas håbe på at vinde markedsandele fra Siemens i fremtiden.

General Electric⁷:

GE Wind er en del af GE Energy, som er en gren af General Electric i USA. GE Energy har meget erfaring med at producere energi. De producerer energi ved brug af olie, naturgas, kul, vinderenergi og atomkraft. Herudover producerer koncernen mange andre produkter inden for følgende brancher: luftfart, transport, sundhedsydelser, finansiering med videre. Produktion af energi er blot et af selskabets forretningsområder. GE omsatte for 13.641 millioner USD i 2012 svarende til omkring 10.333 millioner EUR⁸. Per 31. december 2012 havde koncernen en egenkapital på 128.470 mio. USD, svarende til omkring 97.316 mio. EUR. Ved årsafslutningen for 2012 udgjorde Vestas' egenkapital 1.622 millioner EUR. Det vil sige, at GE's egenkapital var omkring 60 gange så stor som Vestas. Indenfor vindmøller udvikler GE 1.7 MW og 3.2 MW vindmøller.

⁵ <http://www.goldwindglobal.com/web/index.do>

⁶ <http://www.siemens.com/entry/cc/en/>

⁷ <https://renewables.gepower.com/>

⁸ Omregnet med kurs 0,7575 pr. 31. december 2012. http://usd.fx-exchange.com/eur/2012_12_31-exchange-rates-history.html

Suzlon Energy Ltd.⁹:

Suzlon Energy Ltd. er et Indisk børsnoteret selskab, som siden 1995 producerer vindmøller. Selskabet har produktionsanlæg i Indien, Tyskland, Portugal og i USA. Suzlon producerer både mellem 600kW til 2.1 MW onshore og offshore vindmøller. Selskabet har installeret over 26 GW fordelt over 32 forskellige lande. Selskabet er blevet børsnoteret i september 2005.

Mitsubishi Heavy Industries Ltd.¹⁰:

Mitsubishi Heavy Industries Ltd. er et Japansk selskab som producerer elektronisk udstyr indenfor luftfart, klimaanlæg, bil komponenter, gaffeltrucks, hydraulisk udstyr, missiler, skibe og energy. Selskabet er en del af Mitsibishi Group.

Selskabet har pr. december 2013 installeret 3.282 MW på globalt plan primært bestående af 1 eller 2.4 MW vindmøller.

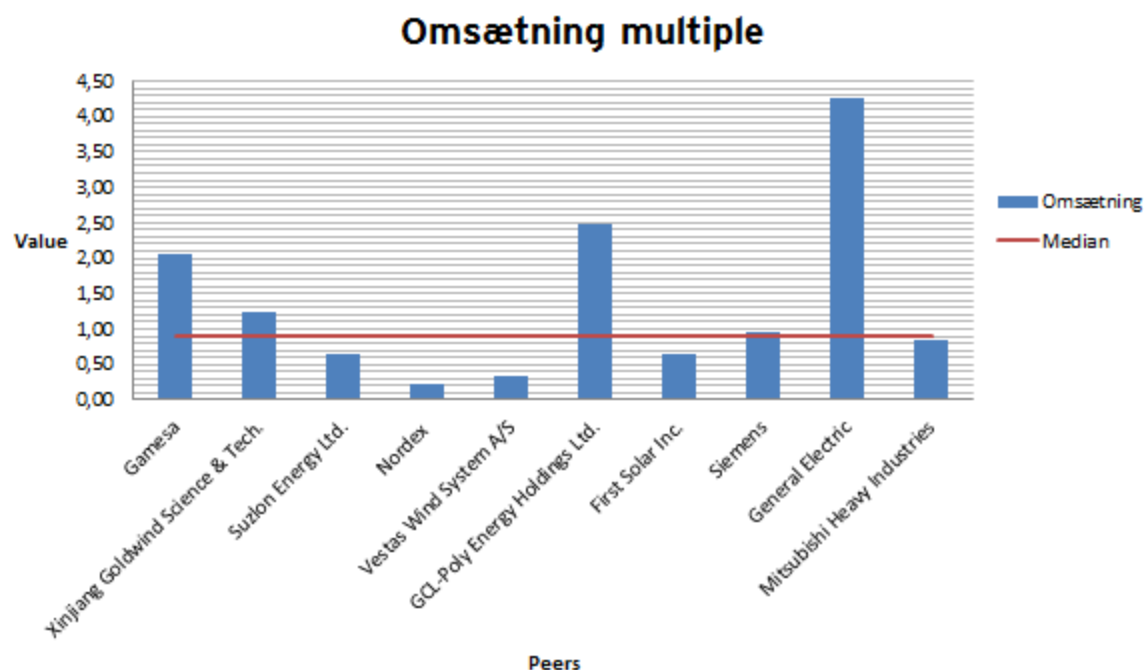
⁹ <http://www.suzlon.com/index.aspx>

¹⁰ <http://www.mhi-global.com/index.html>

Bilag 9.1 Data vedr. multipler

Peer selskaber	Aktie information		Beregnet markedsværdi			Finansielt data estimat pr. 6.02.2013		Prismultipler	
	Stock price as of 6. feb 2013:	No. Shares:	Market capitalization (mm):	Net Debt	Enterprise Value	Revenue	EBITDA	Price/ Revenue	Price/ EBITDA
Gamesa	1,66	2.665	4.416	453,6	4.869,61	2.377	229	2,05	21,24
Xinjiang Goldwind Science & Tech.	5,87	2.695	15.817	-856,6	14.960,59	12.029	929	1,24	16,11
Suzlon Energy Ltd.	26,75	1.777	47.545	118.479,9	166.024,90	262.378	20.871	0,63	7,95
Nordex	3,85	74	284,9	-58,6	226,30	1077	60	0,21	3,77
Vestas Wind System A/S	36,70	202	7.423	6.714,0	14.137,00	42.385	3.155	0,33	4,48
GCL-Poly Energy Holdings Ltd.	2,04	15.478	31.572	32.400,0	63.972,00	25.887	4.666	2,47	13,71
First Solar Inc.	31,13	87	2.709	-440,5	2.268,49	3.554	692	0,64	3,28
Siemens	76,93	843	64.835	9.206,0	74.041,00	78.422	9.221	0,94	8,03
General Electric	22,44	10.486	235.313	398.384,0	633.697,00	148.787	32.460	4,26	19,52
Mitsubishi Heavy Industries	533,00	3.355	1.788.297	915.096,0	2.703.392,78	3.211.000	288.653	0,84	9,37

Bilag 9.1.1 Omsætning prismultiple



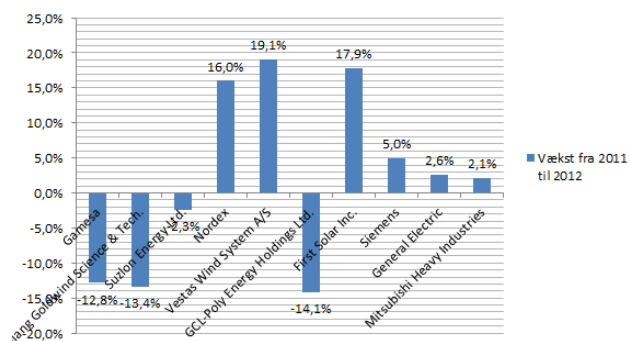
Bilag 9.1.1.1 Udviklingen i omsætningen

Peer selskaber	Omsætningstal				Udvikling i procent	
	2011	2012	Q1 2012	Q1 2013	2011 til 2012	Q1 2012 til Q1 2013
Gamesa	3.006	2.665	559	491	-12,8%	-12,2%
Xinjiang Goldwind Science & Tech.	12787	11280	*	*	-13,4%	-
Suzlon Energy Ltd.	216.589	211.621	6.699	4.281	-2,3%	-36,1%
Nordex	924.627	1.100.874	191.130	259.026	16,0%	35,5%
Vestas Wind System A/S	5.836	7.216	1.611	1.185	19,1%	-26,4%
GCL-Poly Energy Holdings Ltd.	25.505	22.348	11.781	11.299	-14,1%	-4,1%
First Solar Inc.	2.766	3.369	497	755	17,9%	51,9%
Siemens	73.574	77.418	896	1.137	5,0%	26,9% **
General Electric	142.837	146.684	35.162	34.209	2,6%	-2,7%
Mitsubishi Heavy Industries	2.774.992	2.835.313	649	747	2,1%	15,1%

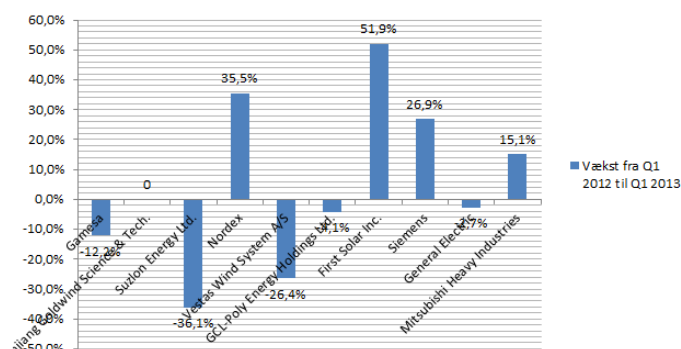
*) Det har ikke været muligt finde data

**) Udviklingen fra Q1 2012 til Q1 2013 for Siemens er udelukkende baseret på vindmølle forretning.

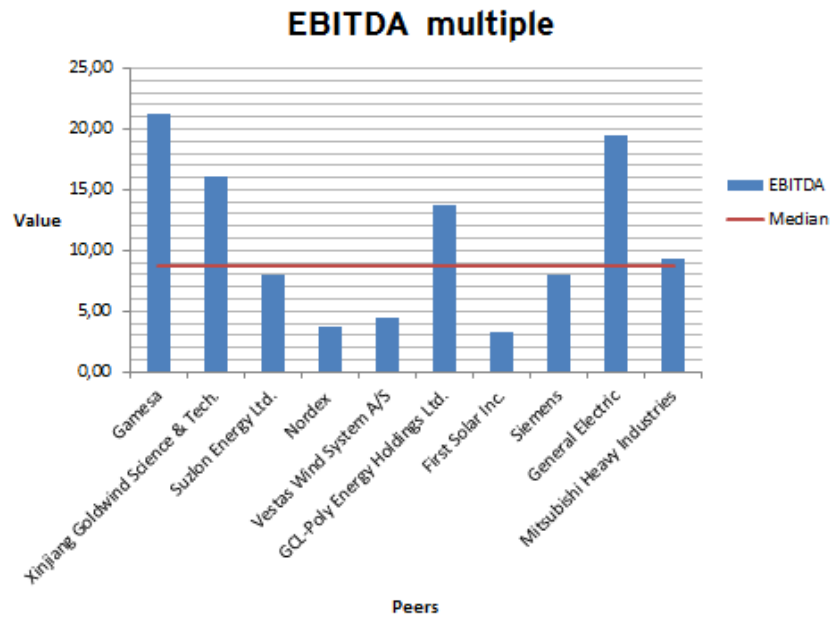
Vækst fra 2011 til 2012



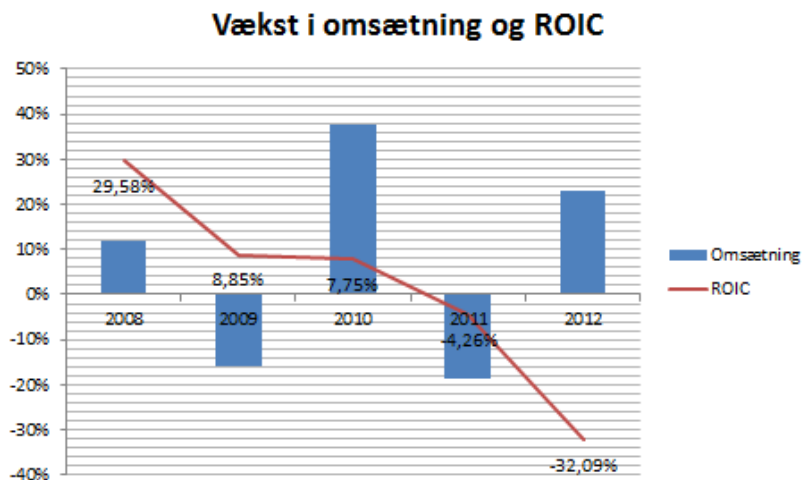
Vækst fra Q1 2012 til Q1 2013



Bilag 9.1.2 EBITDA prismultiple



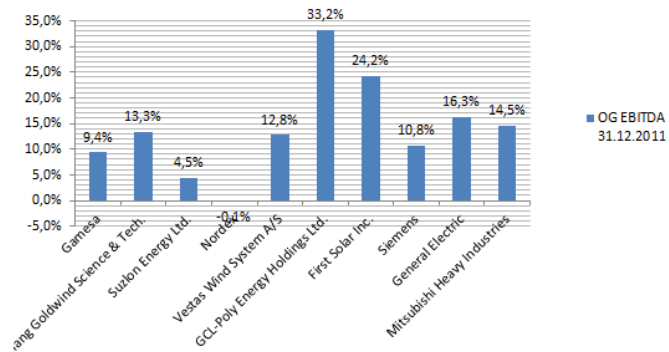
Bilag 9.1.2.2 Vækst i omsætning og ROIC



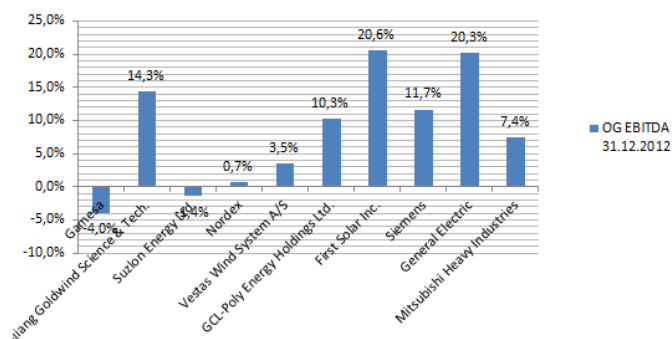
Bilag 9.1.2.1 OG EBITDA

Peer selskaber	31.12.2011		31.12.2012		Udvikling i procent	
	Omsætning	EBITDA	Omsætning	EBITDA	OG EBITDA 31.12.2011	OG EBITDA 31.12.2012
Gamesa	3.006	281	2.665	-107	9,4%	-4,0%
Xinjiang Goldwind Science & Tech.	12.787	1.705	11.280	1.618	13,3%	14,3%
Suzlon Energy Ltd.	216.589	9.669	211.621	-3.020	4,5%	-1,4%
Nordex	924.627	-609	1.100.874	8.178	-0,1%	0,7%
Vestas Wind System A/S	5.836	745	7.216	249	12,8%	3,5%
GCL-Poly Energy Holdings Ltd.	25.506	8.479	22.348	2.299	33,2%	10,3%
First Solar Inc.	2.766	670	3.369	694	24,2%	20,6%
Siemens	73.574	7.928	77.418	9.030	10,8%	11,7%
General Electric	142.837	23.323	146.684	29.728	16,3%	20,3%
Mitsubishi Heavy Industries	2.774.992	403.038	2.835.313	210.298	14,5%	7,4%

OG EBITDA 31.12.2011



OG EBITDA 31.12.2012



Bilag 9.2.1 Oversigt over forventninger

	Q4 2010	Q1 2011	Q2 2011	Q3 2011	2011
	Forventning til 2011	Forventning til 2011	Forventning til 2011	Forventning til 2011	Realiseret 2011
Omsætning (m.EUR)	7	7	7	6,4	5,8
EBIT margin	7%	7%	7%	4%	-0,7%
Ordre afskibning (MW)	6000	6000	6000	5500	5217
Ordre tilgange (MW)	7000 - 8000	7000 - 8000	7000 - 8000	7000 - 8000	7397

	Q4 2011	Q1 2012	Q2 2012	Q3 2012	2012
	Forventning til 2012	Forventning til 2012	Forventning til 2012	Forventning til 2012	Realiseret 2012
Omsætning (m.EUR)	6,5 - 8	6,5 - 8	6,5 - 8	6,5 - 8	7,2
EBIT margin	0 - 4 %	0 - 4 %	0 - 4 %	0 - 4 %	0,1%
Ordre afskibning (MW)	7000	7000	6300	6300	6171
Ordre tilgange (MW)	5179	5179	4479	4479	3738

Bilag 9.3 Anbefaling fra analytikere 2012 og 2013

	2012												2013											
Analytikere:	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec
AlphaValue:																								
Barclays:																								
Macquarie:																								
Nordea Equity Research:																								
Commerzbank Corporate:																								
Jyske Bank:																								
HSBC:																								
Carnegie:																								
ABG Sundal Collier:																								
Alm. Brand:																								
Credit Suisse:																								
Nykredit																								

	= Køb
	= Behold
	= Sælg
	= Ingen data

Bilag 10.1 Reformulering af 2014 og 2015

Reformuleret resultatopgørelse:

Reformuleret Resultatopgørelse						
Mio. EUR	Note	2010	2011	2012	2013	2014
Omsætning		6.920	5.836	7.216	6.084	6.910
- Nedskrivning på salgstilgodehavender	3	-2	-1	-8	-10	-10
Core nettoomsætning		6.918	5.835	7.208	6.074	6.900
Produktionsomkostninger		-5.745	-5.111	-6.420	-5.188	-5.732
Forsknings- og udviklingsomkostninger		-150	-203	-255	-246	-213
Slags- og distributionsomkostninger		-206	-208	-204	-195	-158
Administrationsomkostninger		-351	-352	-333	-244	-248
Tilbageførsel af nedskrivning på salgstilgodehavender		2	1	8	10	10
Core Driftsoverskud fra salg (før skat)		468	-38	4	211	559
Skat af Core Driftsoverskud fra salg	1	-127	-42	-430	-107	-133
Core Driftsoverskud fra salg (efter skat)		341	-80	-426	104	426
Andel af resultat i ass. virk.		0	1	-2	0	-31
Renteelement hensatte forpligtelser		-3	4	3	0	0
Valutakursreguleringer, netto	2	-41	-56	37	-16	-4
Dirty surplus - poster		50	-2	-2	-15	69
Ineffektiv del af regnskabsmæssig sikring, netto	2	-1	-4	9	15	-37
Andet driftsoverskud (før skat)		5	-57	45	-16	-3
Skat af andet driftsoverskud:	1	-1	14	-11	4	1
Andet driftsoverskud (efter skat)		4	-43	34	-12	-2
Øvrige poster (omstrukturingsomkostninger)		-53	0	-150	-72	55
Nedskrivning af aktiver		-105	-22	-551	-37	-7
Usædvanlige poster (før skat)		-158	-22	-701	-109	48
Skat af usædvanlige poster	1	40	6	175	27	-12
Usædvanlige poster (efter skat)		-119	-17	-526	-82	36
Samlet driftsoverskud		226	-140	-918	10	460
Netto renteindtægter/omkostninger		-20	-32	-40	-81	-29
Netto øvrige finansielle poster		-7	-6	-23	-38	-25
Core finansielle poster (før skat)		-27	-38	-63	-119	-54
Skat af core finansielle poster	1	7	10	16	30	14
Core finansielle poster (efter skat)		-20	-29	-47	-89	-41
Værdipapirer, netto		0	0	0	0	0
Usædvanlige finansielle poster (før skat)		0	0	0	0	0
Skat af usædvanlige finansielle poster	1	0	0	0	0	0
Usædvanlige finansielle poster (efter skat)		0	0	0	0	0
Samlet finansielle poster		-20	-29	-47	-89	-41
Koncernresultat		206	-168	-965	-79	419

<i>Note 1: Fordeling af "Skat af årets resultat"</i>	2010	2011	2012	2013	2014
Skat af årets resultat	82	13	250	46	131
Skattefordel core finansielle poster (25 %)	7	10	16	30	14
Skattefordel usædvanlige finansielle poster (25 %)	0	0	0	0	0
Resterende skat til allokering til driftsoverskud:	89	23	266	76	145
Skat allokeret til usædvanlige poster (25 %)	40	6	175	27	-12
Skat allokeret til core andet driftsoverskud (25 %)	-1	14	-11	4	1
Skat allokeret til core driftsoverskud (25 %)	-127	-42	-430	-107	-133

Note 2: Fordeling af finansielle poster

Valutakursreguleringer samt dagsværdireguleringer vedr. afledte finansielle instrumenter er flyttet fra finansielle poster op under "Andet Driftsoverskud". Valutakursreguleringer vedr. omregning af driftsaktiver/driftsforpligtelser og afledte finansielle instrumenter vedr. afdækning af produktionsomkostninger. Ud fra den betragtning vurderes at begge poster vedr. driftsaktiviteten.

Se desuden afsnit om reformulering af resultat opgørelsen, hvor posteringer også er omtalt.

Note 3: Nedskrivning af debitorer

Omsætningen er reguleret for nedskrivning på tilgodehavender fra salg. Oplysning om nedskrivning er taget fra noten til tilgodehavender fra salg fra koncernregnskabet.

Reguleringen er foretaget for at finde Core omsætningen excl. Nedskrivninger.

Reformuleret balancen:

Reformuleret Balance							
Mio. EUR	Note	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Koncerngoodwill		320	320	320	216	215	215
Software		73	88	90	64	42	32
Færdiggjorte udviklingsprojekter		99	169	577	485	331	274
Udviklingsprojekter under udførelse		320	457	256	251	153	137
Immaterielle langfristede aktiver		812	1.034	1.243	1.016	741	658
Grunde & bygninger		661	867	1.020	785	803	695
Produktionsanlæg og maskiner		230	304	387	220	219	211
Andre anlæg, driftsmidler og inventar		216	248	326	218	151	168
Materielle aktiver under udførelse		354	285	165	63	48	58
Materielle langfristede aktiver		1.461	1.704	1.898	1.286	1.221	1.132
Andre tilgodehavender		16	25	44	32	34	36
Udskudt skat, aktiv		384	224	333	146	155	170
Udskudt skat, passiv		-121	-6	-12	-17	-21	-17
Hensatte forpligtelser (lang)		-137	-139	-145	-175	-200	-231
Pensionsforpligtelser		-2	-2	-2	-2	-2	-10
Andre langfristede aktiver, netto		140	102	218	-16	-34	-52
Anlægskapital		2.413	2.840	3.359	2.286	1.928	1.738
Varebeholdninger		3.929	2.735	2.546	2.244	1.425	1.509
Tilgodehavender fra salg		525	624	663	792	626	598
Entreprisekontrakter		16	40	147	21	47	104
Andre tilgodehavender		234	277	395	389	307	402
Selskabsskat		93	64	41	63	57	65
Driftslikviditet (1% af omsætningen)		51	69	58	72	61	69
Kortfristede driftsaktiver		4.848	3.809	3.850	3.581	2.523	2.747
Forudbetalinger fra kunder		2.889	1.546	1.865	1.716	1.568	2.156
Entreprisekontrakter		0	15	38	77	12	12
Leverandørgæld		1.062	1.120	1.563	1.008	832	945
Hensatte forpligtelser (kort)		274	223	170	159	165	142
Andre gældsforpligtelser		436	323	356	412	426	457
Selskabsskat		145	24	42	33	39	41
Aktiebaseret vederlæggelse	1	8	14	21	32	38	43
Driftsforpligtelser		4.814	3.265	4.055	3.437	3.080	3.796
Arbejdskapital		34	544	-205	144	-557	-1.049
Kerne netto driftsaktiver (Kerne NDA)		2.447	3.384	3.154	2.430	1.371	689
Kapitalandele i ass. virk		1	4	4	1	1	188
Værdipapirer		0	0	0	0	0	0
Andre investeringer		0	0	0	0	0	14
Langfristede aktiver bestemt for salg		0	0	0	131	332	103
Forpligtelser ass. med aktiver bestemt for salg		0	0	0	0	-243	0
Ikke kerne-driftsaktiver i alt		1	4	4	132	90	305
Netto driftsaktiver (NDA)		2.448	3.388	3.158	2.562	1.461	994
Finansielle gældsforpligtelser (lang)		339	910	914	1.458	604	3
Finansielle gældsforpligtelser (kort)		12	4	6	293	4	604
Likvide beholdninger		437	266	317	779	633	1.949
Netto finansielle (forpligtelser)/aktiver		-86	648	603	972	-25	-1.342
Egenkapital		2.534	2.740	2.555	1.590	1.486	2.336
Note 1: Link til oprindelig EK:		2009	2010	2011	2012	2013	2014
Reformuleret EK		2.534	2.740	2.555	1.590	1.486	2.336
Akk. Aktiebaseret vederlæggelse		8	14	21	32	38	43
Oprindelig EK		2.542	2.754	2.576	1.622	1.524	2.379

Reformuleret EK:

Reformuleret Egenkapital							
Mio. EUR	Note	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Saldo pr. 1.1. 200x		1.587	2.540	2.746	2.561	1.596	1.492
Transaktioner med ejere:							
Erhvervelse af egne aktier		-1	0	-17	0	-7	-43
Kapitalforhøjelse		802	0	0	0	0	442
Omkostninger ved kapitalforhøjelse		-10	0	0	0	0	-10
Betalt udbytte til aktionærer		0	0	0	0	0	0
Transaktioner med ejere i alt		791	0	-17	0	-7	389
Totalindkomst:	1						
Årets resultat		125	156	-166	-963	-82	392
Valutakursreguleringer til EUR		2	-4	6	-9	0	0
Valutakursreguleringer udenlandske enheder		13	42	18	-11	-53	83
Tilbageførsel af dagsværdiregulering af afdæk.		-8	10	-24	0	50	-28
Dagsværdireguleringer af afdækningsins.		38	8	-10	24	0	-1
Andel af total indkomst fra JV		0	0	0	0	0	7
Skat af egenkapitalbevægelsen		-8	-6	8	-6	-12	8
Anden totalindkomst efter skat		37	50	-2	-2	-15	69
Totalindkomst i alt		162	206	-168	-965	-97	461
Egenkapital pr. 31.12. 200x		2.540	2.746	2.561	1.596	1.492	2.342
<i>Note 1: Korrektion vedr. aktiebaseret vederlag</i>		2009	2010	2011	2012	2013	2014
Ultimo EK		2.542	2.754	2.576	1.622	1.524	2.379
Aktiebaseret vederlæggelse 2009		8	8	8	8	8	8
Aktiebaseret vederlæggelse 2010			6	6	6	6	6
Aktiebaseret vederlæggelse 2011				7	7	7	7
Aktiebaseret vederlæggelse 2012					11	11	11
Aktiebaseret vederlæggelse 2013						6	6
Aktiebaseret vederlæggelse 2014							5
Akkumuleret korrektion		8	14	21	32	38	43
NY Korrigeret ultimo EK		2.534	2.740	2.555	1.590	1.486	2.336

Dekomponering af ROE:

<i>Dekomponering af ROE (%)</i>	2010	2011	2012	2013	2014
ROE*	7,56%	-6,70%	-47,32%	-7,07%	26,87%
Dekomponering af ROE					
Niveau 1:					
ROIC	7,75%	-4,26%	-32,09%	0,51%	37,43%
F-GEAR	0,11	0,24	0,38	0,31	(0,36)
r	9,61%	6,07%	8,00%	25,13%	-7,90%
Spread	-1,85%	-10,33%	-40,08%	-24,62%	29,53%

*ROE for 2014 er beregnet med netto finansielle aktiver.

Dekomponering af ROIC:

<i>Dekomponering af ROIC (%)</i>	2010	2011	2012	2013	2014
ROIC	7,75%	-4,26%	-32,09%	0,51%	37,43%
Dekomponering af ROIC					
Niveau 2:					
Overskudsgrad (OG)	3,27%	-2,39%	-12,73%	0,17%	6,66%
Aktivernes omsætningshastighed (AOH)	2,37	1,78	2,52	3,02	5,62

Dekomponering af OG:

<i>Dekomponering af OG (%)</i>	2010	2011	2012	2013	2014
Overskudsgrad (OG)	3,27%	-2,39%	-12,73%	0,17%	6,66%
Dekomponering af OG					
Niveau 3:					
Overskudsgrad fra Core Driftsoverskud efter skat	4,93%	-1,38%	-5,91%	1,71%	6,17%
Overskudsgrad fra Andet Driftsoverskud efter skat	0,05%	-0,73%	0,47%	-0,20%	-0,03%
Overskudsgrad fra Usædvanlige poster efter skat	-1,71%	-0,28%	-7,29%	-1,35%	0,52%

Inverse værdi af AOH:

<i>Inverse værdi af AOH</i>	2010	2011	2012	2013	2014
AOH	2,37	1,78	2,52	3,02	5,62
Arbejdskapital	0,04	0,03	(0,00)	(0,03)	(0,12)
Langsigtet NDA	0,38	0,53	0,39	0,35	0,27
Inverse værdi af AOH	0,42	0,56	0,39	0,31	0,15

Finansielle risiko:

<i>Finansielle risiko (%)</i>	2010	2011	2012	2013	2014
FGEAR	0,11	0,24	0,38	0,31	(0,36)
Spread	-1,9%	-10,3%	-40,1%	-24,6%	29,5%
Samlede effekt af negativ finansiell gearing	-0,2%	-2,4%	-15,2%	-7,6%	-10,6%

Vækst og overskud:

<i>ROIC opdelt efter CORE overskud</i>	2010	2011	2012	2013	2014
CORE overskud fra salg	11,69%	-2,45%	-14,89%	5,17%	34,69%
CORE andet driftsoverskud	0,13%	-1,31%	1,18%	-0,60%	-0,18%
UP	-4,06%	-0,50%	-18,38%	-4,06%	2,93%
ROIC	7,75%	-4,26%	-32,09%	0,51%	37,43%

Bilag 10.2 Budgettering for 2015

Budgettering (Mio. EUR)	Historiske tal					Budgetperiode							Terminalperioden
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Resultatopgørelsen													
Omsætning - vindmøller	6.283	5.115	6.298	5.130	5.946	5.517	6.239	7.001	7.855	8.766	9.730	10.800	11.016
Omsætnings vækst	29,3%	-18,6%	23,1%	-18,5%	15,9%	-7,2%	13,1%	12,2%	12,2%	11,6%	11,0%	11,0%	2,0%
Salg i GW (2013 - 2020)	6	5	6	5	5	5	6	6	7	8	9	10	10
Omsætning - service	637	721	918	954	964	983	1.112	1.248	1.400	1.562	1.734	1.925	1.964
Omsætnings vækst	24,9%	13,2%	27,3%	3,9%	1,0%	2,0%	13,1%	12,2%	12,2%	11,6%	11,0%	11,0%	2,0%
Omsætning i alt	6.920	5.836	7.216	6.084	6.910	6.500	7.352	8.248	9.255	10.328	11.464	12.725	12.980
OG "COREoverskud fra salg før skat"	6,8%	-0,7%	0,1%	3,5%	8,1%	7,0%	8,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	6,0%
Core overskud fra salg før skat	468	-38	4	211	559	455	588	825	925	1.033	1.146	1.273	779
Effektive skatteprocent	31,3%	30,8%	25,4%	30,1%	37,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
Driftsoverskud efter skat	322	-26	3	147	352	314	406	569	639	713	791	878	537
OG "Andet driftsoverskud efter skat"	0,1%	-0,8%	0,5%	-0,2%	-0,04%	-0,14%	-0,14%	-0,14%	-0,14%	-0,14%	-0,14%	-0,14%	-0,14%
Andet driftsoverskud efter skat	4	-43	34	-12	-2	-9	-10	-12	-13	-14	-16	-18	-18
OG "Usædvanlige poster"	-1,9%	-0,3%	-8,3%	-1,6%	0,6%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
Usædvanlige poster	-119	-17	-526	-82	36	-33	-37	-41	-46	-52	-57	-64	-65
Total indkomst fra driften	207	-86	-489	54	386	272	359	516	579	647	718	797	454
Lånerenten	9,6%	6,1%	8,0%	25,1%	-7,9%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
NFO/NFI	38	9	-17	16	5	15	23	25	28	32	35	39	40
Koncernresultat	169	-94	-472	38	381	257	336	491	551	615	683	758	415
Balancen													
1/AOH	0,42	0,56	0,40	0,33	0,18	0,19	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
AOH	2,4	1,8	2,5	3,0	5,6	5,3	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Arbejdskapital/salg	0,09	(0,04)	0,02	(0,11)	(0,18)	(0,18)	(0,18)	(0,18)	(0,18)	(0,18)	(0,18)	(0,18)	(0,18)
Arbejdskapital	544	-205	144	-557	-1.049	-993	-1.123	-1.260	-1.414	-1.578	-1.751	-1.944	-1.983
Anlægs kapital/salg	0,45	0,66	0,36	0,38	0,29	0,37	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43
Anlægs kapital	2.840	3.359	2.286	1.928	1.738	2.041	2.683	3.010	3.378	3.769	4.184	4.644	4.737
NDA	3.384	3.154	2.430	1.371	689	1.048	1.560	1.750	1.964	2.191	2.433	2.700	2.754
FGEAR	0,11	0,24	0,38	0,31	(0,36)	0,31	0,31	0,31	0,31	0,31	0,31	0,31	0,31
NFF/NFA	648	603	972	-25	-1.342	248	369	414	465	519	576	639	652
Pengestrømsopgørelse													
DO	207	-86	-489	54	386	272	359	516	579	647	718	797	454
Ændring i NDA		-230	-724	-1.059	-682	359	512	190	214	228	241	268	54
FCF		144	235	1.113	1.068	-87	-153	326	366	419	477	529	400

Proforma regnskaber:

	Historiske tal					Proforma opgørelser							Terminalperiode
Mio. EUR.	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Resultatopgørelse													
Nettoomsætning	6.283	5.115	6.298	5.130	5.946	5.517	6.239	7.001	7.855	8.766	9.730	10.800	11.016
Driftsomkostninger	5.815	5.153	6.294	4.919	5.387	5.062	5.651	6.176	6.929	7.733	8.584	9.528	10.238
Driftsresultat før skat (EBIT)	468	-38	4	211	559	455	588	825	925	1.033	1.146	1.273	779
Skat	146	-12	1	64	207	141	182	256	287	320	355	394	241
Driftsoverskud efter skat	322	-26	3	147	352	314	406	569	639	713	791	878	537
Andet driftsoverskud efter skat	4	-43	34	-12	-2	-9	-10	-12	-13	-14	-16	-18	-18
Driftsoverskud i alt	325	-69	37	135	350	305	396	558	626	698	775	860	519
Usædvanlige poster	-119	-17	-526	-82	36	-33	-37	-41	-46	-52	-57	-64	-65
Total indkomst fra drift	207	-86	-489	54	386	272	359	516	579	647	718	797	454
Netto finan. omk./indt.	38	9	-17	16	5	15	23	25	28	32	35	39	40
Koncernresultat	169	-94	-472	38	381	257	336	491	551	615	683	758	415
Balance													
Arbejdskapital	544	-205	144	-557	-1.049	-993	-1.123	-1.260	-1.414	-1.578	-1.751	-1.944	-1.983
Anlægskapital	2.840	3.359	2.286	1.928	1.738	2.041	2.683	3.010	3.378	3.769	4.184	4.644	4.737
NDA	3.384	3.154	2.430	1.371	689	1.048	1.560	1.750	1.964	2.191	2.433	2.700	2.754
NFF/NFA	648	603	972	-25	-1.342	248	369	414	465	519	576	639	652
EK	2.736	2.551	1.458	1.396	2.031	800	1.191	1.336	1.499	1.673	1.857	2.061	2.102
Samlet finansiering	3.384	3.154	2.430	1.371	689	1.048	1.560	1.750	1.964	2.191	2.433	2.700	2.754
Pengestrømsopgørelse													
DO	207	-86	-489	54	386	272	359	516	579	647	718	797	454
Ændring i NDA	-	-230	-724	-1.059	-682	359	512	190	214	228	241	268	54
FCF	-	144	235	1.113	1.068	-87	-153	326	366	419	477	529	400

Bilag 10.3 Værdiansættelse 11. februar 2015

	Historisk tal	Budget perioden							Terminalperiode
Mio. EUR	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
DO	386	272	359	516	579	647	718	797	454
Ændring i NDA	-682	359	512	190	214	228	241	268	54
FCF	1.068	-87	-153	326	366	419	477	529	400
Diskonteringsfaktor		1,06	1,13	1,21	1,28	1,37	1,46	1,55	
PV af FCF		-81	-135	270	285	306	327	341	
PV af FCF t.o.m. 2021		1.314							
Terminalværdi	9.555								
PV af terminalværdien	6.165	6.165							
Virksomhedsværdi		7.478							
Bogført værdi af NFA		-1.342							
Værdi af egenkapital		8.820							
Værdi pr. aktie (224,1 mio.)		39							
Omregnet fra EUR til DKK (7,4440)		293,0							

Følsomhed:

Ændring i WACC	Beta-værdi				
Risikofri rente	1,05	1,10	1,15	1,20	1,25
0,05%	5,94%	6,16%	6,40%	6,62%	6,85%
0,10%	5,97%	6,20%	6,44%	6,66%	6,89%
0,12%	5,99%	6,22%	6,46%	6,68%	6,90%
0,50%	6,28%	6,51%	6,75%	6,97%	7,19%
1,00%	6,66%	6,89%	7,13%	7,35%	7,58%

Værdi af egenkapitalen	Terminalvækst				
WACC	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
5,94%	8.747	9.250	9.879	10.692	11.781
6,20%	8.342	8.778	9.317	10.003	10.902
6,46%	7.975	8.355	8.820	9.403	10.155
6,97%	7.348	7.642	7.996	8.429	8.971
7,58%	6.725	6.946	7.207	7.519	7.900

Værdi pr. aktie	Terminalvækst				
WACC	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
5,94%	290,60	307,20	328,20	355,20	391,30
6,20%	277,10	291,60	309,50	332,30	362,10
6,46%	264,90	277,50	292,99	312,30	337,30
6,97%	244,10	253,90	265,61	280,00	298,00
7,58%	223,40	230,70	239,40	249,80	262,40

Bilag 10.3.1 Beregning af WACC pr. 11. februar 2015

For at kunne tilbagediskontere det frie cash flow som er beregnet i proforma regnskaberne er det nødvendigt at fastlægge WACC'en.

Med udgangspunkt i forholdet mellem egenfinansiering og fremmedfinansiering beregnes ejernesafkastkrav hvorfra afkastkravet på finansielle forpligtelser tillægges.

Kapitalstrukturen:

Ved fastlæggelse af kapitalstrukturen tages udgangspunkt i forholdet mellem egenkapitalfinansiering og fremmedfinansiering. Da Vestas pr. 31. december 2014 har netto finansielle aktiver, er der taget udgangspunkt i første budget år. Her er det budgetteret at fremmedfinansieringen udgør 23,7 % mens egenkapitalfinansieringen udgør 76,3 %. Det er dette forhold som anvendes ved beregningen af WACC'en.

Ejernesafkastkrav:

Som gennemgået i opgaven jf. afsnit 10.1.2 består ejernesafkastkrav af den risikofrie rente, markedets risikopræmie og beta-værdien for Vestas. De forskellige elementer vil ikke blive gennemgået i dybden her, da de er gennemgået i selve opgaven.

Risikofrie rente:

Den risikofrie rente er fastlagt ved den effektive rente på en 10 – årig dansk statsobligation pr. 11. februar 2015. I februar 2015 udgjorde rente 0,12 %¹¹. Denne procentsats er anvendt som den risikofrie rente ved beregning af WACC'en.

Markedets risikopræmie:

Ved fastlæggelser af markedets risikopræmie er igen taget udgangspunkt i Social Science Research Center's publicerede undersøgelser af markedsrisiko præmien. Denne gang er anvendt rapporten fra 2014, som viser en risikopræmie på 5,5 % i tredje kvartal 2014. Da den risikofrie rente falder væsentligt fra tredje kvartal 2014 til første kvartal 2015, er risikopræmien fastsat til 6 %.

Beta-værdi:

Beta-værdien til brug for værdiansættelsen pr. 6. februar 2013, er beregnet på baggrund af samvariation mellem C-20 indekset og aktien for Vestas, da den viste sig at ligge i mellem de forskellige investeringsselskabers betaværdi. Samme fremgangsmåde er anvendt igen. Det giver en beta-værdi på 1,152 jf. nedenstående figur. Denne værdi er anvendt i beregning af ejernesafkastkrav, som nu kan beregnes.

¹¹ <http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/default.asp?w=1600>

Beta-værdi: 1,152766

Dato	Vestas Wind System A/S		C-20 index	
	Slutkurs	Ændring	Slutkurs	Ændring
februar 2015	262,1		848,85	
januar 2015	258,5	0,0139	862,03	-0,0153
december 2014	226,5	0,1413	805,26	0,0705
november 2014	220,4	0,0277	814,46	-0,0113
oktober 2014	198,8	0,1087	809,82	0,0057
september 2014	230,4	-0,1372	807,00	0,0035
august 2014	238,6	-0,0344	795,15	0,0149
juli 2014	251,9	-0,0528	796,63	-0,0019
juni 2014	274,7	-0,0830	810,07	-0,0166
maj 2014	292,8	-0,0618	802,45	0,0095
april 2014	238,8	0,2261	764,29	0,0499
marts 2014	217,8	0,0964	756,45	0,0104
februar 2014	195,4	0,1146	768,80	-0,0161
januar 2014	182	0,0736	707,35	0,0869
december 2013	160,2	0,1361	684,66	0,0331
november 2013	156,5	0,0236	666,29	0,0276
oktober 2013	147,5	0,0610	648,77	0,0270
september 2013	139,1	0,0604	623,75	0,0401
august 2013	105,6	0,3172	600,18	0,0393
juli 2013	113,6	-0,0704	591,41	0,0148
juni 2013	81,4	0,3956	552,23	0,0709
maj 2013	84,9	-0,0412	580,62	-0,0489
april 2013	49,06	0,7305	566,16	0,0256
marts 2013	46,5	0,0551	534,47	0,0593
februar 2013	40,8	0,1397	546,54	-0,0221
januar 2013	33,18	0,2297	535,72	0,0202
december 2012	31,86	0,0414	496,16	0,0797
november 2012	27,53	0,1573	490,92	0,0107
oktober 2012	33,33	-0,1740	485,27	0,0116
september 2012	41,24	-0,1918	493,21	-0,0161
august 2012	41,24	0,0000	490,15	0,0062
juli 2012	28,96	0,4240	484,13	0,0124
juni 2012	32,42	-0,1067	446,04	0,0854
maj 2012	36,78	-0,1185	432,25	0,0319
april 2012	49,61	-0,2586	458,75	-0,0578
marts 2012	56,6	-0,1235	444,7	0,0316
februar 2012	57,4	-0,0139	453,76	-0,0200
januar 2012	64,1	-0,1045	408,52	0,1107
december 2011	62	0,0339	389,94	0,0476
november 2011	74,4	-0,1667	385,16	0,0124
oktober 2011	84,35	-0,1180	362,77	0,0617
september 2011	90,8	-0,0710	350,34	0,0355
august 2011	104,4	-0,1303	347,03	0,0095
juli 2011	114,6	-0,0890	420,54	-0,1748
juni 2011	119,5	-0,0410	431,05	-0,0244
maj 2011	156,2	-0,2350	456,25	-0,0552
april 2011	178,8	-0,1264	462,81	-0,0142
marts 2011	228,2	-0,2165	467,14	-0,0093
februar 2011	186,1	0,2262	473,63	-0,0137
januar 2011	187,7	-0,0085	462,1	0,0250
december 2010	176,1	0,0659	457,57	0,0099
november 2010	163,4	0,0777	424,76	0,0772
oktober 2010	171	-0,0444	424,19	0,0013
september 2010	206	-0,1699	416,95	0,0174
august 2010	219,2	-0,0602	396,38	0,0519
juli 2010	278	-0,2115	410,82	-0,0351
juni 2010	255,3	0,0889	393,01	0,0453
maj 2010	289,6	-0,1184	388,69	0,0111
april 2010	342,2	-0,1537	411,5	-0,0554
marts 2010	299,5	0,1426	383,04	0,0743
februar 2010	270	0,1093	354,77	0,0797

Ejernesafkastkrav:

Ejernesafkastkrav kan nu beregnes ud fra de værdier, som lige er beregnet i forrige afsnit:

Risikofrie rente: 0,12 %

Markedets risikopræmie: 6 %

Beta-værdi: 1,152.

Det giver et afkastkrav på 7,032 %.

Långivernes afkastkrav:

Långivernes afkastkrav er fastsat ud fra den risikofrie rente tillagt et risikotillæg efter skat. Den risikofrie rente er i tidligere afsnit fastsat til 0,12 % jf. rente på den 10-årige statsobligation. Markedets risikopræmie er også fastsat i tidligere afsnit. Denne er fastsat til 6 %. Ud fra de oplysninger kan långivernes afkastkrav beregnes til 4,6 efter skat ved anvendelse af skatteprocent på 23, 5 %.

Beregning af WACC:

Det er nu muligt at foretage den endelige beregning af WACC'en med følgende input:

Forholdet mellem EK og NDA: 76,3 %

Forholdet mellem NFA og NDA: 23,7 %

Ejernesafkastkrav: 7,032 %

Långivernesafkastkrav: 4,6 %

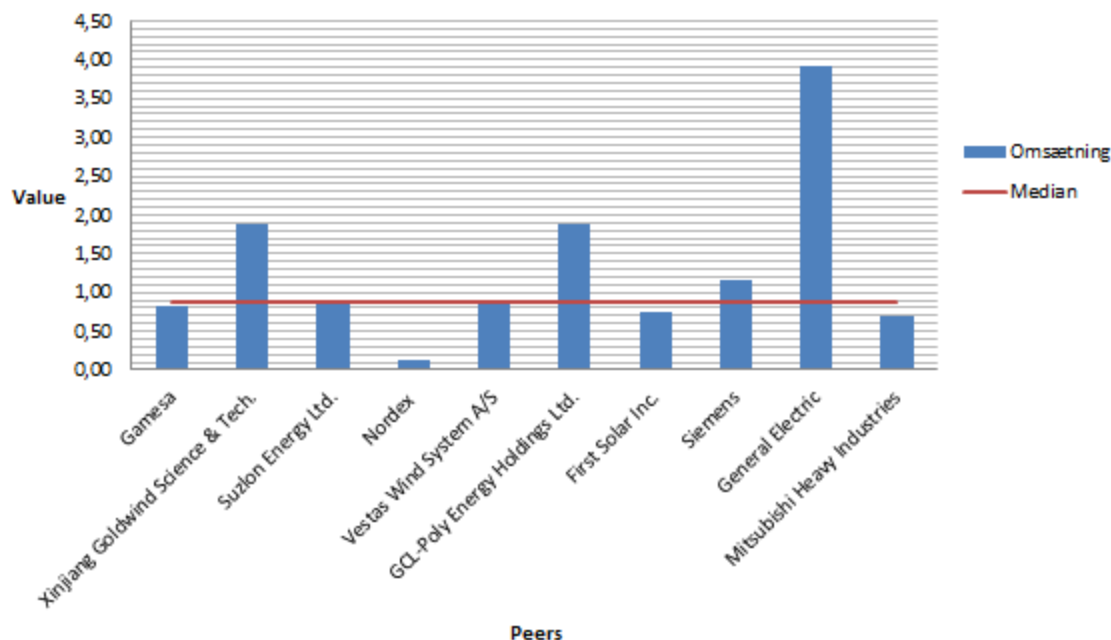
Det giver en WACC på 6,45 %, som er anvendt i selve værdiansættelsen pr. 11. februar 2015.

Bilag 10.4 Data vedr. multipler 11. feb. 2015

Peer selskaber	Aktie information		Beregnet markedsværdi			Finansielt data estimat pr. 11.02.2015			Prismultipler	
	Stock price as of 11. feb 2015:	No. Shares:	Market capitalization (mm):	Net Debt	Enterprise Value	Revenue	EBITDA		Price/ Revenue	Price/ EBITDA
Gamesa	9,47	2.846	26.952	-220,6	2.395,00	2.928	404		0,82	5,93
Xinjiang Goldwind Science & Tech.	13,77	2695	37.110	1682	38.792,15	20737	3654		1,87	10,62
Suzlon Energy Ltd.	17,80	3.267	58.153	147.630,5	205.783,10	232.473	11.211		0,89	18,36
Nordex	3,85	74	284,9	-58,6	226,30	1748	149,8		0,13	1,51
Vestas Wind System A/S	262,10	221	57.924	-10.526,1	47.398,04	54.968	7.492		0,86	6,33
GCL-Poly Energy Holdings Ltd.	1,70	15.489	26.331	38.417,5	64.748,77	34.435	10.607		1,88	6,10
First Solar Inc.	48,77	100	4.877	-1.762,0	3.115,00	4.156	821		0,75	3,80
Siemens	93,20	835	77.822	11.219,0	89.041,00	77.049	10.432		1,16	8,54
General Electric	24,77	10.042	248.740	349.064,0	597.804,34	152.668	26.708		3,92	22,38
Mitsubishi Heavy Industries	620,70	3.356	2.083.069	815.308,0	2.898.377,20	4.247.593	452.985		0,68	6,40

Bilag 10.4.1 Omsætning multiple 11. feb 2015

Omsætning multiple 11. feb 2015



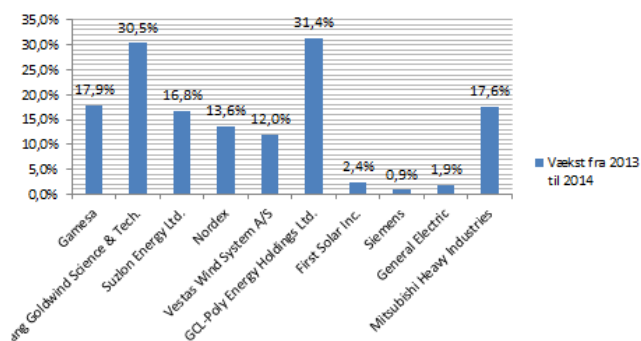
Bilag 10.4.1.1 Udviklingen i omsætningen 11. feb 2015

Peer selskaber	Omsætningstal				Udvikling i procent	
	2013	2014	Q1 2014	Q1 2015	2013 til 2014	Q1 2014 til Q1 2015
Gamesa	2.336	2.846	573	820	17,9%	43,1%
Xinjiang Goldwind Science & Tech.	12.281	17.659	**	**	30,5%	-
Suzlon Energy Ltd.	177.828	213.829	6.645	*	16,8%	-
Nordex	1.502.284	1.739.465	191.130	259.026	13,6%	35,5%
Vestas Wind System A/S	6.084	6.910	1.283	1.519	12,0%	18,4%
GCL-Poly Energy Holdings Ltd.	25.530	37.225	17.222	*	31,4%	-
First Solar Inc.	3.309	3.392	950	469	2,4%	-50,6%
Siemens	72.096	72.759	16.695	18.049	0,9%	8,1%
General Electric	145.688	148.462	35.064	34.090	1,9%	-2,8%
Mitsubishi Heavy Industries	3.107.249	3.770.204	1.087	1.309	17,6%	20,4%

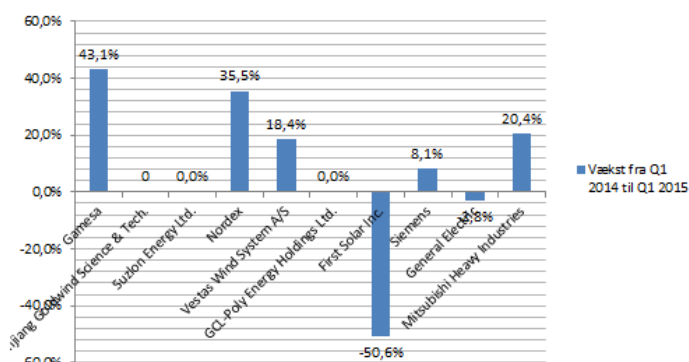
*) Q1 2015 ikke offentliggjort ved udarbejdelse af opgaven.

**) Det har ikke været muligt at finde data.

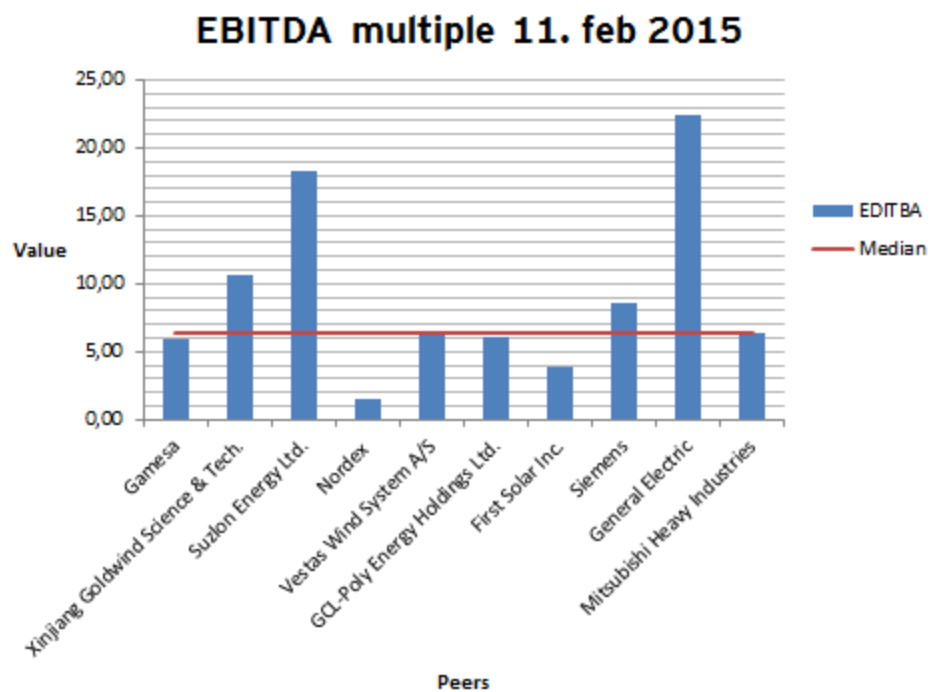
Vækst fra 2013 til 2014



Vækst fra Q1 2014 til Q1 2015



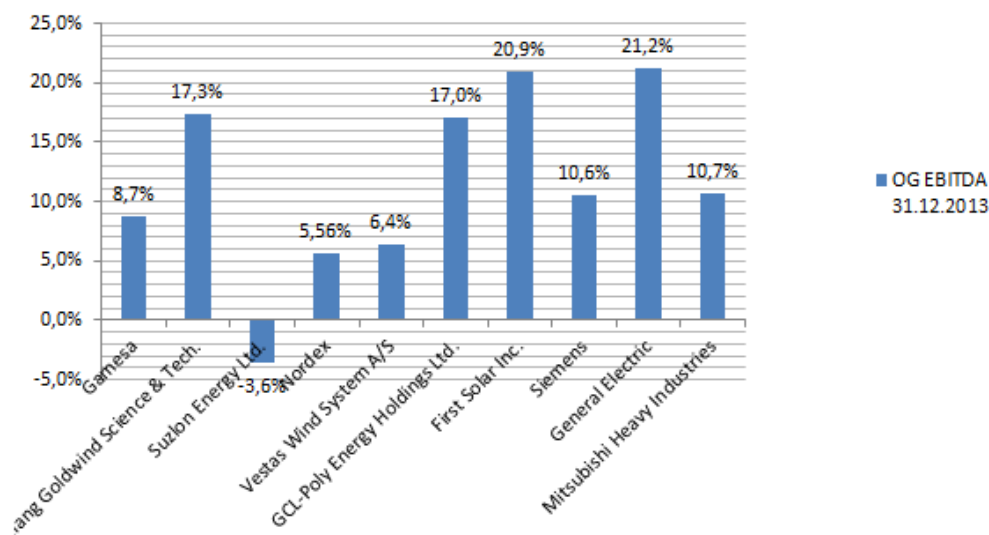
Bilag 10.4.2 EBITDA multiple 11. feb 2015



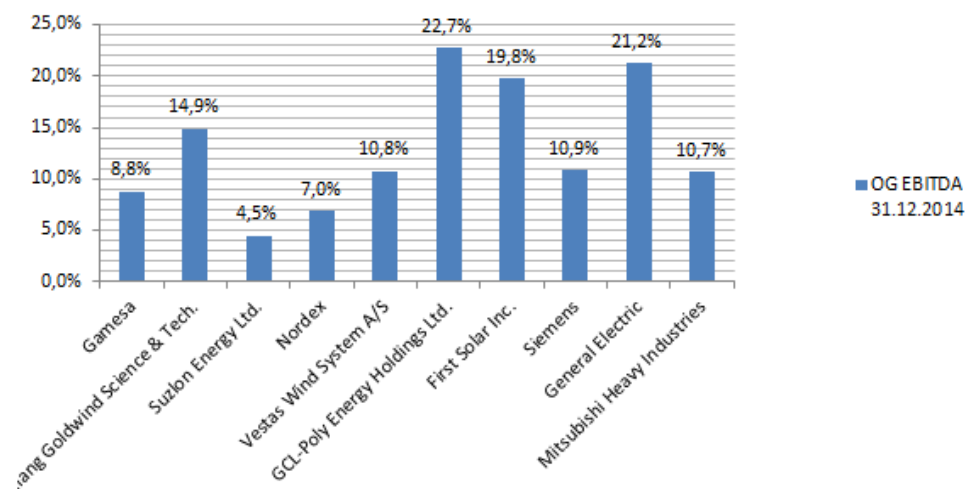
Bilag 10.4.2.1 Udvikling i EBITDA 11. feb 2015

Peer selskaber	31.12.2013		31.12.2014		Udvikling i procent	
	Omsætning	EBITDA	Omsætning	EBITDA	OG EBITDA 31.12.2013	OG EBITDA 31.12.2014
Gamesa	2.336	204	2.846	250	8,7%	8,8%
Xinjiang Goldwind Science & Tech.	12.281	2.129	17.659	2.635	17,3%	14,9%
Suzlon Energy Ltd.	177.828	-6.381	213.829	9.669	-3,6%	4,5%
Nordex	1.502.284	83.567	1.739.465	121.049	5,56%	7,0%
Vestas Wind System A/S	6.084	389	6.910	745	6,4%	10,8%
GCL-Poly Energy Holdings Ltd.	25.530	4.343	37.225	8.457	17,0%	22,7%
First Solar Inc.	3.309	690	3.392	670	20,9%	19,8%
Siemens	72.096	7.622	72.759	7.928	10,6%	10,9%
General Electric	145.688	30.936	148.462	31.492	21,2%	21,2%
Mitsubishi Heavy Industries	3.107.249	331.633	3.770.204	403.038	10,7%	10,7%

OG EBITDA 31.12.2013



OG EBITDA 31.12.2014



Bilag 10.5 Anbefalinger fra analytikere 2014 og 2015

	2014												2015				
Analytikere:	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj
AlphaValue:																	
Macquarie:																	
Nordea Equity Research:																	
Commerzbank Corporate:																	
Jyske Bank:																	
HSBC:																	
Carnegie:																	
Alm. Brand:																	
Credit Suisse:																	
Goldman Sachs																	
Barclays																	
Societe Generale																	
Danske Bank Markets																	

■ = Køb
■ = Behold
■ = Sælg
■ = Ingen data

Bilag 11 anbefalinger fra analytikere

AlphaValue:

<

95 Actions		90 Chart	Analyst Recommendations: Historical Recommendations		
Analyst	Heinz Steffen	Firm	AlphaValue		
Company	Vestas Wind Systems A/S	Last Price	329.7	DKK	

Recommendation	Date	Target Price	Period	Close Price
reduce	05/07/15	313.00	6	326.70
reduce	04/30/15	305.00	6	303.10
reduce	04/23/15	310.00	6	303.50
reduce	04/16/15	315.00	6	312.40
reduce	04/09/15	312.00	6	316.10
reduce	04/08/15	310.00	6	311.50
add	04/02/15	306.00	6	296.40
add	03/26/15	305.00	6	280.99
add	03/12/15	300.00	6	280.50
add	03/05/15	294.00	6	276.15
add	02/26/15	306.00	6	275.56
add	02/25/15	305.00	6	273.79
sell	02/19/15	220.00	6	272.31
sell	02/16/15	216.00	6	258.99
sell	02/12/15	215.00	6	264.51
sell	02/05/15	214.00	6	276.25
sell	01/29/15	213.00	6	250.70
sell	01/22/15	209.00	6	242.31
sell	01/15/15	206.00	6	223.86
sell	01/08/15	207.00	6	234.81
sell	01/05/15	209.00	6	234.72
reduce	01/01/15	207.00	6	223.47
reduce	12/25/14	212.00	6	227.12

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2015 Bloomberg Finance L.P.
SN 760856 BST GMT+1:00 H373-1058-0 11-May-2015 13:56:44

<HELP> for explanation.

<Menu> to Return

95 Actions		90 Chart	Analyst Recommendations: Historical Recommendations		
Analyst	Heinz Steffen	Firm	AlphaValue		
Company	Vestas Wind Systems A/S	Last Price	225.1	DKK	

Recommendation	Date	Target Price	Period	Close Price
reduce	12/11/14	216.00	6	225.10
reduce	12/04/14	219.00	6	227.00
reduce	11/27/14	224.00	6	235.50
reduce	11/20/14	215.00	6	232.60
reduce	11/17/14	213.00	6	229.40
sell	11/13/14	197.00	6	223.70
sell	11/10/14	199.00	6	224.30
reduce	11/06/14	198.00	6	201.90
reduce	10/23/14	196.00	6	197.40
reduce	10/22/14	195.00	6	197.00
add	10/16/14	191.00	6	170.30
add	10/15/14	193.00	6	175.20
reduce	10/09/14	194.00	6	191.90
reduce	10/03/14	197.00	6	217.40
sell	10/02/14	200.00	6	211.00
sell	09/25/14	202.00	6	232.60
sell	09/18/14	201.00	6	232.00
sell	09/11/14	204.00	6	237.30
sell	09/04/14	206.00	6	242.70
sell	08/28/14	209.00	6	240.80
sell	08/21/14	208.00	6	254.50
sell	08/14/14	123.00	6	261.30
sell	08/07/14	120.00	6	246.50

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2014 Bloomberg Finance L.P.
SN 760856 GMT GMT+0:00 G675-868-1 11-Dec-2014 14:25:03

<HELP> for explanation.
Screen Printed

95) Actions		96) Chart		Analyst Recommendations: Historical Recommendations	
Analyst	Heinz Steffen	Firm	AlphaValue		
Company	Vestas Wind Systems A/S	Last Price	225.1	DKK	
Recommendation	Date	Target Price	Period	Close Price	
sell	07/31/14	125.00	6	251.90	
sell	07/03/14	123.00	6	274.80	
sell	06/26/14	124.00	6	271.20	
sell	06/19/14	127.00	6	275.80	
sell	05/29/14	121.00	6	292.80	
sell	05/23/14	118.00	6	278.10	
sell	05/20/14	115.00	6	272.50	
sell	04/17/14	119.00	6	220.90	
sell	04/10/14	124.00	6	231.40	
sell	04/03/14	126.00	6	232.90	
sell	03/27/14	124.00	6	208.00	
sell	03/20/14	127.00	6	201.50	
sell	10/24/13		6	148.90	
sell	10/17/13	88.80	6	155.50	
sell	10/10/13	86.40	6	147.80	
sell	10/03/13	86.50	6	148.80	
sell	09/27/13	85.00	6	139.10	
sell	09/26/13	75.60	6	133.10	
sell	09/19/13	77.20	6	126.60	
sell	09/12/13	76.10	6	122.60	
sell	09/05/13	73.00	6	113.40	
sell	08/29/13	72.30	6	107.80	
sell	08/22/13	73.40	6	110.70	
Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2014 Bloomberg Finance L.P. SN 760856 GMT GMT+0:00 6675-868-1 11-Dec-2014 14:25:18					

<HELP> for explanation.
Screen Printed

95) Actions - 96) Chart		Analyst Recommendations: Historical Recommendations			
Analyst	Heinz Steffen	Firm	AlphaValue		
Company	Vestas Wind Systems A/S	Last Price	225.1	DKK	
Recommendation	Date	Target Price	Period	Close Price	
sell	08/15/13	73.30	6	113.80	
sell	08/01/13	72.10	6	119.50	
sell	07/25/13	71.20	6	110.50	
sell	07/18/13	68.10	6	94.30	
sell	07/11/13	66.20	6	93.00	
sell	07/04/13	64.00	6	85.40	
sell	06/27/13	62.90	6	80.75	
sell	06/13/13	57.20	6	72.00	
sell	06/06/13	48.30	6	73.30	
sell	05/30/13	51.20	6	85.00	
sell	05/23/13	49.20	6	70.25	
sell	05/16/13	48.60	6	69.80	
sell	05/10/13	48.00	6	59.85	
sell	05/09/13	47.90	6	59.85	
reduce	05/02/13	46.70	6	50.00	
reduce	04/25/13	46.20	6	47.87	
reduce	04/11/13	43.70	6	46.85	
reduce	04/04/13	43.50	6	43.40	
reduce	03/28/13	43.00	6	46.50	
reduce	03/21/13	43.30	6	47.20	
reduce	03/07/13	42.60	6	41.08	
reduce	02/28/13	40.70	6	40.80	
reduce	02/21/13	40.80	6	39.88	
Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2014 Bloomberg Finance L.P. SN 760856 GMT GMT+0:00 6675-868-1 11-Dec-2014 14:25:28					

<HELP> for explanation.
Screen Printed

95) Actions		96) Chart		Analyst Recommendations: Historical Recommendations		
Analyst	Heinz Steffen	Firm	AlphaValue			
Company	Vestas Wind Systems A/S	Last Price	225.1	DKK		
Recommendation	Date	Target Price	Period	Close Price		
reduce	02/19/13	40.60	6	40.00		
add	02/14/13	42.80	6	40.13		
add	02/08/13	45.10	6	40.20		
buy	02/07/13	43.30	6	40.50		
buy	01/31/13	54.70	6	33.18		
buy	01/24/13	56.30	6	37.69		
buy	01/17/13	55.80	6	38.13		
buy	01/10/13	55.10	6	39.65		
buy	01/03/13	53.50	6	34.22		
buy	12/27/12	54.00	6	34.09		
buy	12/20/12	53.10	6	35.84		
buy	12/13/12	51.20	6	30.50		
buy	12/06/12	51.30	6	29.50		
buy	11/22/12	46.80	6	25.88		
buy	11/15/12	47.10	6	24.07		
buy	11/08/12	48.20	6	27.00		
buy	11/01/12	74.90	6	32.00		
buy	10/25/12	73.70	6	31.03		
buy	10/18/12	74.80	6	34.50		
buy	10/11/12	75.20	6	34.98		
buy	10/04/12	76.60	6	35.60		
buy	09/27/12	79.50	6	43.02		
buy	09/20/12	77.50	6	39.60		
Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000						
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2014 Bloomberg Finance L.P.						
SN 760856 GNT GNT*0:00 6675-668-1 11-Dec-2014 14:25:45						

Barclay:

VWS DC DKK 330.00 +1.00 (330.00/330.20) 1388x979
 13:40 d Vol 1,109,438 O 332.00 H 332.50 L 329.70 Val 367.308M

95 Actions		90 Chart		Analyst Recommendations: Historical Recommendations	
Analyst	David Vos	Firm	Barclays		
Company	Vestas Wind Systems A/S	Last Price	330	DKK	

Recommendation	Date	Target Price	Period	Close Price
equalweight	05/08/15	310.00		329.00
equalweight	05/07/15	310.00		326.70
equalweight	05/01/15	270.00		303.10
equalweight	02/11/15	270.00		258.59
equalweight	01/12/15	270.00		231.46
equalweight	01/07/15	270.00		232.94
underweight	12/08/14	155.00		232.05
underweight	11/10/14	155.00		221.30
underweight	10/16/14	155.00		168.02
underweight	08/21/14	220.00		251.09
underweight	07/17/14	210.00		253.56
underweight	06/16/14	220.00		269.54
equalweight	09/05/13	97.00		111.88
equalweight	08/22/13	97.00		109.22
equalweight	05/09/13	50.00		59.05
equalweight	03/26/13	50.00		46.70
equalweight	12/21/12	47.00		35.20
equalweight	08/28/12	47.00		39.65

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2015 Bloomberg Finance L.P.
 SN 760856 BST GMT+1:00 H373-1858-0 11-May-2015 13:55:54

Macquarie:

<

95 Actions		90 Chart		Analyst Recommendations: Historical Recommendations	
Analyst	Shai Hill	Firm	Macquarie		
Company	Vestas Wind Systems A/S	Last Price	330	DKK	

Recommendation	Date	Target Price	Period	Close Price
neutral	05/07/15	250.00	12	326.70
neutral	03/05/15	200.00	12	276.15
neutral	02/12/15	200.00	12	264.51
neutral	01/30/15	200.00	12	255.04
neutral	01/08/15	200.00	12	234.81
neutral	12/02/14	200.00	12	223.76
underperform	11/08/14	170.00	12	233.43
underperform	11/04/14	150.00	12	198.90
underperform	08/21/14	150.00	12	251.09
underperform	08/20/14	150.00	12	267.18
underperform	05/09/14	110.00	12	261.26
underperform	03/26/14	110.00	12	197.82
underperform	02/06/14	110.00	12	185.48
underperform	01/13/14	110.00	12	193.87
underperform	11/02/13	90.00	12	148.58
underperform	05/09/13	20.00	12	59.05
underperform	02/07/13	20.00	12	39.96
underperform	11/08/12	20.00	12	26.64
underperform	08/23/12	25.00	12	32.92
underperform	02/09/12	40.00	12	58.65
underperform	11/10/11	80.00	12	74.14
underperform	11/01/11	80.00	12	81.54
underperform	10/20/11	98.00	12	88.84

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2015 Bloomberg Finance L.P.
 SN 760856 BST GMT+1:00 H373-1858-0 11-May-2015 13:56:31

Nordea Equity Research:

<

95) Actions		96) Chart		Analyst Recommendations: Historical Recommendations			
Analyst	Patrik Setterberg			Firm	Nordea Equity Research		
Company	Vestas Wind Systems A/S			Last Price	330	DKK	
Recommendation	Date	Target Price	Period	Close Price			
buy	05/07/15	380.00		326.70			
buy	04/28/15	350.00		308.50			
buy	04/08/15	350.00		311.50			
hold	03/09/15	280.00		272.50			
hold	02/13/15			258.59			
hold	02/12/15	280.00		264.51			
hold	02/04/15	280.00		269.84			
hold	01/07/15	270.00		232.94			
buy	11/28/14	265.00		217.45			
buy	11/20/14	265.00		229.49			
buy	11/10/14	265.00		221.30			
buy	10/31/14	220.00		196.14			
buy	10/20/14	220.00		179.17			
hold	08/21/14	295.00		251.09			
buy	08/08/14	310.00		234.03			
buy	06/11/14	340.00		284.34			
buy	05/12/14	300.00		269.84			
buy	05/02/14	275.00		239.16			
buy	04/04/14	275.00		232.45			
buy	02/19/14	220.00		195.15			
buy	02/10/14	220.00	12	187.85			
dropped coverage	02/04/14		12	167.62			
buy	01/07/14	210.00	12	194.76			
Australia 61 2 9777 0600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000							
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2015 Bloomberg Finance L.P.							
SN 760856 B5T GMT+1:00 H373-1858-0 11-May-2015 13:56:37							

<HELP> for explanation.

<Menu> to Return

95) Actions		96) Chart		Analyst Recommendations: Historical Recommendations	
Analyst	Patrik Setterberg	Firm	Nordea Equity Research		
Company	Vestas Wind Systems A/S	Last Price	225.1 DKK		
Recommendation	Date	Target Price	Period	Close Price	
buy	11/28/14	265.00		220.40	
buy	11/20/14	265.00		232.60	
buy	11/10/14	265.00		224.30	
buy	10/31/14	220.00		198.80	
buy	10/20/14	220.00		181.60	
hold	08/21/14	295.00		254.50	
buy	08/08/14	310.00		237.20	
buy	06/11/14	340.00		288.20	
buy	05/12/14	300.00		273.50	
buy	05/02/14	275.00		242.40	
buy	04/04/14	275.00		235.60	
buy	02/19/14	220.00		197.80	
buy	02/10/14	220.00	12	190.40	
dropped coverage	02/04/14		12	170.10	
buy	01/07/14	210.00	12	197.40	
buy	12/06/13	178.00	12	147.90	
buy	11/07/13	185.00	12	161.00	
buy	10/30/13	170.00	12	144.60	
buy	10/08/13	170.00	12	147.90	
dropped coverage	09/27/13		12	139.10	
buy	08/22/13	125.00	12	110.70	
hold	08/09/13	120.00	12	113.30	
buy	06/24/13	84.00	12	71.30	
Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000					
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2014 Bloomberg Finance L.P.					
SN 760856 GMT GMT*0:00 G675-868-1 11-Dec-2014 14:26:16					

<HELP> for explanation.
Screen Printed

95) Actions - 96) Chart		Analyst Recommendations: Historical Recommendations			
Analyst	Patrik Setterberg	Firm	Nordea Equity Research		
Company	Vestas Wind Systems A/S	Last Price	225.1	DKK	
Recommendation	Date	Target Price	Period	Close Price	
buy	05/10/13	70.00	12	59.85	
buy	04/30/13	54.00	12	49.06	
buy	04/18/13	52.00	12	42.58	
buy	03/21/13	52.00	12	47.20	
buy	02/07/13	44.00	12	40.50	
hold	01/30/13	40.00	12	36.26	
hold	01/22/13	40.00	12	38.65	
hold	11/27/12	33.00	12	27.85	
hold	11/08/12	28.00	12	27.00	
hold	10/31/12	35.00	12	33.33	
hold	09/24/12	45.00	12	42.91	
hold	08/29/12	45.00	12	38.18	
hold	08/23/12	35.00	12	33.37	
hold	08/20/12	35.00	12	32.14	
hold	08/01/12	35.00	12	26.65	
hold	06/13/12	40.00	12	29.82	
hold	05/03/12	50.00	12	44.58	
hold	04/25/12	58.00	12	51.95	
hold	03/30/12	63.00	12	56.60	
hold	02/09/12	63.00	12	59.45	
hold	02/03/12	65.00	12	74.45	
hold	01/13/12	65.00		57.00	
hold	01/04/12	65.00		56.25	
Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000					
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2014 Bloomberg Finance L.P.					
SN 760856 GMT GMT+0:00 6675-868-1 11-Dec-2014 14:26:21					

Commerzbank Corporate:

95) Actions		96) Chart		Analyst Recommendations: Historical Recommendations			
Analyst	Sebastian Growe	Firm	Commerzbank Corporates & Markets				
Company	Vestas Wind Systems A/S	Last Price	329.7	DKK			
Recommendation	Date	Target Price	Period	Close Price			
reduce	04/22/15	260.00	6	313.30			
reduce	03/02/15	260.00	6	274.58			
hold	01/29/15	225.00	6	250.70			
hold	11/14/14	225.00	6	226.63			
reduce	10/28/14	225.00	6	188.94			
reduce	08/22/14	225.00	6	251.29			
reduce	08/04/14	210.00	6	247.15			
reduce	05/19/14	210.00	6	260.57			
reduce	04/25/14	150.00	6	223.86			
reduce	02/05/14	150.00	6	179.37			
reduce	01/29/14	130.00	6	172.36			
reduce	11/08/13	130.00	6	159.93			
reduce	11/01/13	94.00	6	148.58			
reduce	08/30/13	94.00	6	104.19			
hold	08/14/13	47.00	6	111.88			
hold	04/30/13	47.00	6	48.40			
hold	03/15/13	47.00	6	45.63			
Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000							
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2015 Bloomberg Finance L.P.							
SN 760856 BST GMT+1:00 H373-1858-0 11-May-2015 13:57:11							

Jyske Bank:

<

95) Actions		96) Chart	Analyst Recommendations: Historical Recommendations			
Analyst	Janne Vincent Kjaer		Firm	Jyske Bank		
Company	Vestas Wind Systems A/S		Last Price	330	DKK	
Recommendation			Date	Target Price	Period	Close Price
buy			05/07/15	370.00		326.70
buy			04/08/15	330.00		311.50
buy			03/09/15	310.00		272.50
buy			01/07/15	290.00		232.94
buy			11/10/14	280.00		221.30
buy			10/24/14	260.00		187.95
buy			09/18/14	285.00		228.90
buy			08/21/14	310.00		251.09
buy			07/31/14	300.00		248.53
reduce			06/11/14	300.00		284.34
buy			05/12/14	300.00		269.84
buy			04/04/14	270.00		232.45
buy			01/30/14	220.00		181.83
buy			01/07/14	220.00		194.76
buy			11/07/13	200.00		158.85
buy			10/25/13	190.00		143.65
buy			09/30/13	165.00		137.24
buy			09/26/13	148.00		131.32
reduce			08/19/13	120.00		101.52
buy			07/30/13	120.00		107.54
buy			05/30/13	95.00		83.86
buy			05/16/13	80.00		68.87
buy			05/10/13	70.00		59.05
Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2015 Bloomberg Finance L.P. SN 760856 BST GMT+1:00 H373-1050-0 11-May-2015 13:56:21						

<HELP> for explanation.

Screen Printed

95) Actions		96) Chart		Analyst Recommendations: Historical Recommendations		
Analyst	Janne Vincent Kjaer	Firm	Jyske Bank			
Company	Vestas Wind Systems A/S	Last Price	224.9	DKK		
Recommendation	Date	Target Price	Period	Close Price		
reduce	03/26/13	47.00		47.33		
reduce	03/21/13	47.00		47.20		
reduce	03/04/13	42.00		40.20		
reduce	02/18/13	40.00		40.34		
reduce	01/09/13	38.00		36.70		
reduce	11/27/12	34.00		27.85		
reduce	11/20/12	30.00		24.38		
reduce	06/20/12	35.00		30.80		
reduce	05/22/12	42.00		39.07		
reduce	05/07/12	52.00		43.02		
reduce	04/19/12	57.00		51.45		
reduce	04/11/12	57.00		50.65		
reduce	03/19/12	65.00		62.40		
buy	02/09/12	68.00		59.45		
strong buy	02/06/12	95.00		68.70		
strong buy	01/05/12	75.00		55.00		
strong buy	11/10/11	110.00		75.15		
strong buy	11/01/11	125.00		82.65		
strong buy	10/25/11	135.00		106.00		
strong buy	08/18/11	165.00		103.40		
buy	08/12/11	130.00		90.60		
buy	08/05/11	225.00		106.60		
buy	05/23/11	225.00		159.60		
Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2014 Bloomberg Finance L.P. SN 760856 GMT GMT+0:00 G675-868-1 11-Dec-2014 14:27:21						

HSBC:

<

95) Actions - 90) Chart		Analyst Recommendations: Historical Recommendations		
Analyst	Sean D McLoughlin	Firm	HSBC	
Company	Vestas Wind Systems A/S	Last Price	329.9	DKK

Recommendation	Date	Target Price	Period	Close Price
buy	03/30/15	340.00		286.32
overweight	03/16/15	340.00		283.95
overweight	02/09/15	345.00		283.55
overweight	11/10/14	285.00		221.30
overweight	10/23/14	240.00		194.76
neutral	07/10/14	275.00		245.17
overweight	04/30/14	275.00		235.60
overweight	02/07/14	215.00		184.99
restricted	01/07/14			194.76
overweight	11/15/13	190.00		153.91
overweight	09/30/13	170.00		137.24
overweight	08/22/13	130.00		109.22
overweight	07/30/13	130.00		107.54
overweight	05/14/13	100.00		68.67
neutral	02/07/13	42.00		39.96
neutral	01/24/13	42.00		37.19
neutral	11/27/12	35.00		27.48
neutral	10/31/12	35.00		32.88
underweight	08/23/12	25.00		32.92
underweight	05/08/12	40.00		43.87
underweight	04/18/12	45.00		50.96
underweight	02/09/12	50.00		58.65
underweight	01/17/12	50.00		60.23

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2015 Bloomberg Finance L.P.
 SN 760856 BST GMT+1:00 H373-1858-0 11-May-2015 13:57:14

Carnegie:

<

95) Actions - 90) Chart		Analyst Recommendations: Historical Recommendations		
Analyst	Claus Almer	Firm	Carnegie	
Company	Vestas Wind Systems A/S	Last Price	330	DKK

Recommendation	Date	Target Price	Period	Close Price
buy	05/07/15	395.00		326.70
buy	05/04/15	395.00		315.90
buy	04/29/15	390.00		302.60
buy	04/07/15	390.00		308.00
buy	02/13/15	335.00		258.59
buy	01/07/15	335.00		232.94
buy	01/05/15	335.00		234.72
buy	11/10/14	335.00		221.30
buy	11/03/14	325.00		201.86
buy	08/25/14	325.00		252.08
buy	06/02/14			285.63
buy	05/12/14			269.84
buy	02/10/14			187.85
buy	01/07/14			194.76
buy	11/07/13			158.85
buy	10/30/13			142.66
buy	09/30/13			137.24
buy	08/26/13			106.55
hold	07/01/13			79.42
hold	02/07/13			39.96
sell	11/08/12			26.64
sell	08/23/12			32.92
sell	05/03/12			43.98

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2015 Bloomberg Finance L.P.
 SN 760856 BST GMT+1:00 H373-1858-0 11-May-2015 13:56:34

<HELP> for explanation.

<Menu> to Return

95 Actions - 96 Chart Analyst Recommendations: Historical Recommendations

Analyst Claus Almer Firm Carnegie
Company Vestas Wind Systems A/S Last Price 224.9 DKK

Recommendation	Date	Target Price	Period	Close Price
buy	11/10/14	335.00		224.30
buy	11/03/14	325.00		204.60
buy	08/25/14	325.00		255.50
buy	06/02/14			289.50
buy	05/12/14			273.50
buy	02/10/14			190.40
buy	01/07/14			197.40
buy	11/07/13			161.00
buy	10/30/13			144.60
buy	09/30/13			139.10
buy	08/26/13			108.00
hold	07/01/13			80.50
hold	02/07/13			40.50
sell	11/08/12			27.00
sell	08/23/12			33.37
sell	05/03/12			44.58
sell	02/09/12			59.45
sell	01/04/12			56.25
sell	12/08/11			67.00
sell	12/05/11			76.30
sell	10/31/11			84.35
buy	09/28/11			94.10
outperform	05/05/11			163.00

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2014 Bloomberg Finance L.P.
SN 760856 GMT GMT+0:00 G675-868-1 11-Dec-2014 14:27:31

ABG:

<HELP> for explanation.

<Menu> to Return

95 Actions - 96 Chart Analyst Recommendations: Historical Recommendations

Analyst Lars Heindorff Firm ABG Sundal Collier
Company Vestas Wind Systems A/S Last Price 225 DKK

Recommendation	Date	Target Price	Period	Close Price
hold	11/09/14	245.00	6	236.60
buy	10/31/14	300.00	6	198.80
buy	08/20/14	300.00	6	270.80
buy	08/12/14	300.00	6	260.60
buy	06/29/14	300.00	6	267.00
buy	05/11/14	300.00	6	264.80
buy	04/10/14	300.00	6	231.40
buy	02/04/14	210.00	6	170.10
buy	01/07/14	210.00	6	197.40
buy	01/05/14	210.00	6	176.40
hold	11/07/13	175.00	6	161.00
hold	08/21/13	120.09	6	109.00
hold	08/13/13	120.10	6	111.70
buy	06/30/13	90.25	6	81.40
buy	05/26/13	90.18	6	74.85
buy	05/08/13	75.28	6	59.85
buy	04/28/13	52.19	6	47.87
buy	02/06/13	51.47	6	36.70
sell	01/25/13	20.89	6	38.50
sell	11/26/12	20.88	6	31.55
sell	11/07/12	20.89	6	26.65
sell	11/01/12	20.89	6	32.00
sell	10/04/12	20.88	6	35.60

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2014 Bloomberg Finance L.P.
SN 760856 GMT GMT+0:00 G675-868-1 11-Dec-2014 14:28:12

Alm. Brand:

<

95) Actions		96) Chart	Analyst Recommendations: Historical Recommendations		
Analyst	Michael Friis	Firm	Alm Brand Markets		
Company	Vestas Wind Systems A/S	Last Price	330	DKK	

Recommendation	Date	Target Price	Period	Close Price
buy	05/07/15	350.00	12	326.70
neutral	11/07/14	260.00	12	233.43
neutral	11/03/14	230.00	12	201.86
neutral	08/15/14	285.00	12	256.13
neutral	05/09/14	285.00	12	261.26
neutral	05/06/14	260.00		246.16
neutral	02/04/14	185.00		167.82
sell	11/06/13	130.00		164.96
sell	11/04/13	130.00		145.03
sell	08/22/13	90.00		109.22
sell	08/13/13	90.00		110.21
neutral	05/13/13	60.00		65.41
neutral	05/07/13	55.00		52.19
buy	02/06/13	45.00		36.21
buy	02/04/13	40.00		33.87
buy	11/27/12	40.00		27.48
buy	11/05/12	50.00		31.13
buy	10/05/12	50.00	12	36.82
neutral	08/29/12	45.00	12	37.67
sell	08/21/12	25.00	12	33.49

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2015 Bloomberg Finance L.P.
 SN 760856 BST GMT+1:00 H373-1858-0 11-May-2015 13:56:15

Credit Suisse:

<

95) Actions		96) Chart	Analyst Recommendations: Historical Recommendations		
Analyst	Mark Freshney	Firm	Credit Suisse		
Company	Vestas Wind Systems A/S	Last Price	330	DKK	

Recommendation	Date	Target Price	Period	Close Price
neutral	05/07/15	250.00		326.70
neutral	10/15/14	185.00		172.86
underperform	06/16/14	175.00		269.54
underperform	06/10/14	175.00		290.26
underperform	01/24/14	130.00		176.11
neutral	08/22/13	55.00		109.22
neutral	05/13/13	55.00		65.41
underperform	11/05/12	30.00		31.13
underperform	09/11/12	30.00		43.21
underperform	08/01/12	25.00		26.29
underperform	05/10/12	40.00		42.77
underperform	04/30/12	40.00		48.95
underperform	02/01/12	50.00		64.13
underperform	01/04/12	60.00		55.50
underperform	10/31/11	95.00		83.22
underperform	08/19/11	95.00		103.00
underperform	04/14/11	150.00		192.59
underperform	11/23/10	150.00		166.64
underperform	10/27/10	150.00		174.04
underperform	10/22/10	150.00		198.80
underperform	08/19/10	225.00		240.04
underperform	08/09/10	225.00		299.93
underperform	07/02/10	225.00		254.65

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2015 Bloomberg Finance L.P.
 SN 760856 BST GMT+1:00 H373-1858-0 11-May-2015 13:56:28

Nykredit:

<HELP> for explanation.
<Menu> to Return

95 Actions - 90 Chart		Analyst Recommendations: Historical Recommendations		
Analyst	Klaus Kehl	Firm	NYKREDIT	
Company	Vestas Wind Systems A/S	Last Price	224.9	DKK
Recommendation	Date	Target Price	Period	Close Price
outperform	12/05/13			141.40
outperform	06/14/13			72.30
underperform	06/03/13			78.70
outperform	03/22/13			47.70
neutral	02/07/13			40.50
underperform	11/08/12			27.00
Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2014 Bloomberg Finance L.P. SN 760856 GMT GMT+0:00 G675-868-1 11-Dec-2014 14:28:57				

Goldman Sachs:

WVS DC DKK 1 330.00 +1.00		C 330.00 / 330.20		1388 x 979
..... At 13:40 d Vol 1,109,438 O 332.00		H 332.50		L 329.70 Val 367.308M
95 Actions - 90 Chart		Analyst Recommendations: Historical Recommendations		
Analyst	Manuel Losa	Firm	Goldman Sachs	
Company	Vestas Wind Systems A/S	Last Price	330	DKK
Recommendation	Date	Target Price	Period	Close Price
Buy/Neutral	05/08/15	430.00	12	329.00
Buy/Neutral	04/21/15	390.00	12	317.30
Buy/Neutral	01/20/15	390.00	12	230.38
Buy/Neutral	12/16/14	360.00	12	209.46
Buy/Neutral	11/18/14	330.00	12	229.68
Buy/Neutral	09/19/14	320.00	12	228.99
neutral/neutral	06/23/14	320.00	12	275.27
neutral/neutral	05/29/14	315.00	12	288.88
Buy/Neutral	05/14/14	300.00	12	261.95
Buy/Neutral	05/01/14	270.00	12	236.20
Buy/Neutral	04/25/14	267.50	12	223.86
Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2015 Bloomberg Finance L.P. SN 760856 GMT GMT+1:00 H373-1858-0 11-May-2015 13:55:45				

Societe Generale:

Only positive numbers allowed with <Print>.

95) Actions		96) Chart		Analyst Recommendations: Historical Recommendations	
Analyst	Alok Katre	Firm	Societe Generale		
Company	Vestas Wind Systems A/S	Last Price	330	DKK	
Recommendation	Date	Target Price	Period	Close Price	
hold	05/07/15	340.00	12	326.70	
hold	05/06/15	300.00	12	325.90	
hold	04/28/15	300.00	12	308.50	
hold	03/31/15	300.00	12	287.90	
hold	03/30/15	300.00	12	286.32	
hold	02/12/15	265.00	12	264.51	
hold	01/28/15	265.00	12	251.78	
hold	01/07/15	265.00	12	232.94	
hold	11/07/14	295.00	12	233.43	
hold	10/08/14	295.00	12	189.63	
hold	08/21/14	295.00	12	251.09	
buy	08/20/14	305.00	12	267.18	
buy	07/08/14	305.00	12	251.78	
buy	07/07/14	305.00	12	264.81	
buy	05/12/14	305.00	12	269.84	
buy	05/09/14	280.00	12	261.26	
buy	05/05/14	280.00	12	244.58	
buy	05/02/14	280.00	12	239.16	
buy	04/11/14	215.00	12	225.05	
buy	02/05/14	215.00	12	179.37	
buy	02/04/14	230.00	12	167.82	
buy	01/20/14	230.00	12	189.33	
buy	01/17/14	230.00	12	191.40	
Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000					
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2015 Bloomberg Finance L.P.					
SN 760856 BST GMT+1:00 H373-1858-0 11-May-2015 13:56:10					

Danske Bank:

95) Actions		96) Chart	Analyst Recommendations: Historical Recommendations		
Analyst	Kristian Tornøe Johansen	Firm	Danske Bank Markets		
Company	Vestas Wind Systems A/S	Last Price	329.7	DKK	
Recommendation	Date	Target Price	Period	Close Price	
buy	05/07/15	375.00	12	326.70	
buy	04/17/15	370.00	12	303.50	
buy	03/16/15	355.00	12	283.95	
buy	02/02/15	320.00	12	256.82	
buy	01/05/15	300.00	12	234.72	
buy	11/10/14	290.00	12	221.30	
buy	10/23/14	275.00	12	194.76	
buy	10/01/14	315.00	12	220.41	
buy	08/20/14	350.00	12	267.18	
buy	06/13/14	350.00	12	283.06	
buy	06/04/14	310.00	12	288.78	
buy	05/12/14	310.00	12	269.84	
buy	05/07/14	290.00	12	236.89	
buy	04/29/14	290.00	12	228.70	
buy	03/31/14	290.00	12	214.89	
buy	03/12/14	250.00	12	198.11	
buy	02/05/14	230.00	12	179.37	
buy	01/03/14	230.00	12	174.04	
buy	12/12/13	220.00	12	142.17	
Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000					
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2015 Bloomberg Finance L.P.					
SN 760856 BST GMT+1:00 H373-1858-0 11-May-2015 13:56:47					