

**Cand.merc.aud.-studiet  
Institut for Regnskab og Revision  
Kandidatafhandling**

## **Værdiansættelse af Vestas**



Udarbejdet af: Kristina May Jensen  
Afleveret den 5. maj 2009

Vejleder: Ole Sørensen

Copenhagen Business School 2009

# Indholdsfortegnelse

|  |           |
|--|-----------|
| <b>1. Executive summary</b> .....                  | <b>1</b>  |
| <b>2. Indledning</b> .....                         | <b>2</b>  |
| <b>2.1. Problemformulering</b> .....               | <b>3</b>  |
| 2.1.1. Problembehandling .....                     | 3         |
| <b>2.2. Metode- og modelvalg</b> .....             | <b>5</b>  |
| <b>2.3. Afgrænsning</b> .....                      | <b>12</b> |
| <b>2.4. Målgruppe</b> .....                        | <b>13</b> |
| <b>2.5. Kildekritik</b> .....                      | <b>13</b> |
| <b>3. Præsentation af Vestas</b> .....             | <b>14</b> |
| <b>3.1. Historie</b> .....                         | <b>14</b> |
| <b>3.2. Organisation</b> .....                     | <b>16</b> |
| <b>3.3. Produkter</b> .....                        | <b>17</b> |
| <b>4. Strategisk analyse</b> .....                 | <b>18</b> |
| <b>4.1. Analyse af omverdenen</b> .....            | <b>18</b> |
| 4.1.1. Politik og lovgivning .....                 | 19        |
| 4.1.2. Økonomiske forhold .....                    | 21        |
| 4.1.3. Teknologi og miljø .....                    | 22        |
| <b>4.2. Brancheanalyse</b> .....                   | <b>23</b> |
| 4.2.1. Substituerende produkter .....              | 23        |
| 4.2.2. Adgangsbarrierer .....                      | 23        |
| 4.2.3. Leverandørernes forhandlingsstyrke.....     | 24        |
| 4.2.4. Kundernes forhandlingsstyrke .....          | 25        |
| 4.2.5. Konkurrencen på vindmøllemarkedet.....      | 27        |
| <b>4.3. Intern analyse af Vestas</b> .....         | <b>31</b> |
| 4.3.1. Ressourcer .....                            | 31        |
| 4.3.2. Kernekompetencer .....                      | 33        |
| 4.3.3. Risici.....                                 | 33        |
| <b>4.4. SWOT analyse</b> .....                     | <b>36</b> |
| <b>5. Regnskabsanalyse</b> .....                   | <b>39</b> |
| <b>5.1. Reformulering af årsrapporterne</b> .....  | <b>41</b> |
| <b>5.2. Rentabilitetsanalyse</b> .....             | <b>43</b> |
| <b>5.3. Vækstanalyse</b> .....                     | <b>45</b> |
| <b>5.4. Delkonklusion regnskabsanalyse</b> .....   | <b>48</b> |
| <b>6. Budget</b> .....                             | <b>48</b> |
| <b>6.1. Budgetforudsætninger</b> .....             | <b>49</b> |
| <b>7. Værdiansættelse</b> .....                    | <b>60</b> |
| <b>7.1. Residualindkomstmodellen</b> .....         | <b>60</b> |
| <b>7.2. Vestas sammenlignet med branchen</b> ..... | <b>63</b> |
| <b>7.3. Scenarioanalyse</b> .....                  | <b>66</b> |
| 7.3.1. Best case scenario .....                    | 67        |

|  |           |
|--|-----------|
| 7.3.2. Worst case scenario .....                                   | 68        |
| 7.3.3. Ændring i kapitalstruktur .....                             | 69        |
| <b>8. Konklusion.....</b>  | <b>71</b> |
| <b>9. Perspektivering .....</b>                                    | <b>75</b> |
| <b>10. Litteraturliste .....</b>                                   | <b>77</b> |
| <b>11. Bilag .....</b>   | <b>79</b> |
| 11.1. Bilag 1 Oprindelige regnskaber for Vestas .....              | 79        |
| 11.2. Bilag 2 Reformulering egenkapital.....                       | 82        |
| 11.3. Bilag 3 Reformulering balance .....                          | 83        |
| 11.4. Bilag 4 Reformulering resultatopgørelse .....                | 84        |
| 11.5. Bilag 5 Rentabilitetsanalyse .....                           | 85        |
| 11.6. Bilag 6 Core resultatopgørelse .....                         | 86        |
| 11.7. Bilag 7 Vækstanalyse .....                                   | 87        |
| 11.8. Bilag 8 Budget .....   | 88        |
| 11.9. Bilag 9 Værdiansættelse efter residualindkomstmodellen ..... | 90        |
| 11.10. Bilag 10 Værdiansættelse efter cash flow modellen .....     | 91        |
| 11.11. Bilag 11 Best case scenario .....                           | 92        |
| 11.12. Bilag 12 Worst case scenario .....                          | 95        |
| 11.13. Bilag 13 Ændringer i kapitalstruktur og WACC.....           | 98        |

## 1. Executive summary

The purpose of this paper is to give a financial statement analysis and valuation of Vestas. To achieve this I have analyzed the internal and external factors that influence the company. Combined with an accounts analysis the future development in Vestas has been estimated. The budget expectations have given a result of the valuation of Vestas.

Vestas has during recent years been the market leader of the wind turbine industry. In 2007 and 2008 the competition has increased and resulted in a closer share of the market. In 2008 Vestas own 19 per cent share of the market while the nearest competitor GE Wind own 18 per cent share of the market. Furthermore there is an increased competition from the Chinese wind turbine companies.

The wind turbine industry is supported by political initiatives and governmental requests to achieve more renewable energy sources.

Vestas is represented in all global markets which are a great advantage due to a more spread earning. This presence will provide Vestas with a future advantage in proportion to its competitors not present in the same markets.

The wind turbine industry is an industry in growth which insures a large future for the companies present. The future expectations for Vestas show a company in growth and a company with great potentials.

I have estimated the value of Vestas to a stock price of DKK 475 per share. Compared with the stock price on the 8<sup>th</sup> of April 2009 of DKK 280 per share it has been concluded that an investment in Vestas is a favorable investment due to the fact that the stock is undervalued.

If the investor has a different perspective on the future expectations than estimated in this paper it is important that the investor calculates these perspectives when evaluating the performance and valuation of the Vestas stock.

## 2. Indledning

Denne afhandling på CMA studiet har til formål at udarbejde en værdiansættelse af Vestas for at kunne vurdere, om Vestas-aktien er en attraktiv investering for den private investor. Grunden til, at Vestas er udvalgt som virksomhed, er, at jeg finder denne interessant med baggrund i den stigende debat om CO<sub>2</sub> udledningens påvirkning på især den globale opvarmning. Vestas har med deres vindenergiprodukt stillet et klart alternativ til udledningen af CO<sub>2</sub> og forbruget af fossile brændstoffer.

Vindenergi dækker på nuværende tidspunkt 1,3 % af verdens samlede elforbrug.<sup>1</sup> Vestas har som ambition, at vindenergi skal dække 10 % af det samlede elforbrug, når vi kommer frem til år 2020. Om dette er muligt, er svært at vurdere, men vindenergien har i hvert fald gennem årene fået mere og mere politisk opbakning, som er vejen frem imod opnåelsen af målet om 10 % vindenergi i år 2020.

Et skridt på vejen har været vedtagelsen af Kyoto-protokollen, som blev indgået i 1997, og som bestemmer, at alle underskrivende lande skal reducere udledningen af drivhusgasser med 5 % i forhold til deres niveau i 1990 i perioden fra 2008-2012. Alle EU-lande har underskrevet protokollen, men lande som Kina, Indien og USA ville ikke underskrive Kyoto-protokollen, da de fandt målene heri for bindende.<sup>2</sup> Klimadebatten er dog kommet til både USA, Kina og Indien, hvor lovgivningen selvstændigt sætter mål for mere vedvarende energi i fremtiden.

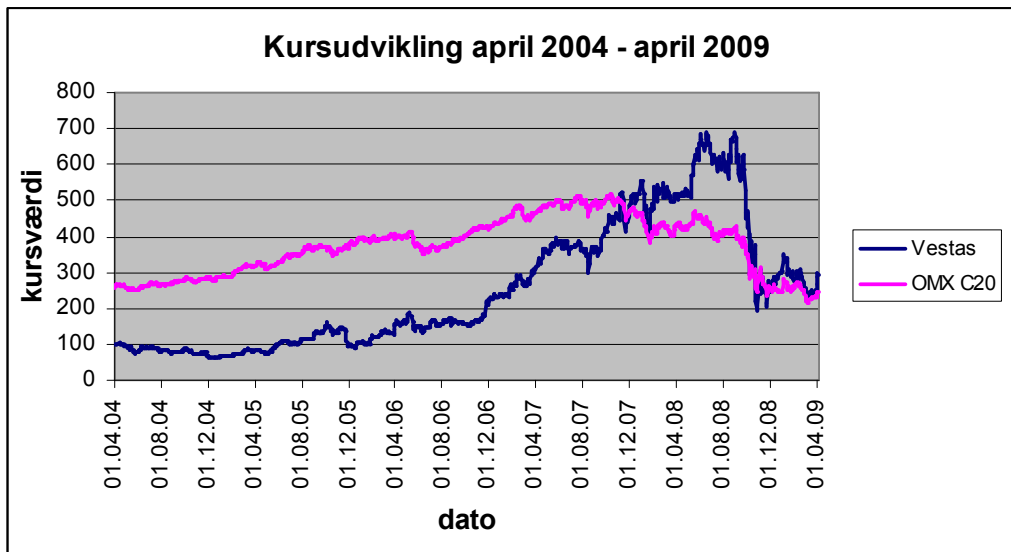
Verden har altså efterhånden fået øjnene op for alternativet, der hedder vedvarende energi. Der er udsigt til en fordobling af elforbruget frem til år 2030, hvilket medfører, at udledningen af CO<sub>2</sub> vil stige kraftigt, hvis ikke anvendelse af vedvarende energi stiger. Af denne grund anses Vestas samt deres konkurrenter i vindmøllebranchen for at være i et meget langsigtet marked, da det alt andet lige vurderes, at verden fremover har brug for de produkter, som vindmøllebranchen tilbyder.

---

<sup>1</sup> Kilde: BTM Consult "World Market Update 2008"

<sup>2</sup> Kilde: Vestas' hjemmeside, <http://www.vestas.com/da/moderne-energi/politiske-initiativer/markedsinformation/kyoto-protokollen>

Vestas har i løbet af de sidste 5 år haft følgende udvikling i deres aktie i forhold til udviklingen i C20-indekset:



Kursudviklingen viser, at Vestas generelt gennem alle år har været en meget svingende aktie i forhold til de 20 mest solgte aktier på Københavns Fondsbørs. En investering i Vestas kan derfor på kort sigt enten vise sig at være meget favorabel eller det stik modsatte. Over en lang periode mener Vestas i hvert fald selv, at de er en god investering, da de opfatter vindmøllebranchen som en branche i vækst.

Jeg vil i denne værdiansættelse vurdere, om Vestas ifølge min beregning vil være en god investering for den private investor. Dette gøres ved at sammenholde værdien af Vestas i værdiansættelsen med markedsværdien af Vestas den 8. april 2009.

## 2.1. Problemformulering

Den overordnede problemstilling, som ønskes besvaret i denne opgave, er:

*”Ud fra en strategisk og regnskabsmæssig analyse udarbejdes en værdiansættelse af Vestas. Værdiansættelsen skal konkludere, om det for den private investor vil være attraktivt at investere i Vestas-aktien set i forhold til markedsværdien den 8. april 2009”*

### 2.1.1. Problembehandling

For at kunne udarbejde en værdiansættelse af Vestas er det nødvendigt at tage udgangspunkt i den strategiske udvikling samt den regnskabsmæssige udvikling gennem årene. Den historiske

udvikling skal illustrere, hvordan Vestas' fremtidige udvikling forventes at udvikle sig, herunder især hvilke value-drivers Vestas besidder, da det er disse eksisterende value-drivers, der vil gøre Vestas i stand til også i fremtiden at skabe konkurrencemæssige fordele og derigennem den ønskede værdiskabelse. Opgaven vil derfor tage udgangspunkt i først en strategisk analyse frem til og med begyndelsen af 2009 og derefter en regnskabsmæssig analyse for årene 2004-2008.

*Strategisk analyse:*

- Hvordan er Vestas' strategiske position?
- På hvilke områder bliver Vestas påvirket af omverdenen?
- Hvordan er Vestas' konkurrencemæssige situation?
- Hvilke ressourcer og kompetencer skaber værdi for Vestas?

*Regnskabsanalyse:*

- Hvordan har Vestas' regnskabsmæssige udvikling været med udgangspunkt i årene 2004 – 2008?

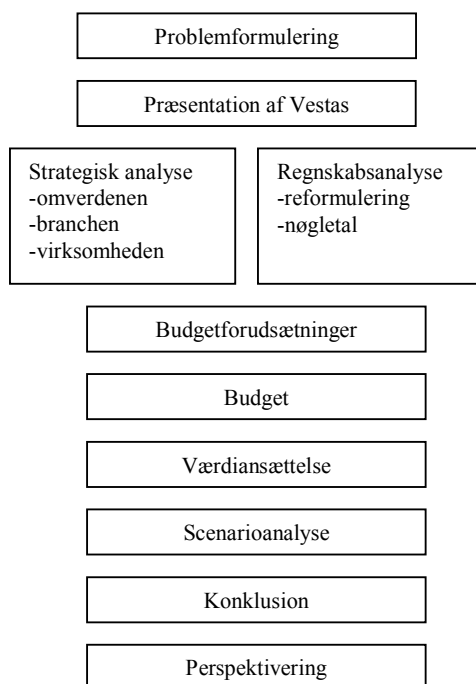
Resultatet af den strategiske og regnskabsmæssige analyse vil danne udgangspunkt for budgettet, som gennem diverse budgetforudsætninger om den fremtidige udvikling i virksomheden vil resultere i en værdiansættelse af Vestas.

*Værdiansættelse:*

- Hvad er aktiekursen i værdiansættelsen af Vestas?
- Hvordan ligger aktiekursen i forhold til aktiekursen den 8. april 2009?
- Er det en attraktiv investering for den private investor at købe aktier i Vestas, og er aktien over- eller undervurderet i forhold til markedsværdien?
- Hvordan er værdiansættelsen af Vestas sammenlignet med branchen?
- Opstilling af best/worst case scenario i forbindelse med scenarioanalyse af værdiansættelsen af Vestas.
- Hvordan kan ændringer i de opstillede budgetforudsætninger påvirke værdiansættelsen af Vestas?

## 2.2. Metode- og modelvalg

Jeg vil til at starte med via nedenstående figur vise, hvilken opbygning og struktur opgaven vil blive skrevet ud fra.



### *Præsentation af Vestas:*

Inden jeg går i gang med selve analysen i opgaven, vil jeg kort præsentere hvilken virksomhed Vestas er. Dette gøres for at skabe et overblik over, hvordan virksomheden er blevet til, hvilken organisation der arbejdes ud fra, samt på hvilke markeder og med hvilke produkter virksomheden beskæftiger sig.

Det er ved en værdiansættelse af en virksomhed vigtigt at tage hensyn til den historiske udvikling, som virksomheden har været igennem. Grunden til dette er, at man for at kunne fastlægge de mest korrekte budgettal, som værdiansættelsen udspringer af, samt de fremtidige forventninger, skal have en viden om både virksomhedens økonomiske udvikling og dens ikke-økonomiske udvikling. Den økonomiske udvikling fordi den viser, hvordan virksomheden rent finansielt hænger sammen, og den ikke-økonomiske udvikling for at fastslå hvilke ikke-finansielle faktorer, der kan påvirke virksomheden.



*Strategisk analyse:*

For at finde frem til de ikke-finansielle faktorer, som har størst indflydelse på Vestas' værdiskabelse og derigennem på deres strategiske position, vil den strategiske analyse blive opdelt i tre niveauer.

Analyse af omverdenen

Da Vestas' værdiskabelse er meget afhængig af påvirkninger fra deres omverden, vil jeg i denne analyse gøre brug af en PEST model for at analysere omverdenens påvirkning på Vestas' indtjening. Modellen har fokus på fire faktorer, som alle kan få stor indflydelse på Vestas og deres værdiskabelse samt Vestas' fremtidige evne til at skabe et merafkast til virksomhedens aktionærer. Det er endvidere udfaldet fra disse faktorer, der kan være med til at påvirke Vestas' forretningsmæssige risici, da driften af virksomheden er meget afhængig af udefra kommende begivenheder.

Modellen fokuserer på politik og lovgivning, økonomi, sociale og kulturelle forhold samt teknologi og miljø.

Det politiske system herunder lovgivningen på de forskellige markeder er meget relevant i forbindelse med Vestas' værdiskabelse, da det kræver lovgivning inden for vindenergi og krav om brug af vedvarende energi for at sætte gang i Vestas' salg af vindmøller. Derudover spiller lovgivningen om tilskud til vindenergi en meget stor rolle for afsætningen af vindmøller.

Udviklingen i økonomien spiller en stor rolle for Vestas' afsætning, da f.eks. stigende renter kan sætte en stopper for investeringer både hos Vestas, hos deres underleverandører samt hos deres kunder. Endvidere er udviklingen i de forskellige valutaer en vigtig faktor, da Vestas har indtjening på mange globale markeder. Vestas og den øvrige vindmøllebranche er derudover påvirket af udviklingen i oliepris, råvarepris mv., som er med til at afgøre, om det er favorabelt at investere i vindenergi eller ej.

De sociale og kulturelle forhold har især i løbet af de seneste år fokuseret meget på den globale opvarmning, hvilket hænger sammen med miljøfaktoren under teknologi og miljø. Faktoren er på denne måde vigtig for Vestas, da væksten inden for vindindustri afhænger meget af bevidst-

heden om CO<sub>2</sub> udledningens påvirkning på miljøet. Jeg har valgt at analysere påvirkningerne fra de sociale og kulturelle forhold sammen med analysen af miljøforholdet.

Hvad angår teknologi og miljøbevidsthed, er det afgørende for Vestas, at de er i stand til at følge den udvikling, der sker inden for teknologien i branchen, da omkostningsniveauet og antal MW er vigtige elementer i kundernes valg af virksomhed. Hvis Vestas ikke kan levere de ønskede produkter, finder kunderne en anden leverandør, da prisen og kvaliteten er det vigtigste i drift af vindmøller. Miljøbevidstheden er beskrevet i ovenstående afsnit.

### Brancheanalyse

Jeg vil til denne analyse gøre brug af Porters Five Forces, da modellen tager udgangspunkt i fem forskellige markeds kræfter, hvis styrke hver især vil påvirke Vestas, deres værdiskabende evne og deres konkurrenceintensitet. Modellen tager udgangspunkt i den konkurrence, der er imellem konkurrenterne i branchen, samt den øvrige rivalisering fra nye indtrængere, andre substituerende produkter og den styrke, leverandører og kunder har. Modellen giver et godt overblik over, hvor Vestas befinder sig i konkurrencen på vindmøllemarkedet, herunder hvad der skaber værdi hos Vestas i forhold til konkurrenterne.

### Intern analyse af Vestas

Virksomhedsanalysen foretages for at afdække Vestas' mest centrale ressourcer og kernekompetencer. Jeg vil til denne analyse vurdere, hvilke ressourcer Vestas har, samt på hvilke områder Vestas råder over kernekompetencer og derved skaber konkurrencemæssige fordele i forhold til de øvrige konkurrenter i branchen.

Resultaterne fra de tre ovennævnte analyser vil blive samlet i en SWOT analyse, som viser Vestas' strategiske position på vindmøllemarkedet. De analyserede value-drivers fra SWOT analysen vil danne udgangspunkt for budgettet.

### *Regnskabsanalyse:*

Regnskabsanalysen udarbejdes for at vise, hvordan Vestas har udviklet sin værdiskabende evne gennem årene fra 2004 til 2008. Da den værdiskabende evne fremkommer via enten driftsaktivitet eller finansieringsaktivitet, er det nødvendigt, inden man kan påbegynde selve regnskabsanalysen, at man reklassificerer posterne i årsrapporterne, så de får netop denne opdeling. Driftsakt-

tiviteten er virksomhedens primære værdiskabende aktivitet, mens finansieringsaktiviteten frem-skaffer gæld og/eller egenkapital til finansiering af kapitalbehovet fra driftsaktiviteten og anbringer midlertidigt overskydende likviditet i dertil hørende finansielle aktiver. Jeg vil derfor først reklassificere egenkapitalen, balancen og resultatopgørelsen, inden jeg fortsætter den videre regnskabsanalyse.

I selve regnskabsanalysen vil jeg foretage en rentabilitetsanalyse samt en vækstanalyse for at kunne analysere på udviklingen i Vestas. Rentabilitetsanalysen foretages for at komme frem til værdien af egenkapitalforrentningen ROE samt de øvrige underliggende finansielle værdidrivere. ROE er et vigtigt nøgletal i regnskabsanalysen, da nøgletallet viser forrentningen fra en ejers synsvinkel. Jeg vil for at kunne analysere de forskellige niveauer, som ROE drives af, gøre brug af den udvidede DuPont-model.

Da rentabilitetsanalysen kun viser niveauet for de nuværende drivere bag ROE, vil jeg endvidere foretage en vækstanalyse, da denne viser, hvordan ROE og de øvrige nøgletal har ændret sig over tid. Det skal til beregning af den fremtidige rentabilitet vurderes, om der i det nuværende overskud indgår usædvanlige poster, som ikke kan medtages i vækstanalysen, da de er engangsposter. Hvis man skal benytte de beregnede tal til den fremtidige budgettering, er det vigtigt, at der kun analyseres på det rene overskud, og dermed elimineres alle usædvanlige poster i beregningen af vækst i ROE og dens underliggende finansielle værdidrivere.

#### *Budgetforudsætninger:*

Budgetforudsætningerne vil blive udarbejdet ud fra de konstaterede value-drivers i den strategiske analyse samt ud fra udviklingen i regnskabsanalysen. Herudover vil forskellige analysebureauers forventninger blive vurderet. Ud fra dette kendskab kan de fremtidige forventninger med hensyn til salgsvæksten, overskudsgraden, investering i nettodriftsaktiver og de vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger mv. estimeres.

#### *Budget:*

Budgettet vil tage udgangspunkt i budgetforudsætningerne, og budgetperioden vil fortsætte, indtil terminalperioden er nået, og væksten er tilbagebragt på et mere naturligt niveau. Budgettet vil være med udgangspunkt i ekstern informationstilgang og vil bestå af samlede opgørelser for resultatopgørelse, balance og pengestrømsopgørelse.

Det første år i budgettet vil være år 2009. Vestas' egne forventninger for 2009 afhænger efter deres eget udsagn meget af udviklingen i første kvartal 2009.<sup>3</sup> Dette skyldes især uvisheden om den økonomiske udvikling, som enten vil vise fremgang i ordreindgangen eller vise, at den nuværende finanskrisen også påvirker Vestas' ordreindgang mv. Jeg vil sammenligne Vestas' egne forventninger til salgsvæksten med de budgetforudsætninger, jeg selv har vurderet, for at vurdere, om virksomhedens egne forventninger virker realistiske.

#### *Værdiansættelse:*

Til værdiansættelse af en virksomhed findes mange forskellige modeller, som på hver sin måde kommer frem til den estimerede værdi af egenkapitalen. Jeg har i denne opgave til værdiansættelse af Vestas valgt at gøre brug af residualindkomstmodellen, hvor egenkapitalværdien bliver beregnet ud fra virksomhedsværdien. Grunden til, at egenkapitalværdien bliver beregnet ud fra virksomhedsværdien – den indirekte metode – og ikke ud fra den direkte egenkapitalværdi, er, at det foretrækkes, at modellerne fokuserer på driftsaktiviteten og ikke finansieringsaktiviteten som den eksisterende værdidriver.<sup>4</sup> Dette antages ud fra en forudsætning om, at Vestas skaber deres indtjening gennem salg af vindmøller.

Efter beregning af virksomhedsværdien vil kapitalværdien af långivernes fordringer blive fratrukket, så værdien af egenkapitalen fremkommer.

Jeg vil nedenstående kort gennemgå hovedelementerne i den valgte model samt hvilke fordele og ulemper, modellen har.

#### Residualindkomstmodellen

Residualindkomstmodellen tager udgangspunkt i afkastkravet fra långivere og ejere, hvilket sammen med de fremtidige residualindkomster tilbagediskonteres til nutidsværdi. Denne model tager udgangspunkt i de bogførte værdier i balancen, hvilket vil sige, at modellen bruger bestemmelserne i anvendt regnskabspraksis i sin værdiansættelse. Dette er i dag blevet mere fordelagtigt, da reglerne for indregning kræver, at de fleste aktiver/forpligtelser indregnes til dagsværdi. Herunder at flere ikke synlige aktiver indregnes i balancen.

---

<sup>3</sup> Kilde: Vestas' årsrapport 2008

<sup>4</sup> Kilde: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang" side 35

Fordelen ved denne model er herved, at terminalværdien vil blive mindre, da det er muligt at indregne mest mulig værdi i budgetperioden, da tallene tager udgangspunkt i det eksisterende regnskab.<sup>5</sup> Modellen er tidskrævende, da den forudsætter udarbejdelse af fuldt budget med resultatopgørelse og balance, men fordelen ved dette kan dog være, at et fuldt udarbejdet budget kan give mere troværdighed, da det sikrer mod tekniske fejl i værdiansættelsen.

For i modellen at kunne beregne egenkapitalværdien skal virksomhedens vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC) estimeres. WACC udtrykker det afkastkrav, som både ejere og långivere har til virksomheden. For at estimere ejernes afkastkrav vil jeg gøre brug af CAPM, da det er den anbefalede model til estimering af investors afkastkrav.<sup>6</sup> For at beregne investors afkastkrav kræves både værdien af investors risikofri rente samt en betajusteret risikopræmie, som er investors kompensation for den pågældende risiko. Betaværdien vil blive estimeret ud fra den historiske kursudvikling for Vestas samt for C20-indekset på Københavns Fondsbørs.

Långivers afkastkrav estimeres ud fra hvilken rente/risikotillæg, som långiver kræver for at stille kapital til rådighed for virksomheden.

Når den endelige værdi af Vestas er estimeret, vil denne blive sammenlignet med markedsværdien den 8. april 2009 for at konkludere, hvorvidt en investering i Vestas er en attraktiv investering for den private investor, og om den private investor burde overveje et eventuelt salg/køb, da aktiekursen viser sig at være over- eller undervurderet.

Når værdiansættelsen af Vestas er udarbejdet, vil der endvidere via relativ værdiansættelse blive vurderet P/E-værdier for Vestas i forhold til de vigtigste konkurrenter i branchen. Der vil i den multiple analyse blive gjort brug af de mest sammenlignelige virksomheder i vindmøllebranchen, da en troværdig analyse kræver sammenlignelighed for både branche og markedsf forhold, men også for risiko og fremtidige muligheder for vækst og indtjeningsforbedringer.<sup>7</sup> Den relative værdiansættelse udarbejdes for at vurdere, om en investering i Vestas vurderes som mere attraktiv end en investering i en af Vestas' konkurrenter.

---

<sup>5</sup> Kilde: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang" side 49

<sup>6</sup> Kilde: "FSR" side 54

<sup>7</sup> Kilde: "Værdiansættelse af virksomheder" fra Revifora af Mette Hartzberg, PWC

Derudover anbefales det, at det udarbejdede budget altid bør suppleres med en følsomhedsanalyse, da følsomhedsanalysen vil afsløre kritiske budgetforudsætninger.<sup>8</sup> Jeg har valgt at gøre dette gennem en scenarioanalyse, hvor jeg ud fra en best/worst case scenario vil vurdere, hvorvidt værdiansættelsen af Vestas vil blive en anden, hvis f.eks. ændringer i markedsforhold, den økonomiske udvikling eller konkurrencesituationen ændrer sig, og dermed påvirker salgsvæksten, overskudsgraden og/eller pengebindingerne i anlægsaktiver og arbejdskapital anderledes end forudsat i de lagte budgetforudsætninger. Her er det vigtigt for den enkelte investor at vurdere, om de foretagne budgetforudsætninger i denne opgave virker realistiske, eller om investor i stedet vurderer, at der er større sandsynlighed for, at udviklingen vil blive en anden. Derudover er der valgt at analysere på den langsigtede kapitalstrukturens påvirkning på WACC og derigennem på værdiansættelsen af Vestas, da denne parameter er meget følsom overfor ændringer, og derved vil kunne frembringe forskellige værdiansættelser alt afhængig af investors valg af kapitalstruktur i Vestas.

*Andre værdiansættelsesmodeller:*

Jeg vil i dette afsnit kort redegøre for, hvorfor jeg ikke har valgt at gøre brug af øvrige værdiansættelsesmodeller i værdiansættelsen af Vestas.

Dividendmodellen er ikke valgt, da Vestas gennem de sidste år ikke har udbetalt udbytte.

I cash flow modellen er oplysningerne ikke umiddelbart tilgængelige, da alle oplysningerne i årsrapporten anses som rådata, hvorfor det er vigtigt at have et indgående kendskab til virksomheden og en vis professionalisme for at anvende denne model. Dette er ikke noget, som de fleste private investorer har, hvorfor residualindkomstmodellen, hvor tallene er kendt fra årsrapporten, antages at være den mest tilgængelige model for den private investor.

Det skal dog nævnes, at residualindkomstmodellen og cash flow modellen med de samme forudsætninger vil give samme værdi af Vestas. Det vurderes derfor heller ikke nødvendigt at gøre brug af begge modeller.<sup>9</sup>

---

<sup>8</sup> Kilde: "FSR" side 37

<sup>9</sup> Som kontrol vedlægges i bilag 10 udregning af værdi af Vestas efter cash flow modellen.

### **2.3. Afgrænsning**

For at kunne fastholde opgaven inden for de givne rammer har det været nødvendigt at afgrænse sig fra nedenstående.

Da opgaven skrives ud fra den private investors synsvinkel, er der kun gjort brug af offentligt tilgængeligt materiale.

Der vil primært i opgaven blive fokuseret på markederne i Europa, USA og Kina.

#### *Strategisk analyse:*

Det vurderes i PEST analysen, at de sociale og kulturelle forhold i Vestas primært er den opmærksomhed, der nu om dage er på et sundt miljø, og dermed færre udledninger af CO<sub>2</sub>. Jeg har derfor valgt at beskrive dette forhold under forholdet miljøbevidsthed, hvorfor PEST analysen er reduceret til at omfatte politiske forhold/lovgivning, økonomiske forhold samt teknologi og miljøbevidsthed.

Der vil i brancheanalysen blive fokuseret på de konkurrenter til Vestas samt de markeder, som vurderes vigtigst i forbindelse med en fremtidig værdiansættelse.

#### *Regnskabsanalyse:*

Der vil kun blive foretaget en regnskabsanalyse på de nøgletal, som vurderes vigtigst i forhold til Vestas' fremtidige værdiskabende evne.

Regnskabstallene for 2004 er påvirket af sammenlægningen med NEG Micon, hvilket medfører, at regnskabsudviklingen fra 2004 til 2005 ikke umiddelbart vil kunne sammenlignes med de efterfølgende år.

#### *Budget:*

De udarbejdede budgetforudsætninger vil være ud fra de mest realistiske forventninger til fremtiden. Da det på ingen måde er muligt at vurdere de forskellige value-drivers 10 år frem i tiden, vil dette blive gjort ud fra de mest realistiske nuværende forventninger til fremtiden.

*Værdiansættelse:*

Der vil i værdiansættelsen af Vestas kun blive gjort brug af residualindkomstmodellen. For at denne værdiansættelsesmodel ikke skal stå alene, vil Vestas via P/E-værdier blive sammenlignet med de vigtigste konkurrenter i branchen. Det er dog ikke umiddelbart muligt at sammenligne Vestas direkte med konkurrenterne Siemens og GE Wind, da virksomhederne er en del af en større koncern og derfor ikke udarbejder selvstændige regnskaber for vindenergiområdet.

*Scenarioanalyse:*

Det er ikke muligt at angive, hvilken sandsynlighed der er for, at de enkelte fremtidige scenarier vil være de faktiske, hvorfor scenarierne og vurderingen af den langsigtede kapitalstruktur er foretaget for at give investor en mulighed for selv at vurdere, hvilke fremtidige forhold der vil være de gældende, og derigennem hvilken værdi dette vil medføre for Vestas.

**2.4. Målgruppe**

Den primære målgruppe i denne kandidatafhandling er den private investor i Vestas. Opgaven vil derfor være skrevet ud fra den private investors synsvinkel, hvilket indebærer, at informationerne indsamlet til denne opgave vil være offentligt tilgængelige informationer, da det er disse informationer, en privat investor har mulighed for at være i besiddelse af ved en eventuel investering i Vestas.

Den sekundære målgruppe i denne kandidatafhandling er vejleder og eksaminator samt studerende på CMA studiet. Teorien i denne kandidatafhandling vil derfor være med udgangspunkt i teoretiske modeller i CMA pensum.

**2.5. Kildekritik**

Til beskrivelse og analyse af Vestas og deres konkurrenter er anvendt Vestas' årsrapporter fra 2004-2008 samt forskelligt materiale fra tidsskrifter og anden tilgængelig information via diverse hjemmesider. Især med henblik på konkurrenterne er information fundet i forskellige avisartikler, brancheanalyser mv., så informationerne om konkurrenterne ikke stammer fra Vestas. Ved indsamlingen af information fra diverse hjemmesider, årsrapporter mv. er jeg opmærksom på, at materialet kan være udarbejdet med henblik på at fremme salget eller i andet markedsføringsøjemed, hvorfor jeg forholder mig kritisk til de givne oplysninger. Der er valgt brugen af sekundær data, da den private investor vil være i den situation, at informationer om virksomheden mv.



kun vil være kendt ud fra offentligt tilgængeligt materiale, og det derfor vil være med dette udgangspunkt, investeringer bliver gjort.

Til opgavens modeller samt udarbejdelse af værdiansættelsen er gjort brug af diverse litterære kilder.

### **3. Præsentation af Vestas**

#### **3.1. Historie**

Virksomheden begyndte produktionen af vindmøller i 1979. Efter nogle gode år går virksomheden pga. dårlige tider/lovgivning i USA i betalingsstandsning i 1986. Ved udgangen af 1986 frasælger virksomheden store dele af koncernen, så den herefter kun beskæftiger sig med vindenergi. Efter frasalget får virksomheden navnet Vestas Wind Systems A/S.

I 1998 bliver Vestas børsnoteret på Københavns Fondsbørs. Dette gøres for at skaffe kapital til den store vækst, som virksomheden befinder sig i. Vestas har pr. 31.12.1998 en andel på 22,1 % af verdens vindkraft målt i installeret MW.

Vestas bliver den 20. december 1999 optaget i det prestigefyldte KFX-indeks, der omfatter de 20 mest omsatte aktier i Danmark.

I januar 2001 bliver Vestas valgt som vindmølleleverandør af det første store offshore projekt i Nordsøen, Horns Rev projektet, som bliver verdens hidtil største havvindmøllepark med en kapacitet på 160 MW.

Den 12. december 2003 offentliggør Vestas og en anden af verdens førende producenter af vindkraftssystemer NEG Micon planer om sammenlægning. Sammenlægningen bliver en realitet i de første 6 måneder af 2004. Dette medfører, at Vestas ved årsrapporten 2004 har en samlet markedsandel på ca. 35 % målt i installeret MW.

I 2005 fratræder Vestas' daværende administrerende direktør, som den 1. maj 2005 bliver afløst af Ditlev Engel. Ditlev Engel offentliggør den 26. maj 2005 sin strategi for Vestas frem til 2008.

Strategien har navnet ”The Will to Win” og indeholder følgende tre hovedmål frem til udgangen af 2008:

- 1) 1. prioritet: en indtjening før EBIT på mindst 10 %
- 2) 2. prioritet: en nettoarbejdskapital på max. 20-25 % af omsætningen
- 3) 3. prioritet: en verdensmarkedsandel på mindst 35 %

Ditlev Engel vil med strategien vise, at lønsomheden er det vigtigste for Vestas i modsætning til før, hvor fokus har været på markedsandelen.

Med til strategien hører følgende vision og mission:

Vision = Vind, olie og gas

Med denne vision vil Ditlev Engel vise, at vindkraft og moderne energi er et reelt supplement til olie og gas. Han mener ikke, at vind skal afløse olie og gas, da dette ikke er muligt, men vindenergi skal gå hånd i hånd med olie og gas for at sikre, at verdens stigende elforbrug også i fremtiden kan blive dækket, uden at udledningen af drivgasser forøges.

Mission = fejl er ikke en mulighed

Missionen i Vestas er at opfylde strategien ved at prøve at forudse, hvad der kan gå galt, før det går galt, så f.eks. kunder ikke skal opleve fejl i Vestas’ produkter.

Som det også vil fremgå af dele af opgaven, er strategien fra 2005 ikke gået helt efter planen. Indtjeningen og markedsandelen har været faldende i 2005, men er efterfølgende i 2006 og 2007 gået i positiv retning. Markedsandelen har dog været faldende fra 2006 og frem.

Strategimålene er derfor i 2007/2008 op/nedjusteret til følgende:

- 1) 1. prioritet: en indtjening før EBIT på mindst 10-12 % (opjusteret)
- 2) 2. prioritet: en nettoarbejdskapital på max. 15 % af omsætningen (opjusteret)
- 3) 3. prioritet: omsætning

Vestas har i 2008 erstattet deres 3. prioritet ”markedsandel” med mål for omsætningen. Dette har de gjort, da de mener, at bonusordningen for medarbejderne skal bygge på forhold, som medarbejderne selv har indflydelse på, hvilket de har på omsætningen, men ikke på markedsandelen.<sup>10</sup>

Sammen med de justerede mål har Vestas udarbejdet en ny strategi ved navnet ”No. 1 i moderne energi”. Strategien er baseret på at gøre vindenergi til det foretrukne supplement til konventionelle energikilder.<sup>11</sup>

### **3.2. Organisation**

I forbindelse med Ditlev Engels tiltræden blev organisationen ændret markant. Ditlev Engel formindskede antallet af direktører til, at direktionen nu består af Ditlev Engel som koncernchef (CEO) og Henrik Nørremark som koncernøkonomidirektør (CFO). Derudover oprettede Ditlev Engel ”Vestas-regeringen”, som i starten af 2009 består af 14 forretningsenheder med hver deres direktør. Han valgte dette, da han mente, at der til hver forretningsenhed skulle være en direkte direktør, som kunne træffe de nødvendige beslutninger hurtigt.

Vestas har følgende 14 forretningsenheder:

- 1) Vestas Asia Pacific (salgsenhed)
- 2) Vestas Offshore (salgsenhed)
- 3) Vestas Northern Europe (salgsenhed)
- 4) Vestas Central Europe (salgsenhed)
- 5) Vestas Mediterranean (salgsenhed)
- 6) Vestas Americas (salgsenhed)
- 7) Vestas China (salgsenhed)
- 8) Vestas Towers (produktionsenhed)
- 9) Vestas Control Systems (produktionsenhed)
- 10) Vestas Nacelles (produktionsenhed)
- 11) Vestas Blades (produktionsenhed)
- 12) Vestas Spare Parts & Repair (koncernforretningsenhed)
- 13) Vestas People & Culture (koncernforretningsenhed)
- 14) Vestas Technology R&D (koncernforretningsenhed)<sup>12</sup>

---

<sup>10</sup> Kilde: Vestas’ årsrapport 2008 side 16

<sup>11</sup> Alle oplysninger om Vestas’ historie er hentet på virksomhedens hjemmeside [www.vestas.com/da](http://www.vestas.com/da)

<sup>12</sup> Kilde: Vestas’ årsrapport 2008

Vestas er altså, både hvad angår salgscentre og produktionsfaciliteter, placeret lokalt flere steder i verden. Dette for at kunne producere varerne lokalt, og for at kunderne lokalt kan få hjælp til problemer, servicering af tilkøbte produkter mv.

### **3.3. Produkter**

Vestas har generelt fire forskellige typer af vindmøller, som de udbyder. V52-850kW er den mindste mølle i sortimentet og er velegnet til områder, der er vanskeligt tilgængelige, eller som har et komplekst terræn. Derudover udbydes 1,65MW, 2,0MW og 3,0MW vindmøller. Vindmøllerne er primært beregnet til lav- og mediumvind segmentet. Det nyeste produkt i Vestas' portefølje er 3,0MW mølle, som blev introduceret i 2002. De har den fordel, at de med en lav vægt kan reducere omkostningerne til produktionen, materialer, transport og installation. Det er frem til i dag den mest solgte mølle i Vestas' sortiment.<sup>13</sup>

Vestas har i de første to kvartaler af 2009 planer om at lancere to nye produkter V112-3,0MW vindmøllen efterfulgt af V100-1,8MW.<sup>14</sup> Vindmøllerne skal være klar til levering i 2010 og vil ligesom de fleste af Vestas' andre vindmøller henvende sig til lav- eller mediumvind segmentet.<sup>15</sup> Den velafprøvede V90-3,0MW mølle skal endvidere opdateres, så den kan levere det nyeste teknologi.

Vestas producerer både vindmøller til onshore og offshore. Den væsentligste del af omsætningen ligger på onshore markedet. Vestas indstillede i første kvartal 2007 salget af offshore møllerne pga. tekniske problemer med gearkassen. Produktet er dog i 2008 igen blevet frigivet til salg efter gennemtestning af nye løsninger.

En vindmølle består af ca. 8.000 komponenter<sup>16</sup>, hvorfor Vestas både har egenproduktion af komponenter til vindmøller og underleverandører til produktion af komponenter. De forskellige komponenter bliver fremstillet i de forskellige produktionsenheder som vist under organisationen. Tendensen på vindmøllemarkedet i dag er, at der kommer mere og mere lokalproduktion, hvilket er et krav for virksomhederne i branchen, hvis de vil kunne levere de kvalitetsmæssigt bedste produkter til de lavest mulige omkostninger. Vestas har derfor lokalproduktion på alle deres hovedmarkeder, hvilket primært er Europa, USA og Asien.

---

<sup>13</sup> Alle oplysninger om Vestas' produkter er hentet på virksomhedens hjemmeside [www.vestas.com/da](http://www.vestas.com/da)

<sup>14</sup> Kilde: Vestas' hjemmeside: [www.vestas.com/da](http://www.vestas.com/da)

<sup>15</sup> Kilde: Business.dk den 11. februar 2009 "Første nye vindmølle i seks år"

<sup>16</sup> Kilde: Børsen den 3. marts 2008 "Vestas foran historisk investeringsplan"

Vestas udbyder sine produkter som enten ”supply-only” eller som ”supply and install”. I ”supply-only” leverer Vestas kun de aftalte møller. Omsætningen på denne produktgruppe indtægtsføres derfor først, når samtlige møller i aftalen er leveret. Dette kan skabe forskydninger i omsætningen fra kvartal til kvartal, da eventuelle ordrer ikke er med, da alle enheder ikke er leveret ved kvartalets udgang.<sup>17</sup> Vestas havde ved udgangen af 2007 30 % af sin omsætning i ”supply-only” leverancer.<sup>18</sup>

”Supply and install” består af både levering af vindmøller samt installation af disse. Den regnskabsmæssige fordel i denne produktlevering i forhold til de løbende kvartalsregnskaber er, at omsætningen fra ordrene indtægtsføres i takt med, at arbejdet udføres. Over en længere periode vil de to produkttyper ikke udgøre den store forskel.

Som det vil blive gennemgået senere i opgaven under Vestas’ risici, er andelen af ”supply-only” leverancerne steget de senere år som konsekvens af Vestas’ ændrede risikoprofil. Der er mindre risiko ved ren levering af produkter, end der vil være ved både levering og installation af produkter.<sup>19</sup>

## **4. Strategisk analyse**

For at kunne give de mest præcise estimater til den fremtidige udvikling i Vestas vil den strategiske analyse fokusere på de ikke-finansielle value-drivers, som har størst betydning for værdiskabelsen i Vestas.

Vestas er en global virksomhed, hvilket betyder, at Vestas konkurrerer på stort set alle markeder i verden. Kun omkring 1 % af Vestas’ omsætning stammer fra produkter solgt i Danmark. USA er det største marked for vindmølleenergi stærkt efterfulgt af Kina, som i løbet af de sidste år har oplevet meget høj vækst på vindmøllemarkedet.

### **4.1. Analyse af omverdenen**

Jeg vil til analyse af omverdenens påvirkning af Vestas’ ikke-finansielle value-drivers gøre brug af PEST modellen. Som omtalt under afgrænsning vil jeg alene fokusere på de tre faktorer: politik og lovgivning, økonomiske forhold samt teknologi og miljø, da de vurderes at have størst betydning for Vestas og deres evne til at skabe værdi for aktionærene.

---

<sup>17</sup> Kilde: Vestas’ kvartalsregnskaber 2008

<sup>18</sup> Kilde: Vestas’ årsrapport 2007

<sup>19</sup> Kilde: Vestas’ årsrapport 2008 side 23

#### 4.1.1. Politik og lovgivning

For Vestas har især tre markeder stor betydning, da den væsentligste del af omsætningen foregår på disse markeder. Derfor vil dette afsnit fokusere på den politiske udvikling i Europa, USA og Kina. Vestas havde i 2008 60 % af sin omsætning på det europæiske marked, 26 % af omsætningen i Nord- og Sydamerika, mens de resterende 14 % blev omsat i Asien/Oceanien.<sup>20</sup> Heraf udgør USA 1.345 MW, Europa 2.707 MW og Kina 596 MW ud af i alt 5.580 MW leveret i 2008.

Den Europæiske Union (EU) vedtog i marts 2007, at 20 % af EU's samlede energiforbrug i år 2020 skal dækkes af vedvarende energi.<sup>21</sup> Denne vedtagelse er af meget stor betydning for Vestas og resten af vindmøllebranchen, da det nu er et krav, at der fremover skal indkøbes mere vedvarende energi.

I Kina i juni 2007 offentliggjorde den Nationale Udviklings- og Reformkommission (NDRC) et nationalt klimaprogram og en plan for udviklingen af vedvarende energi, som klargjorde, at den vedvarende energi skal udgøre 10 % af det samlede energiforbrug i Kina i år 2010 og 15 % i år 2020.<sup>22</sup> Kinas samlede installerede effekt er ved udgangen af 2007 5.875 MW. De 10 %, som den vedvarende energi skal udgøre i 2010, svarer til, at der i alt skal være installeret 10.000 MW.<sup>23</sup> Alene pga. denne bestemmelse er Kina et meget interessant marked for Vestas og den øvrige vindmøllebranche.

Det er dog en betingelse for at kunne levere møller på det kinesiske marked, at 70 % af møllens værdi er produceret lokalt.<sup>24</sup> Som det vil fremgå af Vestas' ressourcer og kernekompetencer, løses denne betingelse ved at have bl.a. lokalproduktion i Kina.

På det amerikanske marked har vedtagelse af PTC (production tax credit) ordningen meget stor betydning for salget af vedvarende energi. PTC ordningen er en skatteordning, hvor indkøbere af vindmøller får en rabat, så det på den måde skal gøre vindenergi mere konkurrencedygtigt i forhold til fossile brændstoffer. Den PTC ordning, som gjaldt i 2007, udløb ved udgangen af 2008, hvorfor det har været et vigtigt emne for Vestas' indtjening fremover, om denne ordning blev

---

<sup>20</sup> Kilde: Vestas' årsrapport 2008 side 10

<sup>21</sup> Kilde: EU forslag for reduktion af CO<sub>2</sub>: [http://ec.europa.eu/environment/climat/climate\\_action.htm](http://ec.europa.eu/environment/climat/climate_action.htm)

<sup>22</sup> Kilde: Vestas' årsrapport 2007 side 12

<sup>23</sup> Kilde: Børsen den 10. juni 2008 "LM Glasfiber: Nødvendigt at være i Kina"

<sup>24</sup> Kilde: Vestas' årsrapport 2005

forlænget eller ej. I tredje kvartal 2008 er ordningen blevet forlænget frem til udgangen af 2009.<sup>25</sup>

Vestas har tidligere år oplevet, hvad det betyder for indtjeningen, at PTC ordningen ikke bliver forlænget som ventet. PTC ordningen skulle i 2004 have været forlænget i starten af året. Dette skete dog først i oktober måned 2004, hvilket betød, at det amerikanske marked blev reduceret til ¼ af niveauet i 2003. Det vil også fremgå af regnskabsanalysen, at Vestas havde et meget dårligt år i 2004 pga. dårlig indtjening på det vigtige amerikanske marked.

Selvom Vestas og de øvrige vindmølleproducenter er meget afhængige af den løbende forlængelse af PTC ordningen, så er afhængigheden blevet en smule mindre efter, at en lang række stater i USA har indført RPS (Renewable Portfolio Standard).<sup>26</sup> En RPS angiver hvor stor en andel af elforsyningsselskabernes forbrug, der skal stamme fra vedvarende energi fremover.

På det amerikanske marked har den nytiltrådte præsident Barack Obama samt den amerikanske regering i februar 2009 vedtaget en treårig forlængelse af PTC ordningen, så den løber frem til den 31. december 2012.<sup>27</sup> Derudover har den amerikanske regering bebudet, at den senere på året vil forsøge at få ændret klima- og energilovgivningen. Det er på nuværende tidspunkt ikke muligt at fastslå, hvilken betydning disse to tiltag vil få for vindmøllebranchen, men alt andet lige må denne ændring i lovgivningen medføre positive muligheder for vindmøllebranchen på det amerikanske marked.

Foruden lovgivningen på de tre ovenstående markeder har G8 landene under sommerens topmøde i 2008 i Japan lagt sig fast på, at de skal reducere deres CO<sub>2</sub> udledning med 50 % i 2050.<sup>28</sup> Dette har ikke direkte indflydelse på vindmøllebranchen, men det viser klart, at udviklingen mod mere miljøvenlig energi er i gang, og det vil alt andet lige medføre mere levering af vedvarende energi, da det samlede energiforbrug frem mod år 2050 kun forventes at vokse.

---

<sup>25</sup> Kilde: <http://epn.dk/industri/energi/article1477726.ece?service>

<sup>26</sup> Kilde: <http://epn.dk/industri/energi/article1477726.ece?service>

<sup>27</sup> Kilde: bl.a. Vestas' pressemeddelelse af 17. februar 2009: "Vestas glæder sig over økonomisk redningspakke i USA"

<sup>28</sup> Kilde: Børsen den 13. august 2008 "Olieprisen er ikke eneste afgørende faktor"

#### 4.1.2. Økonomiske forhold

Vestas har omsætning på stort set alle markeder i verden, hvorfor de er meget eksponeret for valutakursrisici. Selvom omsætningen er spredt til mange lande, så er omkostningerne på nuværende tidspunkt ikke spredt på lige så mange lande. Det betyder, at langt de fleste omkostninger fra Vestas' produktion og indkøb af komponenter er i euro, mens omsætningen er spredt på primært euro, amerikanske dollars og kinesiske yen. Vestas skriver selv, at 58 % af omsætningen i 2007 fandt sted inden for eurozonen, mens andelen af omkostningerne inden for eurozonen var langt større.<sup>29</sup>

Den økonomiske udvikling af f.eks. dollar i forhold til euro har altså meget stor påvirkning på Vestas' værdiskabelse. Vestas' tiltag og forebyggelse af dette vil fremgå i den senere interne analyse af Vestas.

Vi har i 2008/2009 været vidne til en finanskrisen, som har ramt rigtig mange virksomheder. En økonomisk påvirkning som denne vil alt andet lige også have betydning for Vestas. Vestas har i deres kvartalsregnskaber for 2008 ikke forventet selv at blive påvirket af krisen i form af nedgang i ordrebeholdning, da deres ordrebog for 2009 allerede var fuld, men Vestas ytrer i deres årsrapport 2008 risiko for, at ordreindgangen i 2009 ikke går som forventet. Dette vil især skyldes manglende leverance fra underleverandører eller manglende finansiering fra kunder som følge af den finansielle krise. Især finansiering af mindre vindmølleprojekter kan blive ramt af finanskrisen, da bankerne kan sige nej til udlån. Finanskrisen har i hvert fald ramt Vestas' markedsværdi, der i 2008 er styrtet fra kurs 700 til kurs 191 som det værste. Faldet skyldes ikke finanskrisen alene, men finanskrisen har skabt stor usikkerhed på markedet for vindenergi. Nogle analysebureauer mener, at finanskrisen vil slå igennem på Vestas' ordrebog i 2010 og 2011, da det er disse ordrer, der bliver indgået aftale om på nuværende tidspunkt, mens andre analysebureauer ikke mener, at Vestas er i den store gruppe, som vil blive ramt bemærkelsesværdigt af den finansielle krise i de kommende år.<sup>30</sup>

Som et andet økonomisk parameter, der har stor betydning for Vestas' værdiskabelse, er udviklingen i prisen på olie. Vindmøllebranchen vil have det bedst, hvis prisen på olie er så høj som mulig, da det på denne måde vil være billigere for kunderne at forbruge el via vindenergi, end

---

<sup>29</sup> Kilde: Vestas' kvartalsrapporter 2008

<sup>30</sup> Kilde: f.eks. Børsen den 4. februar 2009: "Vestas står dårligst i ventet markedsnedtur" – Morgan Stanley spår om dårligere omsætning i 2009 som følge af finanskrisen. Modsat er Sydbanks analyse af 11. februar 2009: "Vestas holder sig på vækstsporet" – hvor de mener, at ordreflowet bliver forbedret på 6-9 måneders sigt.



det vil være via olie. Der har det seneste år været faldende oliepriser, men flere analysebureauer og banker mener, at påvirkningen hos vindmøllebranchen afhænger af, hvor lavt prisen på olie når ned. Således vurderer flere udenlandske banker, at en oliepris på 50 dollar pr. tønde er det punkt, hvor vindenergien bliver negativt påvirket af olieprisen. Analysebureauet Make Consulting mener, at en oliepris på 50-60 dollar og opetter er en direkte fordel for vindenergien.<sup>31</sup> Olieprisen har i 2009 været nede på at koste omkring 50 dollar pr. tønde.<sup>32</sup> Denne lave pris skyldes især finanskrisen, som har påvirket efterspørgslen efter olie og dermed fået prisen til at falde. Hvis man betragter olieprisen over en længere periode, er denne noget højere end 50 dollar pr. tønde, hvilket alt andet lige vil medføre, at vindmøllebranchen over en længere tidshorizont ifølge de nævnte analysebureauer ikke vil blive påvirket væsentligt af prisen på olie. Det skal selvfølgelig tages i betragtning, at det er over en længere periode, der er tale om, da olieprisen på kort sigt godt kan påvirke salget/opstillingen af vindmøller.

Endvidere er prisen på stål og andre råvarer af stor betydning for Vestas, da bl.a. stål indgår i produktionen af vindmøller. Det er før sket, at Vestas' markedsværdi er faldet, fordi prisen på f.eks. stål er steget, så det bliver dyrere for Vestas at producere sine produkter.

#### **4.1.3. Teknologi og miljø**

Det er i vindmøllebranchen vigtigt at følge med i den teknologiske udvikling, da især de store kunder stiller flere og flere krav om, at en vindmølle skal kunne levere mere og mere strøm. Kunderne ønsker ikke at øge antallet af vindmøller for at få mere kapacitet, men i stedet at øge kapaciteten i den enkelte vindmølle. Fremtiden i vindmøllebranchen ligger i at kunne udvikle den bedste teknologi, der sidder i selve vindmøllen. En faktor er at kunne udvikle lettere og mere effektive vinger og mølletårne, så omkostningerne til produktion, transport, materialer mv. kan holdes på et minimum. En anden faktor er at få selve vindmøllen til at effektivisere formålet med vindmøllen, nemlig elproduktionen. Disse faktorer er de vigtigste for værdiskabelsen i vindmøllebranchen, når det handler om den teknologiske udvikling. Hvis den enkelte producent ikke kan leve op til denne effektivisering, vil kunderne finde en anden producent, som kan tilbyde en bedre elproduktion.

Miljøbevidstheden i samfundet i dag er en meget stor mulighed for vindmøllebranchen, da der i de seneste år er kommet mere og mere fokus på vedvarende energi. I forbindelse med især foku-

---

<sup>31</sup> Kilde: Børsen den 15. august 2008 "Olieprisfald uden betydning for Vestas"

<sup>32</sup> Kilde: Nyhedsbureauet Direkt den 24. april 2009 "Olien kravler over 50 dollar"

sering på den globale opvarmning samt en stigende afhængighed af de olieproducerende lande har samfundet indført krav om mere brug af vedvarende energi. Dvs. at der i dag er krav om, at bl.a. selskaber skal formindske deres udledning af CO<sub>2</sub> og derigennem deres forbrug af fossile brændstoffer, hvilket tvinger selskaberne til at være mere miljøbevidste.

## **4.2. Brancheanalyse**

Formålet med brancheanalysen er at analysere konkurrenceintensiteten på vindmøllemarkedet, samt hvordan substituerende produkter, adgangsbarrierer, leverandørernes og kundernes forhandlingsstyrke påvirker konkurrencen på markedet.

### **4.2.1. Substituerende produkter**

Formålet med vindmølleproduktet er at skabe energi, hvilket også kan opnås via mange andre produkter. Vestas' egen vision er via vindenergi at kunne supplere olie og gas, så den fremtidige udledning af CO<sub>2</sub> ikke øges. Anvendelsen af vindenergi er meget afhængig af prisen på øvrige produkter, da energien er den samme, om den så kommer fra vindmøller, olie, gas eller øvrige produkter. Som situationen er på markedet på nuværende tidspunkt, hvor der endnu ikke er kommet det store gennembrud for ikke fossile brændstoffer, afhænger vindmølleafsætningen meget af prisen på især olie. Når olieprisen er høj, kan det bedre betale sig at investere i vindmølleenergi, da selve etableringen af vindmøllerne er en forholdsvis stor omkostning. Omvendt når olieprisen er lav, er det svært at overbevise kunderne om fordelene ved at købe vindenergi i stedet for at bruge olie.

En fordel for vindmøllebranchen er, at verden på nuværende tidspunkt er blevet mere opmærksom på udledningen af CO<sub>2</sub> og effekten heraf. Dette gør, at der er kommet flere lovgivningsmæssige krav om mængden af udledningen af CO<sub>2</sub> og samtidig flere krav om mere brug af vedvarende energi, som også omtalt under analyse af omverdenen. På dette område konkurrerer vindmøllebranchen med de øvrige ikke fossile brændstoffer som f.eks. solenergi, biobrændsel mv. Selvom disse andre vedvarende energikilder også er til stede, vurderes fokus på mere vedvarende energi at kunne indeholde flere alternativer. Så længe vindmølleenergi er på et højt teknologisk stadie, og der hele tiden arbejdes på at forbedre denne teknologi, vurderes vindmøllebranchen ikke at miste vækst i forhold til de øvrige ikke fossile brændstoffer.

### **4.2.2. Adgangsbarrierer**

For at kunne komme ind på vindmøllemarkedet kræves for det første stor kapital, da produktion af vindmøller ikke er billig. Det kræver også en stor knowhow inden for produktion af vindmøl-

ler, da markedet nu om dage efterspørger vindmøller med en vis kvalitet og teknologi til opnåelse af flest mulig MW på færrest opstillede vindmøller. Især de store kunder søger i dag producenter, der har stor erfaring med vindmølleprojekter, da de ønsker den bedst mulige teknologi til billigst mulige penge. Når først en vindmølle er opsat og installeret, kan kunden miste mange penge, hvis vindmøllen ikke fungerer, som den skal.

En anden mulighed for indtrængen på vindmøllemarkedet er via opkøb af andre virksomheder. F.eks. er Siemens kommet ind på markedet i 2004 ved at købe det danske Bonus Energi, der allerede havde knowhow mv. om produktion/distribution af vindmøller.<sup>33</sup> Dette kræver igen stor kapital, samt at virksomheden er indstillet på at investere i de nødvendige produktionsanlæg og den nyeste teknologi på markedet.

Der er i 2007 kommet flere kinesiske konkurrenter ind på markedet. Dette er primært sket via en kinesisk lovgivning, der angiver, at mindst 70 % af en vindmølle solgt på det kinesiske marked skal være produceret lokalt. Derudover har de kinesiske virksomheder formået at finde et marked i de mindre MW vindmøller, da disse vindmøller for det første ikke er lige så svære rent teknologisk at producere, men også fordi den kinesiske infrastruktur bedre kan takle transport af de mindre vindmøller. En anden årsag til den store kinesiske fremgang er, at de kinesiske producenter kan fremstille de mindre og ikke lige så teknologisk udviklede møller til en langt lavere pris.<sup>34</sup> Derudover har de kinesiske virksomheder oplevet fremgang via den stigende interesse for vindenergi hos den kinesiske regering, der ved hjælp af støtteordninger har valgt at støtte de kinesiske virksomheder og deres produktion af vindmøller.

Hvis en virksomhed for alvor ønsker at komme ind og konkurrere med de store spillere på vindmøllemarkedet, kræver det endvidere, at virksomheden har kapital nok til at være til stede globalt. Som branchen er i dag har alle de store spillere på markedet lokalproduktion i forskellige dele af verden (på deres forretningsområder) for at kunne producere billigst muligt og for at minimere transporten af de forskellige vindmølledele.

### **4.2.3. Leverandørernes forhandlingsstyrke**

Leverandørernes forhandlingsstyrke afhænger meget af forholdet mellem udbud og efterspørgsel på vindmøllemarkedet. Hvis efterspørgslen er større end udbuddet, vil leverandørerne umiddel-

---

<sup>33</sup> Kilde: Børsen den 2. juli 2008 "Siemens vil fordoble antallet af vindmøller"

<sup>34</sup> Kilde: Børsen den 8. februar 2008 "Aggressive kinesere angriber Vestas"

bart være i stand til at have en større forhandlingsstyrke, end de ville, hvis udbuddet var større end efterspørgslen. Alt dette afhænger også meget af kvaliteten af de udbudte produkter.

I de senere år har der været en meget stor efterspørgsel på komponenter til vindmøller, hvilket har medført, at der har været utrolig lang leveringstid på de enkelte komponenter. På nøglekomponenter har leveringstiden i 2007 og 2008 været på op til 15 måneder.<sup>35</sup> Dette forhold har medført, at mange af vindmøllevirksomhederne i branchen har indgået forskellige leverandøraftaler eller -samarbejder, så de på denne måde måske lettere vil kunne følge med efterspørgslen på markedet. Et sådant samarbejde vil også være med til at reducere leverandørernes forhandlingsstyrke over til en mere lige forhandlingsstyrke virksomhederne imellem. Vindmøllevirksomhederne er endvidere efterhånden begyndt selv at etablere flere og flere produktionsfaciliteter verden over for selv at producere flere af komponenterne til deres vindmøller. En vindmølle består af over 8.000 komponenter, hvorfor vindmøllevirksomhederne selv næppe er i stand til at producere alle dele til en vindmølle. Virksomhederne på vindmøllemarkedet er derfor forholdsvis afhængige af leverandørkæden, men leverandørerne er også afhængige af vindmøllevirksomhederne, da de ellers ikke kan få afsat deres produkter.

Flere underleverandører til vindmøllebranchen er endvidere begyndt at flytte med vindmøllevirksomhederne ud i verden for at kunne tilbyde den ønskede lokalproduktion, som er nødvendig for at kunne følge med i branchen på globalt niveau. Bl.a. har den danske underleverandør LM Glasfiber etableret to fabrikker i Kina. Dette er afgørende for de udenlandske vindmøllevirksomheder, da de skal kunne producere 70 % af møllerne lokalt, hvilket bl.a. samarbejde med LM Glasfiber hjælper til med.<sup>36</sup>

Alt i alt vurderes leverandørernes forhandlingsstyrke at være på et middel niveau, da vindmølleproducenternes egenetablering af fabrikker rundt om i verden er med til at nedsætte afhængigheden af leverandørerne.

#### **4.2.4. Kundernes forhandlingsstyrke**

Kundernes forhandlingsstyrke afhænger som leverandørernes meget af forholdet mellem, hvor stor efterspørgsel der er samt hvilket udbud af produkter.

---

<sup>35</sup> Kilde: Børsen den 15. september 2008 "Splittet opfattelse af Vestas"

<sup>36</sup> Kilde: Børsen den 10. juni 2008 "LM Glasfiber: Nødvendigt at være i Kina"

Der er i dag mange forskellige kundetyper til vindmøllebranchen. De store energiselskaber udgør dog efterhånden en stor andel af det samlede kundesegment. Energiselskaberne udgjorde i 2007 42 % af alle salg af vindmøller,<sup>37</sup> mens salget i 2008 udgjorde 45 %. De store energiselskaber indkøber oftest vindmøller til store vindmølleparker, hvilket medfører, at dette foregår i store rammeaftaler, som oftest løber over flere år. De vindmøllevirksomheder, der kan få disse ordrer, er derfor sikret en god indtjening de næste år. Et eksempel er Dong, som i marts 2009 indgik en aftale med Siemens om køb af et historisk stort antal havvindmøller til forskellige vindmølleparker rundt om i Europa.<sup>38</sup> I og med at disse store energiselskaber aftager så store ordrer, gør det samtidig deres forhandlingsstyrke en del større.

Gennem 2008 har priserne på råvarer til vindmøller været faldende, hvilket også har medført, at kunderne ønsker faldende priser på køb af vindmøllerne, da vindmøllerne ikke koster det samme at producere.<sup>39</sup> Om det er lykkedes energiselskaberne i de forskellige handler at få prisen forhandlet ned vides ikke, da det ikke er offentligt tilgængeligt materiale, men muligheden er til stede, da ordrene er så store, som de er.

Vestas har bl.a. en del mindre kunder (ca. 20 % af den samlede omsætning), som i forhold til den mængde, de efterspørger, ikke vil være i besiddelse af den største forhandlingsevne, da efterspørgslen efter vindmøller stadig er på et højt niveau for vindmøllebranchen.

Kundernes forhandlingsstyrke kommer derfor an på ordrens størrelse, men i den grad også på størrelsen af efterspørgslen i forhold til udbuddet. I de seneste år har der været en meget større efterspørgsel, end leverandørerne/virksomhederne har kunne producere, hvilket har medført, at det har været sælgers marked. Dette har samtidig resulteret i, at vindmøllevirksomhederne har været i stand til at sætte prisen. Som beskrevet i ovenstående har faldende råvarepriser i 2008 medført en større fortjeneste for vindmølleproducenterne, hvorfor det vurderes, at vindmøllevirksomhederne i de kommende år vil blive mere presset på priserne, end de før har været vant til, hvilket kan øge især de større kunders forhandlingsstyrke.

---

<sup>37</sup> Kilde: Børsen den 31. marts 2008 "Kinesere haler ind på Vestas' forspring"

<sup>38</sup> Kilde: Business.dk den 6. marts 2009 "Dong køber vindmøller for 20 mia. kr."

<sup>39</sup> Kilde: Børsen den 13. november 2008 "Dong skyder millioner i vind"

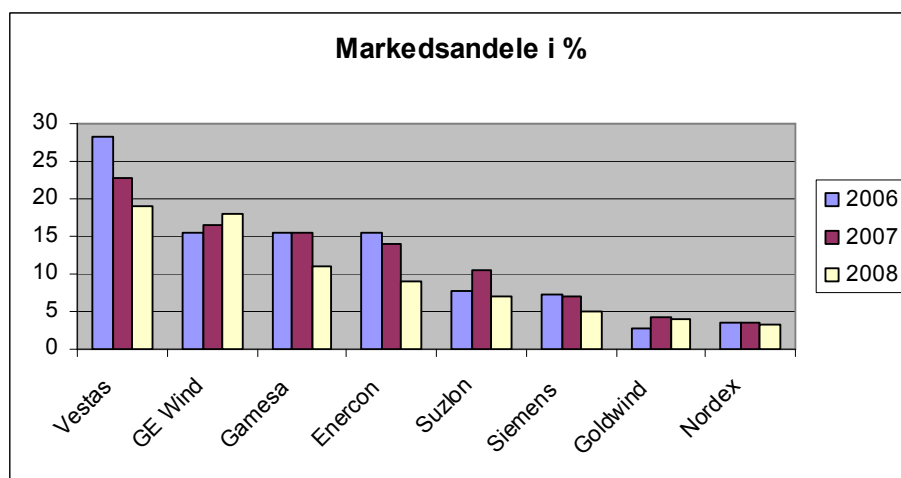
#### 4.2.5. Konkurrencen på vindmøllemarkedet

*Spillere på markedet/markedsandele:*

Vestas har i mange år været markedsleder på vindmøllemarkedet. Gennem de seneste år er konkurrencen dog blevet skærpet meget, da flere konkurrenter er kommet ind på markedet for vindenergi.

De primære konkurrenter på vindmøllemarkedet i dag er: Vestas (Danmark), Siemens (Tyskland/Danmark), Gamesa (Spanien), GE Wind (USA), Enercon (Tyskland), Suzlon (Indien), Nordex (Tyskland) og Goldwind (Kina). Derudover er der flere mindre vindmøllevirksomheder på markedet.

Fordelingen af markedsandele på det samlede marked for vindenergi (de væsentligste konkurrenter) ses af nedenstående diagram, der viser markedsandele for de seneste tre år.<sup>40</sup>



Som det ses af diagrammet, er markedsandelene især i 2008 blevet ændret markant i forhold til tidligere år. Vestas havde et godt år i 2006, hvor markedsandelen var helt oppe på 28 %. Det var også på dette tidspunkt, at ledelsen i Vestas havde store planer om at opnå en markedsandel i 2008 på 35 %, men denne forventning blev nedjusteret som følge af 2007 markedsandelen, der imod virksomhedens forventning faldt til 23 %.<sup>41</sup> Faldet i markedsandele fra 2006 til 2007 skyldes primært, at der i 2007 kom mange nye lokale virksomheder ind på det kinesiske marked, herunder Goldwind som også er steget i markedsandele i 2007. Tendensen har været den samme

<sup>40</sup> Kilde: BTM Consult "World Market Update 2006, 2007" samt analyse fra Make Consulting angående markedsandele i 2008 - "Market report by Make Consulting March 2009" se [www.make-consulting.com](http://www.make-consulting.com)

<sup>41</sup> Kilde: Vestas' årsrapport 2007

i 2008, hvor de kinesiske virksomheder har været med til at tage markedsandele fra de store spillere på markedet. Markedssituationen på det kinesiske marked vil blive behandlet under markedssegmenter.

Vestas var i 2008 tæt på at blive indhentet af GE Wind i forhold til markedsandele, hvor Vestas i 2008 havde 19 % af det samlede marked og GE Wind 18 %. Grunden til den store fremgang i markedsandele for GE Wind var især en stor vækst på det amerikanske marked, der installerede over 8.000 MW i 2008. GE Wind havde i 2008 en markedsandel på 45,8 % på det amerikanske marked, hvorimod Vestas kun opnåede 12,3 % på det amerikanske marked.<sup>42</sup> Der er imidlertid stor forskel på de to virksomheder i forhold til deres placering på de enkelte markeder. GE Wind er primært repræsenteret på det amerikanske marked, hvorimod Vestas er repræsenteret på stort set alle markeder globalt. Således havde GE Wind mere end 80 % af deres omsætning i USA i 2008. De fleste analytikere er af den holdning, at det amerikanske marked i 2009 ikke vil opleve vækst pga. finanskrisens påvirkning. At den amerikanske regering har forlænget PTC ordningen, vil forbedre det amerikanske marked, men lovgivningen skal have lidt tid for at kunne få sin indvirkning. GE Wind mener selv, at væksten i 2009 i USA vil være tilbagegående, og de vurderer derfor, at det vil være svært i 2009 at konkurrere med Vestas på de samlede markedsandele, da Vestas er til stede på flere markeder og derfor ikke bliver lige så påvirket af den amerikanske tilbagegang, som GE Wind vil blive det.<sup>43</sup>

Der er endvidere stor forskel på, hvilken strategi de enkelte virksomheder i branchen vælger. Vestas har valgt at have en meget bred strategi, hvormed menes, at virksomheden ønsker at være spredt på mange markeder og mange kundetyper. GE Wind, Siemens og Gamesa har derimod valgt at fokusere deres strategi på udvalgte kunder og markeder, hvilket medfører, at virksomhederne primært ønsker at indgå langstrakte aftaler med de store energiselskaber. Dette bevirker, at virksomhederne har ordrer strakt over flere år, men også at de har ordrer, der er fastsat i forhold til pris over flere år. Dette kan være en ulempe, hvis priserne på råvarer stiger, da virksomhederne kun vil få den fastsatte pris. Endvidere medfører disse aftaler, at energiselskaberne får en god pris for at binde sig til én producent over længere tid.<sup>44</sup> Som følge af den nuværende finansielle krise kan en virksomhed som Vestas med flere spredte ordrer dog opleve at blive ramt af manglende betaling fra kunder, der ikke kan opnå finansiering, hvilket ikke er en lige så stor risiko ved

---

<sup>42</sup> Kilde: Nyhedsbureauet Direkt den 12. marts 2009 "Store fordele i at være størst"

<sup>43</sup> Kilde: Nyhedsbureauet Direkt den 12. marts 2009 "Store fordele i at være størst"

<sup>44</sup> Kilde: Børsen den 9. oktober 2008 "Kreditkrisen klemmer små Vestas-kunder"

de store langstrakte kontrakter. Vestas oplyser, at de frem til udgangen af 2008 ikke har tabt penge på kunder, omvendt har deres kortere ordrer givet dem muligheden for at forbedre omsætningen som følge af ikke fastlagte aftaler.<sup>45</sup> Det skal nævnes, at Vestas også indgår langstrakte kontrakter med større kunder, men ikke i lige så høj grad som deres konkurrenter.

*Markedssegmenter:*

De største og væsentligste markeder inden for vindmøllebranchen er Europa, USA og Kina. USA er det største marked, mens Kina har indhentet de øvrige markeder, og er derved nu det næststørste marked inden for vindenergi.<sup>46</sup>

Det amerikanske marked har været præget af vækst i mange år, men markedet er meget afhængigt af støtte fra den amerikanske regering angående især vedtagelse af PTC ordningen. Ordningen er løbende blevet forlænget, og den nuværende forlængelse frem til 2012 må formodes at få stor betydning for salget på det amerikanske marked. Selvom den finansielle krise vil påvirke det amerikanske marked, har flere af vindmøllevirksomhederne herunder Vestas valgt at investere i produktionsanlæg i USA. Dette må endvidere tages som et tegn på fremtidig bedring af markedet i forbindelse med lovgivningen om mere vedvarende energi. Alle de store spillere i vindmøllebranchen er repræsenteret på det amerikanske marked, hvorfor konkurrencen på markedet er stor. Som nævnt ovenfor er GE Wind den førende spiller på dette marked, men med en fremtidig forventning om mere vedvarende energi vil markedet blive større, og der vil blive en større tilgang til ordrer på det amerikanske marked for de enkelte virksomheder i branchen.

Det kinesiske marked har i de seneste år vist sig at blive et meget stort fremtidigt marked. Der er en stor vækst i Kina, og der vil fremover blive brug for meget mere energi. En stor del af energien forventes at komme fra vedvarende energi, da den kinesiske regering er indstillet på vækst i opstillede MW. De lokale kinesiske vindmølleproducenter har i 2007 og 2008 haft stor fremgang på markedet især pga. deres produktion af mindre møller til en billigere pris. Endvidere er det kinesiske marked præget af dårlig infrastruktur, hvilket gør transport af mindre møller nemmere i forhold til de større møller. Ydermere er der et krav om 70 % lokalproduktion, hvilket har medført, at udenlandske vindmøllevirksomheder er nødt til at etablere sig i Kina for at være med på markedet. I slutningen af 2006 stod udenlandske producenter for salget af 66 % af vindmøllerne

---

<sup>45</sup> Kilde: Vestas' årsrapport 2008

<sup>46</sup> Kilde: Børsen den 10. juni 2008 "LM Glasfiber: Nødvendigt at være i Kina"



på det kinesiske marked, mens andelen var faldet til 44 % i 2007.<sup>47</sup> Dette blot for at illustrere, hvor hurtigt de kinesiske virksomheder er blevet etableret på markedet. Vestas har og investerer fremtidigt i produktionsanlæg i Kina, hvilket giver Vestas mulighed for at konkurrere på markedet. Derudover er flere underleverandører etableret i Kina, hvilket hjælper på kravet om 70 % lokalproduktion. En fordel for Vestas er, at konkurrenter som GE Wind og Siemens ikke er etableret på markedet i Kina, hvorfor de væsentligste konkurrenter på dette marked er de kinesiske virksomheder. Vestas og de øvrige udenlandske konkurrenter på markedet mistede i 2007 foringen over markedsandele i Kina til den kinesiske producent Goldwind, som er den største kinesiske producent af vindmøller.<sup>48</sup>

Overordnet set er der et meget stort vækstpotentiale i Kina, hvilket skaber gode muligheder for Vestas fremadrettet, da de er veletableret på markedet, og da de kinesiske producenter ikke vil kunne producere vindmøller nok til at dække væksten i markedet.

Det europæiske marked er et stort og spredt marked, da der er mange forskellige lande i Europa. Generelt er de forskellige vindmølevirksomheder favoriseret i forhold til deres hjemmemarked, hvilket umiddelbart er en ulempe i forhold til Vestas, der er hjemmehørende i Danmark.<sup>49</sup> Vestas er dog stadig godt repræsenteret på det europæiske marked, hvor de i 2008 havde 60 % af deres omsætning.

Konkurrenten Gamesa er størst på det spanske marked, hvor de har deres hjemmebanefordel, og hvor virksomheden i 2008 havde 39 % af deres omsætning.<sup>50</sup> Spanien vurderes af Gamesa til at være det fjerde største marked i verden i forhold til årlig installation af MW.

Konkurrencen på det europæiske marked forventes fremover at blive intensiveret, da især GE Wind og Gamesa har været ude med meldinger om, at de vil lancere nye produkter på markedet i de kommende år. GE Wind vil i løbet af 2009 lancere deres nye 2,5MW mølle i håb om mere vækst på det europæiske marked, hvor GE Wind ikke har været væsentlig repræsenteret før nu.<sup>51</sup> GE Wind forventer selv, at de med deres nye mølle vil kunne styrke deres position på det europæiske marked, og at de i 2009 vil kunne femdoble deres salg på markedet. Gamesa vil i løbet af

---

<sup>47</sup> Kilde: Børsen den 1. september 2008 "Kina satser på vedvarende energi"

<sup>48</sup> Kilde: Børsen den 6. august 2007 "Vestas overhalet i Kina"

<sup>49</sup> Kilde: BTM Consult "World Market Update 2007"

<sup>50</sup> Kilde: [www.gamesacorp.com](http://www.gamesacorp.com) – 2008 Result Presentation

<sup>51</sup> Kilde: Nyhedsbureauet Direkt den 17. marts 2009 "GE angriber i kampen om Europa"

de næste par år lancere deres 4,5MW mølle på markedet, hvilket de ligeledes forventer vil kunne skabe en mervækst i forhold til nuværende markedsandel.<sup>52</sup>

#### *Havvindmøllemarkedet:*

Markedet for havvindmøller er en meget lille del af det samlede marked for vindenergi, men skal alligevel omtales, da det fremtidigt kan få en større betydning som følge af manglende opstillingsplads på land.

Vestas var indtil 2007 førende på markedet for havvindmøller. De måtte dog i 2007 indstille produktionen af deres V90-3,0MW mølle, da der var problemer med gearkassen. Vestas kom ind på markedet igen i 2008, da problemet med møllerne var blevet løst. Dette har kostet Vestas dyrt i konkurrencen om havvindmøller. Siemens og Vestas er pt. de eneste reelle konkurrenter på dette marked, hvilket Siemens har haft stor fordel af i forbindelse med Vestas' tilbagetræk. Siemens er førende på havvindmøllemarkedet og har en god erfaring og kvalitet i deres 3,6MW mølle.<sup>53</sup> At Vestas på nuværende tidspunkt ikke er så langt fremme på dette marked som Siemens, har endvidere resulteret i, at Siemens i marts 2009 har fået historiens største ordre af havvindmøller fra energiselskabet Dong.<sup>54</sup>

### **4.3. Intern analyse af Vestas**

Den interne analyse af Vestas vil bygge på de ressourcer og kernekompetencer, Vestas besidder. Endvidere vil analysen vise, hvilke risici Vestas er udsat for i sin forretning. Dette for at kunne vurdere hvilke stærke og svage sider, der skaber værdi hos Vestas, herunder hvilke ressourcer/kernekompetencer, der skaber konkurrencemæssige fordele i forhold til konkurrenterne.

#### **4.3.1. Ressourcer**

Identifikation af Vestas' ressourcer kan opdeles i hvilke materielle, immaterielle og menneskelige ressourcer, som Vestas besidder.<sup>55</sup>

Den vigtigste materielle ressource for Vestas er deres produktionsanlæg, som er spredt på alle de markeder, hvorpå Vestas opererer. Vestas har en global tilstedeværelse, hvilket bl.a. sikrer, at deres kunder har et lokalt servicecenter, hvis der skulle opstå problemer eller lignende. Derud-

---

<sup>52</sup> Kilde: [www.gamesacorp.com](http://www.gamesacorp.com) – 2008 Result Presentation

<sup>53</sup> Kilde: Børsen den 28. maj 2008 "Siemens banker Vestas på havvindmøller"

<sup>54</sup> Kilde: Business.dk den 6. marts 2009 "Dong køber vindmøller for 20 mia. kr."

<sup>55</sup> Kilde: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang" side 77

over er det billigere at servicere møller lokalt. Det betyder endvidere, at Vestas producerer deres produkter i alle væsentlige dele af verden i forhold til, hvor deres omsætning er placeret. Vestas investerede i 2008 678 mio. EUR i nye fabrikker og udviklingscentre. Et stort nyt udviklingscenter er i 3. kvartal 2008 blevet indviet i Århus. Dette udviklingscenter samler en række test- og udviklingsfaciliteter i et innovationsmiljø, hvor det er meningen, at det skal give optimale muligheder for integreret produktudvikling og tværfagligt samarbejde med kunder og leverandører.<sup>56</sup> Derudover vil der i løbet af de næste par år også blive opbygget udviklingscentre i Singapore, Indien, USA og England.

Foruden udviklingscentre har Vestas i 2008 investeret i nye produktionsanlæg i Kina, som skal producere kW-møller til det kinesiske marked. Det er planen, at de første møller skal kunne leveres i 2. kvartal 2009. Vestas har endvidere investeret i flere produktionsanlæg i USA (ny tårnfabrik, vingefabrik og nacellemontagefabrik), som også forventes at være færdige i 2009/2010. Alt dette gøres, fordi Vestas gerne vil producere komponenterne i de lande, hvori de sælges. Dette er en meget væsentlig ressource, da det er omkostningsbesparende at kunne producere lokalt.

I forbindelse med den nuværende økonomiske krise samt tidligere problemer med ustabile leverancer fra underleverandører har Vestas opbygget sikkerhedslagre for at forhindre, at ustabile leverancer fra underleverandører skal medføre tab. Disse lagerbindinger er ikke umiddelbart en fordel for Vestas, da det medfører større nettoarbejds kapital, men i tider hvor branchen oplever manglende leverancer fra underleverandører som følge af manglende økonomi eller for stor efterspørgsel, kan det vise sig alligevel at være en fordel, da det stadig vil være muligt for Vestas at producere sine produkter.

Vestas har branchens bredeste produktsortiment og har med 30 års erfaring en stor knowhow inden for teknologiske udviklingsmuligheder, der gør, at Vestas er i stand til at levere produkter med en høj kvalitet på et effektivt omkostningsniveau. Dette vurderes som Vestas' vigtigste immaterielle ressource. Omkostningsniveauet holdes bl.a. nede via vertikal integration med Vestas' leverandører. Vestas har egne folk på mange leverandørers fabrikker, hvilket medfører, at de i samarbejde kan effektivisere produktionsprocesserne.<sup>57</sup>

---

<sup>56</sup> Kilde: Vestas' årsrapport 2008 side 20-21

<sup>57</sup> Kilde: Vestas' årsrapport 2008 side 18

Vestas havde ved udgangen af 2008 20.829 medarbejdere verden over. Medarbejderne i Vestas er en vigtig ressource, da det er dem, der besidder den nødvendige viden og erfaring i forhold til Vestas' produkter. Medarbejderne bliver løbende uddannet, og nytilkomne bliver oplært i Vestas' produkter og teknologi. I forhold til den forventede omsætning for 2009 er der for mange medarbejdere i Vestas, hvilket medfører større kapacitetsomkostninger, end omsætningen opvejer. Vestas er således i begyndelsen af 2009 gearret til et aktivitetsniveau, der er 15 % større end den forventede omsætning i 2009.<sup>58</sup> Grunden til dette er, at Vestas tror på fremgang i omsætningen, hvorfor de vurderer, at det vil være en fordel at beholde alle medarbejdere. Muligheden for nedskæringer nævnes dog, hvis forventningerne til 1. kvartal 2009 ikke lever op til realiteterne.<sup>59</sup>

#### **4.3.2. Kernekompetencer**

Ud fra de ovennævnte ressourcer kan det konkluderes hvilke kernekompetencer, som skaber værdi og konkurrencemæssige fordele for Vestas.

Vestas er i stand til at minimere deres omkostninger i produktionen samt opretholde den nyeste teknologi i vindmøllerne, hvilket medfører, at de kan producere produkter, der er kvalitetsmæssigt i top på et effektivt omkostningsniveau.<sup>60</sup> Vestas' erfaring og knowhow til branchen er en stor konkurrencemæssig fordel, hvilket også viser sig ved, at Vestas har været markedsleder i mange år.

Vestas' globale tilstedeværelse, både hvad angår omsætning og produktion, medfører, at Vestas' forretning er meget bred. Deres omsætning er fordelt på mange markeder, og de har efterhånden fået opbygget et solidt leverandørnetværk globalt. Alt dette resulterer i, at Vestas har gode muligheder for at skabe værdi og konkurrencemæssige fordele i forhold til de konkurrenter, som ikke er til stede på globalt plan.

#### **4.3.3. Risici**

Vestas er påvirket af driftsmæssige risici, men også finansielle risici påvirker virksomheden. At verdensøkonomien i 2009 er ramt af en finanskriser påvirker Vestas' risici, hvor virksomheden er nødsaget til at være ekstra opmærksom på økonomiske forhold, som kan påvirke virksomheden i negativ retning.

---

<sup>58</sup> Kilde: Børsen den 29. januar 2009 "Vestas storsatser på USA-succes"

<sup>59</sup> Kilde: Vestas' årsrapport 2008 side 26

<sup>60</sup> Kilde: Børsen den 8. juli 2008 "Vestas øger effektivitet med softwareudvikling"

*Driftsmæssige risici:*Leverandørrisici

Vestas' samarbejde med deres leverandører er af væsentlig betydning for virksomhedens drift, hvorfor der altid er en risiko relateret til dette samarbejde. Vestas har tidligere haft samarbejdsproblemer med deres leverandører, hvilket bl.a. har været skyld i forsinkede leverancer af komponenter til vindmøller. Dette påvirker Vestas' drift, da de ikke kan producere møllerne færdige uden de nødvendige komponenter fra leverandørerne. For at afhjælpe denne risiko forsøger Vestas at indgå langsigtede rammeaftaler med leverandørerne samtidig med, at de hele tiden er på udkig efter leverandører, som har de fornødne tekniske komponenter og ambitioner. Derudover har Vestas altid mindst to leverandører til alle vigtige komponenter. Den eneste vigtige komponent, som dette ikke er tilfældet ved, er gearkassen til V90-3,0MW møllen.<sup>61</sup>

Produktrisici

Vestas har tidligere haft problemer med nogle af deres produkter. Blandt andet har deres havvindmølle været taget ud af produktion pga. for mange fejl i de opstillede møller. Dette medfører store garantihensættelser i driften, da der bliver hensat beløb til udbedring af opståede problemer på installerede produkter. Frem til og med 2007 har der været hensat 5 % af omsætningen til garantihensættelser. I 2008 faldt tallet dog til 4 % af omsætningen. Vestas forventer, at denne hensættelse bliver 3-4 % i 2009. Med mindre Vestas hele tiden forbedrer deres teknologi og produkternes kvalitet, vil der altid være en risiko forbundet med Vestas' produkter, da risikoen for fejl i opstillede møller vil være til stede.

Salgsrisici

Vestas har to forskellige salgsmetoder, hvor den ene medfører en større risiko for opståede fejl end den anden. Der henvises til beskrivelsen af salgsmetoderne under beskrivelsen af produkter i kapitel 3. Den primære risiko for Vestas i forbindelse med salg vedrører, hvilke forpligtelser virksomheden har i forbindelse hermed. Vestas vil gerne skabe balance mellem deres risiko og deres salg, hvilket har medført, at salgsmetoden "supply-only" er steget den seneste tid, da Vestas ikke bærer risikoen for opstilling, fundament og øvrig infrastruktur i denne salgsform.<sup>62</sup>

---

<sup>61</sup> Kilde: Vestas' årsrapport 2008 side 23

<sup>62</sup> Kilde: Vestas' årsrapport 2008 side 23

Endvidere ønsker Vestas at sprede deres salg på flere markeder og til flere kunder, hvilket gør virksomheden mindre afhængig af få kunder/markeder. Denne form for kundeportefølje er der ikke mange af de øvrige aktører i branchen, der ønsker at praktisere. Nogle af de andre store vindmølevirksomheder er f.eks. placeret på primært ét marked eller sælger primært til ét kundesegment. Om dette er en fordel for Vestas eller konkurrenterne kommer an på mange forhold, hvilket bl.a. i den nuværende økonomiske krise kunne være, at risikoen for, at mindre kunder kunne have sværere ved at betale, vil vise sig. Spredningen har tidligere vist sig fordelagtig for Vestas, da de netop kan skabe salg på flere markeder. I 2004 og 2005, hvor det amerikanske marked var nedadgående pga. manglende forlængelse af PTC ordningen, havde Vestas muligheden for at sælge sine varer på de øvrige markeder og derigennem sikre en vis indtjening.

#### *Finansielle risici:*

##### Valutarisici

Vestas afsætter primært deres varer i Europa, USA og Kina. Problemet i forhold til valutarisici opstår, fordi omkostningerne i én valuta ikke matcher indtægterne i samme valuta. Indtægterne bliver skabt i salgslandet, hvorimod omkostningerne bliver skabt i det land, hvori produktionen finder sted. I 2008 udgjorde omsætningen uden for eurozonen 40 % af den samlede omsætning. Vestas forsøger at afhjælpe denne risiko via etablering af produktionsanlæg i specielt USA og Kina, hvilket vil skabe en mindre euro afhængig valuta. Endvidere bliver nettoeksponeringen afdækket via valutaterminsforretninger.<sup>63</sup>

##### Kreditrisici

Den nuværende økonomiske krise medfører, at et øget tilsyn med kreditrisici er nødvendig for at undgå tab på tilgodehavender mv. Ifølge Vestas har de endnu ikke været mærket af den finansielle krise, men Vestas kan som enhver anden virksomhed blive ramt af kunder, der ikke er i stand til at betale og derfor må annullere deres ordrer, eller leverandører som går ned, hvis de ikke kan få den nødvendige likviditet til påtænkte investeringer eller lignende.

De næste par år (2009, 2010 og 2011) kommer til at blive påvirket af effekten af den økonomiske krise. Vestas nedsætter ikke direkte deres forventninger til de kommende år i årsrapporten 2008, men ligger ikke skjul på, at virksomheden kan risikere at blive ramt af manglende ordreindgang eller bankernes manglende velvilje til at finansiere vindmøller. Så selv om det vurderes,

---

<sup>63</sup> Kilde: Vestas' årsrapport 2008 side 24

at der også fremtidigt vil være en stor efterspørgsel på markedet for vindenergi, kan det ikke undgås, at den finansielle krise kan skabe en midlertidig forskydning af efterspørgslen og dermed også af leverandørernes og kundernes forhandlingsstyrke.

#### 4.4. SWOT analyse

SWOT analysen viser de ikke-finansielle value-drivers, der udgør den væsentligste del af Vestas' værdiskabelse. For at give læseren et overblik er de først opsummeret i nedenstående skema, men jeg vil efterfølgende uddybe disse for at give en bedre forståelse af de nævnte value-drivers.

|  |  |
|--|--|
| <b>Styrker:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• En stor knowhow i branchen</li> <li>• Er veletableret på det kinesiske marked</li> <li>• Global tilstedeværelse</li> <li>• Teknologiske produkter til lave omkostninger</li> </ul>  | <b>Svagheder:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Er en mindre virksomhed i forhold til konkurrenter der er store energikoncerner (GE Wind, Siemens)</li> <li>• Lang leveringstid fra underleverandører</li> <li>• For mange medarbejdere</li> <li>• Garantihensættelser</li> </ul> |
| <b>Muligheder:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• PTC ordningens forlængelse frem til 2012</li> <li>• Knaphed på olie samt ønsket om uafhængighed</li> <li>• Positiv politisk lovgivning</li> <li>• Fortsat stor efterspørgsel efter vindmøller</li> <li>• Store vækstmuligheder i Kina</li> </ul> | <b>Trusler:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Faldende oliepris</li> <li>• Der er stigende fokus på lavere priser på vindmøller</li> <li>• Finanskrisens påvirkning</li> <li>• De nærmeste konkurrenter nærmer sig Vestas i forhold til markedsandel</li> </ul>                   |

#### Styrker

En af Vestas' væsentligste styrker er den knowhow, som virksomheden har. Det gør dem i stand til at skabe produkter med en god kvalitet og med den højeste mulige teknologi, hvilket medfører, at Vestas kan tilbyde de bedste teknologiske produkter i færrest mulige opstillede møller.

Derudover er det en styrke, at virksomheden er repræsenteret globalt, både hvad angår salg og produktion. Det er billigst muligt at fremstille møllerne, hvis man kan producere dem lokalt, da det bl.a. minimerer transportomkostninger samt udjævner den valutariske forskel mellem indtægter og udgifter. Endvidere møder Vestas krav om andel af lokalproduktion i Kina, hvor deres tilstedeværelse på markedet derfor gør det muligt at udbyde deres produkter.

Det er desuden en fordel at være repræsenteret globalt, da det sikrer en vis indtjening, selvom et af markederne skulle vise sig at blive ramt af dårlig vækst eller lignende. Vestas har i hvert fald

den fordel i forhold til nogle af deres konkurrenter, at de er repræsenteret på mange markeder, hvilket muliggør en bredere omsætning. Konkurrenten GE Wind er f.eks. ikke repræsenteret på det kinesiske marked, som forventes at skabe en stor vækst i fremtiden.

### Svagheder

En af svaghederne ved Vestas kan være, at de ikke er lige så store som to af deres konkurrenter GE Wind og Siemens, som kun er små delvirksomheder af store koncerner. Dette kan medføre, at Vestas kan få sværere ved at skaffe kapital til investeringer/projekter end konkurrenterne i forbindelse med eventuel yderligere intensivning af vindmøllebranchen.

Derudover er det en svaghed for Vestas, at leveringstiden på komponenter er så lang, som den er. Det medfører, at det kan være sværere at sælge antallet af efterspurgte møller, da de ikke kan få komponenter nok til at producere møllerne. Vestas er begyndt at opbygge sikkerhedslagre som følge af den lange leveringstid, hvilket giver dem store bindinger i lagre.

Vestas havde ved udgangen af 2008/indgangen til 2009 for mange medarbejdere i forhold til deres aktivitet. Dette skaber større omkostninger end nødvendigt. Vestas nævner muligheden for at afskedige medarbejdere, hvis de første måneder af 2009 ikke lever op til forventningerne.<sup>64</sup>

Vestas hensætter hvert år penge til garantihensættelser i forbindelse med mulige fejl på deres produkter. Det er en svaghed for Vestas' produkter, at virksomheden er nødsaget til at hensætte ca. 4 % af omsætningen til fejl på produkter.

### Muligheder

Der er en stor politisk opbakning til vindenergien, hvilket skaber en stor formodning om vækst i opsatte MW i fremtiden. Bl.a. medfører den nye forlængelse af PTC ordningen i USA, at der kommer en længerevarende stabilitet i markedet, end det før har været tilfældet med de løbende etårige forlængelser. Endvidere er der i Kina lovgivning, der vil sikre, at den vedvarende energi skal udgøre 10 % af det samlede energiforbrug i Kina i år 2010 og 15 % i år 2020. På EU plan er det vedtaget, at ud af det samlede energiforbrug i år 2020 skal 20 % stamme fra vedvarende energi.

---

<sup>64</sup> Vestas forventer dog først at gøre dette i forbindelse med offentliggørelse af deres kvartalsrapport for 1. kvartal 2009 den 28. april 2009. Derfor er opgaven ikke udarbejdet efter mulige ændringer i de fremtidige forventninger, da opgaven er udarbejdet før denne dato.



Befolkningstilvæksten samt den generelle øgede vækst i Kina skaber store vækstmuligheder for vindmøllebranchen på det kinesiske marked. Der vil i fremtiden blive forbrugt meget mere energi end på nuværende tidspunkt, hvorfor muligheden for Vestas for vækst i Kina i den grad er til stede, da de på nuværende tidspunkt allerede er godt etableret i Kina.

En mulighed for vindmøllebranchen er ligesom den politiske udvikling et ønske fra politisk side om uafhængighed fra de olieproducerende lande. Det medfører et ønske om mere energi skabt fra vedvarende energi. Endvidere er mængden af olie ikke ubegrænset, hvilket kan fremme forbruget af vedvarende energi på længere sigt.

Der er på nuværende tidspunkt en stor efterspørgsel efter vindenergi, hvilket fremmer væksten i branchen. Denne efterspørgsel vil øge væksten af vindenergi i fremtiden, da det må forventes, at efterspørgslen på nuværende tidspunkt ikke vil aftage. Dog må det antages, at finanskrisen kortvarigt vil påvirke efterspørgslen i negativ retning, da manglende mulighed for finansiering kan medføre færre ordrer.

### Trusler

En af de nuværende største trusler for udviklingen af Vestas' forretning er den eksisterende finanskrisen. Der er mange spekulationer om udfaldet af krisen og påvirkningen heraf, men det er endnu ikke klart, hvilken effekt krisen rent faktisk får på vindmøllebranchen. Årene 2009 og 2010 forventes at blive påvirket af krisen, da investeringer kan blive sat i venteposition, eller kunder ikke vil være i stand til at betale for deres ordrer. Vestas mener selv, at de endnu ikke har været ramt af krisen, men vil ikke nægte, at de kan blive ramt af krisen i 2009.

Hvis olieprisen falder, kan Vestas og de øvrige konkurrenter blive ramt af dårligere indtjening som følge af, at det vurderes billigere at bruge olie i stedet for vindenergi. Olieprisen har været faldende i løbet af det seneste år, men endnu ikke til et niveau, hvor det på længere sigt vurderes, at det vil skade vindmøllebranchen.

En trussel for Vestas er den stigende konkurrence, der er på markedet i dag. Flere virksomheder har meldt sig i kampen på vindmøllemarkedet, her især de kinesiske virksomheder samt GE Wind, som i 2008 har nærmet sig Vestas' markedsandel. Det vil blive nødvendigt for Vestas i de

kommende år, at Vestas kan skabe mere vækst end de nævnte konkurrenter, såfremt virksomheden stadig skal være markedsleder.

Der har i 2008 været faldende råvarepriser, hvilket har medført, at nogle af de store kunder er begyndt at forvente, at dette prisfald også vil medføre prisfald i prisen på vindmøller. Såfremt Vestas ikke ønsker at nedsætte prisen, og konkurrenterne vælger at sænke prisen, kan dette være en stor trussel for den fremtidige indtjening i Vestas.

De nævnte faktorer i denne SWOT analyse vil sammen med udviklingen i regnskabstallene blive brugt til at komme med en forventning om den fremtidige udvikling og værdiskabelse i Vestas.

## 5. Regnskabsanalyse

Formålet med regnskabsanalysen er ud fra den historiske udvikling at kunne budgettere den fremtidige forventede udvikling i nøgletallene salgsvækst, overskudsgrad og aktivernes omsætningshastighed mv. For at kunne vurdere den fremtidige udvikling i Vestas vil regnskabsanalysen blive opdelt i en rentabilitetsanalyse, som viser den historiske egenkapitalforrentning, samt en vækstanalyse, som viser, hvad der påvirker den historiske vækstrate for egenkapitalen.<sup>65</sup>

### Rentabilitetsanalyse

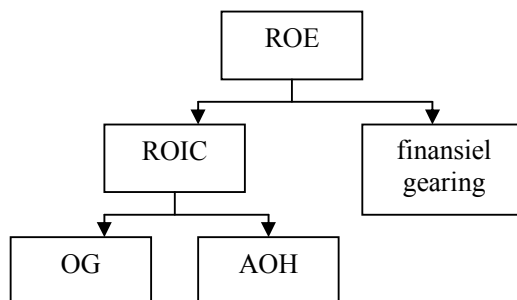
Rentabilitetsanalysen har til formål at vurdere værdiskabelsen for ejerne. Dette gøres ved hjælp af egenkapitalens forrentningsprocent ROE samt af dens underliggende finansielle værdidrivere. ROE er en kombination af driftsmæssig aktivitet og finansiell aktivitet, hvorfor der vil ske en dekomponering af ROE for at kunne analysere, hvordan ejernes forrentning fremkommer.

Jeg vil foretage rentabilitetsanalysen ud fra DuPont-modellens forskellige niveauer, hvilket fremgår af følgende:<sup>66</sup>

---

<sup>65</sup> Der tages i regnskabsanalysen udgangspunkt i fremgangsmåden beskrevet i ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang”. Hvis der derfor ikke er øvrige kildehenvisninger, henvises til denne kilde.

<sup>66</sup> Kilde: egen tilvirkning efter ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang” side 173



Som det ses af ovenstående figur, afhænger ROE bl.a. af udviklingen i ROIC, som er et mål for, hvor profitabelt Vestas udnytter de ressourcer, de har til rådighed (afkast på netto driftsaktiver). Hvilket afkast, den investerede kapital i virksomheden genererer, afhænger både af virksomhedens overskudsgrad samt omsætningshastighed. Vestas kan altså både forbedre ROIC og dermed ROE ved at skabe et større overskud pr. salgskrone eller ved at forøge netto driftsaktivernes omsætningshastighed, så kapitalbindingen bliver reduceret. Ud over at være påvirket af den investerede kapital (ROIC) er ejernes forrentning endvidere påvirket af den finansielle gearing, som måler forholdet mellem egenkapital og fremmed kapital.

I de beregninger, hvori der inkluderes balancetal, vil disse værdier være baseret på gennemsnitsværdier for året, da det giver den bedste indikation af udviklingen igennem året, end ultimoværdien alene ville gøre. Dette skyldes, at det er bevægelserne gennem året, som skaber grundlaget for indtjeningen.

### Vækstanalyse

For at kunne budgettere den fremtidige vækst i Vestas er det vigtigt med en analyse af den historiske og nuværende vækst. Vækstanalysen skal vise virksomhedens evne til at skabe vækst i residualindkomsten, da denne er drevet af væksten i ROE og egenkapitalen. Modsat rentabilitetsanalysen bruges vækstanalysen altså til at analysere ændringen i ROE og dens underliggende finansielle værdidrivere igennem de enkelte år. Desuden konkluderes det i vækstanalysen hvilke faktorer, der er skyld i ændringen i egenkapitalen, og derigennem gives en indikation af, hvordan de finansielle værdidrivere vil udvikle sig i den fremtidige budgettering. For at kunne give en retvisende budgettering er det vigtigt, at vækstanalysen bliver opdelt i det overskud, som forventes at være en god indikator for de fremtidige overskud, samt at udskille de poster, som med en vis sandsynlighed ikke forventes at forekomme i fremtiden. Vækstanalysen vil derfor kunne konkludere, om det er de fremadrettede nøgletal, der påvirker udviklingen, eller om udviklingen

skyldes engangsposter, og det derfor ikke vil kunne forventes, at Vestas vil skabe samme udvikling fremover.

#### Anvendt regnskabspraksis

Vestas overgik i 2004 til IFRS standarderne, hvorfor årsrapporterne er aflagt herefter. Efterfølgende ændringer i regnskabspraksis er løbende indarbejdet i årsrapporterne, og det vurderes ikke nødvendigt at korrigere de forrige årsrapporter herfor, da der i opstillingen af årsrapporterne er gjort brug af de tilrettede sammenligningstal.

### **5.1. Reformulering af årsrapporterne**

Inden rentabilitetsanalysen kan begynde, er det vigtigt at foretage en vurdering af de enkelte regnskabsposter. Dette skyldes, at årsrapporten skal opdeles i driftsaktivitet og finansiel aktivitet, da det er driftsaktiviteten, der er den primære værdiskabende aktivitet. Der foretages derfor først en reformulering af egenkapitalopgørelsen, balancen og resultatopgørelsen for at opnå et anvendeligt analysegrundlag.

#### *Reformulering af egenkapitalopgørelsen:*

Da egenkapitalopgørelsen viser ejernes andel i virksomheden, er den en vigtig faktor i forbindelse med værdiansættelsen. Egenkapitalopgørelsen medtager alle værdiændringer i årsrapporten, herunder også værdiændringer, der føres direkte på egenkapitalen og derfor uden om resultatopgørelsen. Igennem en grundig analyse af egenkapitalopgørelsen sikrer analytiker sig derfor, at alle aspekter i virksomheden, der berører ejernes interesser, er medtaget i aktieanalysen.<sup>67</sup> Hovedformålet med reformuleringen af egenkapitalopgørelsen er at vise totalindkomsten samt transaktioner med ejerne, som skal bruges i den videre reformulering af årsrapporterne.

Aktionærbaseret vederlæggelse er indregnet som en omkostning i resultatopgørelsen og modpostet på egenkapitalen efter IFRS 2. Da det omkostningsførte beløb allerede indgår i nettoresultatet, skal det ikke indregnes som en yderligere omkostning i totalindkomsten, hvorfor beløbet er posteret på en separat linie i egenkapitalopgørelsen.<sup>68</sup>

Den reformulerede egenkapitalopgørelse kan ses i bilag 2.

---

<sup>67</sup> Kilde: ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang” side 107

<sup>68</sup> Kilde: ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang” side 119

*Reformulering af balancen:*

Reformuleringen af balancen foretages for at reklassificere posterne mellem driftsaktivitet og finansiel aktivitet. Posterne placeret under driftsaktiver og driftsforpligtelser vedrører selve driften af virksomheden, bl.a. produktionen og salget af varer. De finansielle aktiver og finansielle forpligtelser er de poster, som medvirker til at tilvejebringe den nødvendige kapital til driften og absorbere den overskydende likviditet heraf. Det er derfor kun finansielle gældsforpligtelser samt værdipapirer og likvider, der er posteret under den finansielle aktivitet, da alle øvrige poster vedrører driften af Vestas. I forhold til de likvide beholdninger er 1 % af omsætningen fastsat som driftslikviditet til finansiering af den løbende drift.

Der er ikke i reformuleringen/de oprindelige årsrapporter nogle minoritetsinteresser, da årsrapporterne aflægges i mio. EUR, hvilket medfører, at minoritetsinteresser vil blive sat til nul. Værdiansættelsen vil af denne grund blive beregnet på baggrund af, at der ingen minoritetsinteresser er i Vestas.

Den reformulerede balance kan ses i bilag 3.

*Reformulering af resultatopgørelsen:*

Reformuleringen af resultatopgørelsen foretages ved en opdeling i driftsoverskud fra salg, andet driftsoverskud samt netto finansielle omkostninger. Dette gøres for at skelne mellem driftsaktivitet og finansiel aktivitet. Yderligere er posterne fra egenkapitalopgørelsen medtaget, da resultatopgørelsen til analyseformål skal vises på totalindkomstbasis.

Valutakursreguleringer fra købs- og salgstransaktioner indregnes under finansielle poster. Da dette vedrører driften af Vestas, vil disse blive indregnet under andet driftsoverskud. Da det ikke i noterne er specificeret fuldt ud, hvad der nøjagtig indgår i valutakursreguleringer, antages det, at de førte valutakursreguleringer i noten finansielle poster vedrører driften.

Gevinst og tab på afledte finansielle instrumenter indregnes i resultatopgørelsen under finansielle poster. Vestas har både afledte finansielle instrumenter, der vedrører driften (afdækning af råvarepriser) og finansielle instrumenter, der vedrører finansieringsaktiviteten (renterisici og valutarisici). Beløbet er ikke specificeret i noten finansielle poster, hvorfor det ikke er muligt at udskille værdien heraf.

Der er i skattefordelingen i reformuleringen gjort brug af 30 % som skatteprocent i 2004, 28 % i 2005 og 2006 samt 25 % i 2007 og 2008.

Den reformulerede resultatopgørelse kan ses i bilag 4.

## 5.2. Rentabilitetsanalyse

Rentabilitetsanalysens formål er at måle værdien af egenkapitalens forrentning ROE samt dens underliggende finansielle værdidrivere. Da ROE både bliver påvirket af den driftsmæssige aktivitet samt den finansielle aktivitet, vil jeg starte med at analysere på driftsaktiviteten, som tager udgangspunkt i ROIC.

### ROIC – afkast på netto driftsaktiver

ROIC er for årene 2004 – 2008 beregnet til følgende:

| <b>ROIC = DO / NDA</b> | <b>2004</b> | <b>2005</b> | <b>2006</b> | <b>2007</b> | <b>2008</b> |
|------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| ROIC <sub>salg</sub>   | -2,88 %     | -10,99 %    | 10,74 %     | 29,54 %     | 33,93 %     |
| ROIC <sub>andet</sub>  | -6,05 %     | -1,3 %      | 0,93 %      | -1,32 %     | -3,56 %     |
| ROIC <sub>samlet</sub> | -8,93 %     | -12,29 %    | 11,67 %     | 28,22 %     | 30,36 %     |

Vestas har haft en stigende afkastningsgrad gennem årene, hvilket hænger sammen med, at Vestas først fra 2006 begyndte at skabe et positivt resultat. For at kunne vurdere hvad denne stigning skyldes, vil jeg se på Vestas' overskudsgrad og aktivernes omsætningshastighed, da det er disse to komponenter, som skaber afkastet på netto driftsaktiverne.

### OG – overskudsgrad

OG er for årene 2004 – 2008 beregnet til følgende:

| <b>OG = DO efter skat / omsætning</b> | <b>2004</b> | <b>2005</b> | <b>2006</b> | <b>2007</b> | <b>2008</b> |
|---------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| OG <sub>salg</sub>                    | -1,40 %     | -4,49 %     | 3,31 %      | 5,99 %      | 7,89 %      |
| OG <sub>andet</sub>                   | -2,94 %     | -0,53 %     | 0,29 %      | -0,27 %     | -0,83 %     |
| OG <sub>samlet</sub>                  | -4,33 %     | -5,02 %     | 3,60 %      | 5,72 %      | 7,06 %      |

Overskudsgraden viser det overskud, som skabes i Vestas pr. salgskrone. Der er foretaget en opdeling af overskudsgraden, så det fremgår, hvad overskudsgraden er i forhold til salgsaktiviteten i Vestas, og hvad det samlede overskud pr. salgskrone er. Det er i Vestas kun salgsaktiviteten, der er med til at skabe overskuddet. Overskudsgraden har været negativ i 2004 og 2005, da Vestas ikke har formået at skabe et positivt resultat. Herunder havde Vestas især et dårligt år i 2004 og 2005 pga. faldende omsætning på det vigtige amerikanske marked og ekstra garantihensættelser efter konstaterede fejl på produkter. Overskudsgraden er fra 2006 og frem stigende,

hvilket især skyldes den stigende vækst, der har været i Vestas primært pga. den stigende efterspørgsel samt bedre prisvilkår i forbindelse hermed. Samtidig med at omsætningen er steget, har Vestas formået at minimere omkostningerne med et stigende driftsoverskud til følge.

#### AOH – netto driftsaktivernes omsætningshastighed

AOH og 1/AOH, som viser hvor meget kapital, der er bundet i netto driftsaktiver for at skabe én kroners salg, er for årene 2004 – 2008 beregnet til følgende:

| <b>AOH = omsætning / NDA</b> | <b>2004</b> | <b>2005</b> | <b>2006</b> | <b>2007</b> | <b>2008</b> |
|------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| AOH                          | 2,060       | 2,449       | 3,246       | 4,935       | 4,302       |
| 1/AOH                        | 0,485       | 0,408       | 0,308       | 0,203       | 0,232       |

AOH er netto driftsaktiverne målt i forhold til omsætningen og viser hvor meget salg, der genereres i Vestas pr. investeret kapitalkrone. AOH er større end 1 i alle år, hvilket medfører et positivt afkast på netto driftsaktiverne. Salget, der genereres pr. investeret kapitalkrone, er endvidere stigende fra 2004 til 2007, hvilket er medvirkende til, at Vestas kan skabe et bedre resultat og derigennem en bedre afkastningsgrad. I 2008 er AOH faldet en smule, hvilket omtales efterfølgende ud fra 1/AOH. Det fremgår endvidere, at Vestas gennem årene har fået reduceret deres kapitalbindinger, da 1/AOH er faldende. Kapitalbindingen er dog steget svagt fra 2007 til 2008, hvilket skyldes, at Vestas har haft opbygget sikkerhedslagre som følge af den opståede finanskrise samt leveranceproblemer, som omtalt under den strategiske analyse.

Den samlede effekt på ROIC kan opstilles i følgende skema:

| <b>ROIC = OG x AOH</b> | <b>2004</b> | <b>2005</b> | <b>2006</b> | <b>2007</b> | <b>2008</b> |
|------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| ROIC                   | -8,93 %     | -12,29 %    | 11,67 %     | 28,22 %     | 30,36 %     |
| OG                     | -4,33 %     | -5,02 %     | 3,60 %      | 5,72 %      | 7,06 %      |
| AOH                    | 2,060       | 2,449       | 3,246       | 4,935       | 4,302       |

Afkastet på netto driftsaktiverne i Vestas vurderes til at være påvirket af både overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed, da begge faktorer har ændret sig meget fra 2004 til 2008. Vestas har især haft en stor vækst siden 2006, hvilket også ses af størrelsen af ROIC i 2008, der viser, at Vestas i høj grad har været i stand til at udnytte sine ressourcer.

Da Vestas både har driftsaktivitet og finansiel aktivitet, afhænger ejernes afkastkrav foruden af ROIC også af den finansielle gearing, som kan medføre et højere afkast til ejerne, hvis virksomheden tjener mere på deres driftsaktivitet, end de kan låne til. Jeg vil i det følgende analysere den finansielle gearing for at kunne nå frem til ejernes forrentning.

Finansiell gearing

Netto driftsaktiverne er i Vestas både finansieret via egenkapital og finansielle forpligtelser. Den finansielle gearing måler forholdet mellem finansieringen af netto driftsaktiverne og kan enten resultere i at geare ROIC op til at afkaste en højere ROE eller være årsag til, at ROE bliver lavere end ROIC, hvis virksomheden tjener mindre på dens driftsaktivitet, end den kan låne til. Fra 2006 til 2008 har Vestas netto finansielle aktiver i stedet for netto finansielle forpligtelser, hvilket medfører, at et positivt SPREAD vil reducere ROE, da en del af ejernes investering vil være anbragt i finansielle aktiver i stedet for at bidrage til ejernes forrentning. Udregningen af den finansielle gearing mv. kan ses i bilag 5. I alle år medfører et først negativt SPREAD (ved NFF) og derefter et positivt SPREAD (ved NFA), at ROE bliver forringet i forhold til ROIC. Der er altså i alle årene en negativ gearingseffekt af netto driftsaktiverne i Vestas.

ROE – egenkapitalens forrentning

Egenkapitalforrentningens underliggende finansielle værdidrivere er nu analyseret og kan opsummeres til den samlede værdi af ROE.

ROE er for årene 2004 – 2008 beregnet til følgende:

| ROE | 2004     | 2005     | 2006    | 2007    | 2008    |
|-----|----------|----------|---------|---------|---------|
| ROE | -13,79 % | -18,83 % | 10,52 % | 20,23 % | 25,12 % |

I beregningen fremgår det, at ejerne får en voksende forrentning fra 2006 frem til 2008, hvilket primært skyldes den store vækst, Vestas og resten af vindmøllebranchen har oplevet. 2004 og 2005 var ikke gode år for Vestas, da bundresultatet var negativt primært påvirket af for dårlig indtjening på det amerikanske marked samt ekstra garantihensættelser på baggrund af fejl i produkter.

**5.3. Vækstanalyse**

Inden den egentlige vækstanalyse kan foretages, skal den reformulerede resultatopgørelse opdeles, så overskuddet viser den bedst mulige indikator for det fremtidige overskud, og dermed er adskilt fra de poster i det forudgående overskud, som ikke med en vis sandsynlighed vil forekomme i fremtiden.

De poster, der ikke forventes at forekomme i fremtiden, eller som ikke kan forudsiges hvilken værdi, de vil have, er blevet udskilt som usædvanlige poster i opstillingen af core resultatopgø-



relsen, som fremgår af bilag 6. Der er tale om andre driftsindtægter i 2006, som vedrører salg af virksomhed, samt poster medtaget under egenkapitalen for at komme frem til totalindkomsten, da det ikke er muligt at forudsige værdien af disse poster fremover. Med udgangspunkt i årsrapporterne er der kun i 2008 tale om forventet afkast på ydelsesbaseret pensionsordninger (1 mio. EUR), hvorfor dette er fratrukket under core driftoverskud fra salg og tillagt core andet driftoverskud.<sup>69</sup>

I den efterfølgende budgettering skal der gives en prognose af, hvordan de finansielle værdidrivere vil ændre sig fra det nuværende niveau, hvorfor der i dette afsnit skal analyseres på, hvordan ROE og dens underliggende finansielle værdidrivere har ændret sig historisk i de enkelte år.

#### Ændringer i driftsaktivitet

Afkastet på den investerede kapital opdeles i det rene afkast fra salgsaktiviteten, andre driftsmæssige overskud samt de usædvanlige poster for at kunne vurdere, hvad afkastet egentlig skyldes. Da der ikke i den opstillede resultatopgørelse vurderes at være nogle core andet driftoverskud end de 1 mio. EUR i 2008 angående forventet afkast på pension, medtages dette ikke i nedenstående skema. Tallene kan dog ses af bilag 7.

| ROIC           | 2004    | 2005     | 2006    | 2007    | 2008    |
|----------------|---------|----------|---------|---------|---------|
| Core ROIC salg | -2,88 % | -10,99 % | 10,74 % | 29,54 % | 34,07 % |
| UP /NDA        | -6,05 % | -1,30 %  | 0,93 %  | -1,32 % | -3,64 % |
| ROIC i alt     | -8,93 % | -12,29 % | 11,67 % | 28,22 % | 30,36 % |

De usædvanlige poster trækker afkastet på den samlede investerede kapital i negativ retning i stort set alle år. Dette bevirker, at der er et bedre afkast på salgsaktiviteten, hvis man tager højde for de ikke tilbagevendende eller uforudsigelige poster.

For at kunne analysere udviklingen i core ROIC fra salgsaktiviteten vil core ROIC<sub>salg</sub> blive dekomponeret for at analysere dens underliggende værdidriveres vækst.<sup>70</sup>

| ΔROIC         | 2004    | 2005    | 2006    | 2007    | 2008    |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Core OG salg  | -1,40 % | -4,49 % | 3,31 %  | 5,99 %  | 7,92 %  |
| Δcore OG salg |         | -3,09 % | 7,80 %  | 2,68 %  | 1,93 %  |
| AOH           | 2,060   | 2,449   | 3,246   | 4,935   | 4,302   |
| ΔAOH          |         | 0,388   | 0,797   | 1,688   | -0,633  |
| ΔUP / NDA     |         | 4,75 %  | 2,23 %  | -2,25 % | -2,32 % |
| ΔROIC         |         | -3,37 % | 23,97 % | 16,55 % | 2,14 %  |

<sup>69</sup> Kilde: ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang” side 214

<sup>70</sup> Følgende ligning benyttes:  $\Delta ROIC_{2008} = (\Delta \text{core OGsalg}_{2008} \times AOH_{2007}) + (\Delta AOH_{2008} \times OGsalg_{2008}) + \Delta(\text{core andet DO} / \text{NDA}) + \Delta(\text{UP} / \text{NDA})$

Afkastet fra salgsaktiviteten er stigende fra 2006 og frem. Dette skyldes primært, at Vestas i 2006 for første gang i nogle år formåede at skabe overskud. Core OG<sub>salg</sub> steg i 2006 med ca. 19,1 %, hvilket i store træk har været årsagen til det stigende afkast i 2006. Stigningen i overskudsgraden skyldes primært, at Vestas har været i stand til at forbedre deres salgspriser og leveringsvilkår i 2006. Pga. den store efterspørgsel, der har været i vindmøllebranchen i 2006 og frem, har det som også nævnt i den strategiske analyse været sælgers marked, hvilket har medført langt bedre dækningsbidrag end tidligere år. I 2007 var stigningen i ROIC både påvirket af en stigning i core OG<sub>salg</sub> på 8,7 % samt en stigning i omsætningshastigheden på 10,1 %. Vestas har som følge af væksten i markedet forøget deres investeringer fra 2006 og frem i primært Europa, USA og Kina, hvilket har medført en større omsætningshastighed, da Vestas på denne baggrund har været i stand til at skabe en bedre omsætning. I 2008 har stigningen i ROIC været positivt påvirket af en stigning i core OG<sub>salg</sub> på 9,5 %, mens omsætningshastigheden faldt med 5,0 %. Vestas har i 2008 opbygget sikkerhedslagere som følge af manglende leverance fra leverandører samt den opståede finanskriser, hvilket har formindsket omsætningshastigheden, da lagrene er vokset mere end omsætningen. Overskudsgraden fra salgsaktiviteten blev i 2008 forbedret bl.a. som følge af forbedrede salgspriser samt en mere effektiv produktion.

#### Ændringer i finansiel aktivitet

I det følgende vil ændringer i den finansielle aktivitet blive analyseret, da de sammen med ændringerne i ROIC viser den endelige vækst i ROE.

| <b>ΔROE</b>          |  | <b>2005</b> | <b>2006</b> | <b>2007</b> | <b>2008</b> |
|----------------------|--|-------------|-------------|-------------|-------------|
| ΔROIC                |  | -3,37 %     | 23,97 %     | 16,55 %     | 2,14 %      |
| Δfinansiel aktivitet |  | -1,67 %     | 5,38 %      | -6,84 %     | 2,75 %      |
| ΔROE                 |  | -5,04 %     | 29,35 %     | 9,71 %      | 4,89 %      |

Den finansielle aktivitet (beregnet ud fra årets bevægelser) vedrører fra 2004 til 2006 netto finansielle forpligtelser, mens der i 2007 og 2008 er netto finansielle aktiver. Væksten i ROE har fra 2006 været positiv, hvilket igen fremkommer via især et positivt afkast på den investerede kapital som omtalt ovenfor. Den finansielle aktivitet har i 2006 været med til at skabe en højere forrentning til ejerne, mens de netto finansielle aktiver i 2007 har reduceret ROE i forhold til ROIC, da en del af ejernes investering ligger placeret i de netto finansielle aktiver i stedet for at blive forrentet. I 2008 faldt de netto finansielle aktiver, hvilket har medført, at ROE sammen med en stigning i ROIC er blevet forbedret i forhold til 2007.

Ændring i egenkapitalen

Egenkapitalens vækstrate kan være påvirket af salget, ændringen i netto driftsaktiver eller netto finansielle forpligtelser.<sup>71</sup>

| ΔEK (i mio. EUR) | 2004  | 2005   | 2006   | 2007   | 2008  |
|------------------|-------|--------|--------|--------|-------|
| Salg             | 2.363 | 3.582  | 3.854  | 4.861  | 6.035 |
| Δsalg            |       | 1.219  | 272    | 1.007  | 1.174 |
| 1/AOH            | 0,485 | 0,408  | 0,308  | 0,203  | 0,232 |
| Δ1/AOH           |       | -0,077 | -0,100 | -0,105 | 0,030 |
| NFF              | 259   | 401    | 75     | -404   | -333  |
| ΔNFF             |       | 142    | -326   | -479   | 71    |
| ΔEK              |       | 175    | 50     | 277    | 347   |

Der har i alle år været en stigning i omsætningshastigheden med en mindre undtagelse i 2008 pga. ekstra binding i sikkerhedslagre. Dette fald ville, hvis egenkapitalen ikke var opvejet af en stigning i omsætning, medføre en lavere egenkapital. Stigningen i omsætningen fra 2004 til 2005 skyldes primært købet af NEG Micon, hvorfor den egentlige vækst i omsætning ligger fra 2006 til 2008, hvor Vestas har oplevet stor vækst. Nettogældssætningen falder i 2006 og 2007 i forbindelse med, at omsætningshastigheden stiger, hvilket bevirker, at egenkapitalen stiger. At egenkapitalen ikke stiger mere fra 2007 til 2008 skyldes derfor også, at de netto finansielle aktiver bliver mindre.

**5.4. Delkonklusion regnskabsanalyse**

Som opsummering på regnskabsanalysen i forbindelse med den videre budgettering er det især vigtigt at bemærke, at det primært er salgsaktiviteten i Vestas, der skaber værdien. Regnskabstallene er fra 2006 frem til 2008 positive, hvilket især skyldes stor vækst i salget af vindmøller pga. stigende efterspørgsel, som også har resulteret i muligheder for at skabe bedre prisvilkår. Derudover har Vestas formået at effektivisere sin produktion med mindre omkostninger til følge. Der eksisterer dog stadig leveranceproblemer i vindmøllebranchen, da den stigende efterspørgsel har gjort det svært for leverandørerne at følge med i produktionen af komponenter. Vestas har som følge heraf samt som følge af den opståede finansielle krise i 2008 opbygget ekstra sikkerhedslagre, hvilket har medført en større kapitalbinding i 2008 i forhold til 2007.

**6. Budget**

Budgettet vil tage udgangspunkt i 2009 som det første budgetår, og fortsætte indtil terminalperioden med stabil vækst er nået. Budgettet vil blive opbygget ud fra den forventede fremtidige udvikling med udgangspunkt i væksten fra regnskabsanalysen samt de væsentligste fremtidige

<sup>71</sup> Følgende ligning er benyttet:  $\Delta EK = (\Delta \text{salg}_{2008} \times 1/\text{AOH}_{2007}) + (\Delta 1/\text{AOH}_{2008} \times \text{salg}_{2008}) - \Delta \text{NFF}$

value-drivers fra den strategiske analyse. Budgettet vil tage hensyn til både mine forventninger ud fra ovenstående samt omhandle Vestas' egne forventninger til fremtiden og øvrige analytikeres syn på fremtiden for vindmøllebranchen. Som det vil fremgå, er forventningerne fra de forskellige analytikere mv. ikke ens, hvorfor budgettet vil være udarbejdet ud fra, hvad der opfattes som de mest sandsynlige forventninger til fremtiden.

### **6.1. Budgetforudsætninger**

I budgetteringen for Vestas tages der udgangspunkt i en stigende vækst i omsætningen pga. især en stor efterspørgsel i vindmøllebranchen samt gode prisvilkår på produkter som følge af den store efterspørgsel. Selvom Vestas fra 2006 til 2008 har oplevet en stigende vækst i omsætning, skal det samtidig indarbejdes i budgettet, at Vestas i de samme år har haft en faldende markedsandel fra 28 % i 2006 ned til 19 % i 2008. Dette fald skyldes især en øget konkurrence fra de kinesiske konkurrenter samt fra amerikanske GE Wind, som i 2008 næsten har indhentet Vestas' markedsandel. Vestas gør meget for løbende at effektivisere deres produktion med mindre omkostninger til følge, hvilket de har formået at gøre frem mod 2008. Der bliver dog stadig hensat 4 % af omsætningen til garantihensættelser for fejl på produkter mv. Et problem i vindmøllebranchen er, at der stadig eksisterer problemer med at få leveret komponenter til tiden fra leverandørerne. Dette medfører en stigende egenproduktion via nyetablerede fabrikker samt for Vestas' vedkommende også en opbygning af sikkerhedslagre.

Vindmøllebranchen generelt er positivt påvirket af det stigende fokus på vedvarende energi, herunder diverse støtteordninger i USA samt øgede lovgivningsmæssige krav om yderligere etablering af vedvarende energi i bl.a. Europa og Kina. Dette vil alt andet lige medføre, at der også i fremtiden vil være en stigende omsætning af vindmøller, i hvert fald indtil det forudsættes, at behovet for vedvarende energi er opfyldt. Derudover vil en begrænset mængde af olie med tiden medføre, at der skal findes alternative muligheder for elforbruget, hvilket vil komme vindenergien til gode. Jo mindre mængde olie der udbydes, jo større bliver prisen på olien, hvilket er en fordel for vindmøllebranchen, da gevinsten ved at investere i vindenergi er større, hvis olieprisen er høj.

En faktor, der vil påvirke budgetteringen for Vestas, er den opståede finanskrisen. Vestas mener ikke selv, at de er blevet påvirket heraf i 2008, men de fleste analytikere vurderer, at Vestas sammen med resten af branchen vil blive påvirket heraf i 2009 og forholdsvis i 2010. Påvirknin-

gen vil ske i form af nedadgående salg som følge af manglende ordrer eller som følge af nuværende kunder/projekter, som ikke kan færdiggøres pga. manglende finansiering.

### Budgettering af salgsvæksten

Salgsvæksten har i de sidste fem år været følgende i Vestas:

| <b>Salgsvækst (i mio. EUR)</b> | <b>2004</b> | <b>2005</b> | <b>2006</b> | <b>2007</b> | <b>2008</b> |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Salg                           | 2.363       | 3.582       | 3.854       | 4.861       | 6.035       |
| Vækst i salg (i %)             |             | 51,6 %      | 7,6 %       | 26,1 %      | 24,2 %      |

Det er primært fremgangen i 2007 og 2008, der vil blive fokuseret på i forbindelse med budgetteringen. Den store vækst i 2005 skyldes især sammenlægningen med NEG Micon.

Vestas' egne forventninger til 2009 er en omsætning på 7,2 mia. EUR, hvilket svarer til en vækst i salget på ca. 20 %. Som før omtalt er disse forventninger givet ved aflæggelse af årsrapporten for 2008, hvorfor forventningerne kan ende med at blive justeret ved aflæggelsen af 1. kvartalsrapport for 2009. De fleste analytikere vurderer, at Vestas ikke kan holde denne forventning pga. manglende ordrer som følge af den finansielle krise. Således har f.eks. Berlingske Business foretaget en forespørgsel hos 14 Vestas-analytikere, der alle mener, at Vestas bliver nødt til at sænke forventningerne til 2009.<sup>72</sup>

Jeg vil i det følgende kort gennemgå forskellige analysebureauers forventninger til væksten i 2009 og fremadrettet for at sammenholde disse med forventningerne til budgettet i denne værdiansættelse.

Make Consulting har i deres årlige analyse af vindmøllebranchen meldt ud, at de forventer en negativ vækst i 2009 på 6 % som følge af den finansielle krise. De forventer især, at påvirkningen fra det amerikanske marked vil medføre den negative vækst. Analysebureauet forventer dog ikke, at den finansielle krise vil vare ved, hvorfor de også forventer en vækst fra 2010 til 2013 på 20 %, især påvirket af de forskellige hjælpepakker, der er blevet indført i 2008 og starten af 2009.<sup>73</sup>

Forventningen til fremtiden er ifølge BTM Consult lidt af samme retning som ovenstående analysebureau. De forventer ikke en stor vækst i 2009 som følge af påvirkning fra den finansielle

<sup>72</sup> Kilde: Business.dk den 23. marts 2009 "Vestas-topchef foran fyringsrunde"

<sup>73</sup> Kilde: "Market report by Make Consulting March 2009" se [www.make-consulting.com](http://www.make-consulting.com)

krise, men forventer gennemsnitlig en årlig vækst på 15,7 % pr. år frem til 2013, hvilket efter 2009 derfor forventes på et højere niveau, da væksten i 2009 ikke forventes at komme op på 15,7 %.<sup>74</sup>

Jyske Bank forventer en nedjustering af Vestas' forventninger for 2009 til en omsætning på 6,8 mia. EUR, hvilket svarer til en vækst på ca. 13 % i 2009.<sup>75</sup> De er derved mere positive end Make Consulting, som mener, at væksten vil være negativ i 2009. Her skal det dog også tages i betragtning, at det er den samlede vindmøllebranche, som Make Consulting mener, vil opleve en negativ vækst på 6 %.

Analysefirmaet Emerging Energy Research (EER) forventer en nedgang på det europæiske marked for vindenergi på 18 % i 2009 som følge af den finansielle krise. De vurderer dog som de andre analytikere, at tendensen vil vende igen, da bl.a. EU's mål om mere vedvarende energi medfører stærke langsigtede perspektiver. EER vurderer derfor, at der fra 2010 igen vil være positiv vækst på det europæiske marked for vindenergi.<sup>76</sup>

Endvidere har flere internationale investeringsbanker meldt om forventet tilbagegang i 2009. Goldman Sachs venter en tilbagegang på mellem 15-20 % i 2009, mens Credit Suisse forventer en nedgang på 13 % i forhold til 2008.<sup>77</sup>

Generelt set er forventningerne fra de professionelle analytikere altså, at der fortsat vil være vækst fra 2010 og frem. Det forventes kun at være 2009, der bliver påvirket af den nuværende finansielle krise, da krisen forventes at aftage i udgangen af 2009 bl.a. som følge af PTC ordningen i USA samt øvrige internationale ønsker om mere vedvarende energi. Vurderingen af væksten i 2009 er dog meget forskellig, da nogle analytikere spår om negativ vækst, mens andre mener, at væksten blot vil mindskes i forhold til væksten de tidligere år.

Jeg vil i mine budgetforudsætninger for 2009 ikke følge Vestas' egne forventninger, da det virker urealistisk på nuværende tidspunkt at tro, at Vestas kan få en fremgang i salget på 20 % i forhold til 2008. Selvom Vestas har haft stor fremgang i 2007 og 2008, er ordrebeholdningen i

---

<sup>74</sup> Kilde: "World Market Update 2008" af BTM Consult se [www.btm.dk](http://www.btm.dk)

<sup>75</sup> Kilde: Jyske Bank analyse den 12. februar 2009 "En nedjustering er indregnet i kursen"

<sup>76</sup> Kilde: Nyhedsbureauet Direkt den 24. marts 2009 "Europæiske vindmøllemarked bremser voldsomt op"

<sup>77</sup> Kilde: Nyhedsbureauet Direkt den 20. marts 2009 "Investeringsbank frygter markedsfald på 15-20 pct." og den 6. april 2009 "Lønsomhed på retræte"

2009 endnu ikke på et niveau, der indikerer en vækst i nærheden af niveauet i 2007 og 2008.<sup>78</sup> Der er ved udgangen af marts 2009 kun offentliggjort ordrer på 251 MW i 2009, hvor Vestas sammenlignet med udgangen af marts 2008 havde en ordreindgang på 935 MW. Det forventes dog stadig, at Vestas vil komme stærkt igen i løbet af 2009, når især PTC ordningen i USA har gjort sit indtog, og flere kunder derved vil have lettere ved at finansiere vindmøller end i den nuværende finansielle krise.

Vestas er spredt på mange markeder, hvorfor de alt andet lige også må bære frugt af denne spredning i form af flere potentielle salgsmarkeder. Det vurderes endvidere, at det kinesiske marked fremført af de positive tiltag fra den kinesiske regering vil være i fortsat vækst, hvilket Vestas med deres tilstedeværelse i Kina kan drage nytte af.

Samlet set vil jeg mene, at den mest sandsynlige udvikling i omsætningen i 2009 må ligge på et niveau lige under 2008 (altså negativ vækst med 2 %), da omsætningen forventes at stige i løbet af 2009 og derved opveje den manglende omsætning i 1. kvartal 2009. Dette er også betragtet ud fra udmeldingerne fra diverse analytikere som nævnt ovenfor, men da deres meldinger går på det samlede vindmøllemarked, vil jeg stadig mene, at Vestas står stærkere på markedet end nogle af de mindre vindmøllevirksomheder, hvorfor Vestas ikke forventes at opleve den samme tilbagegang som de mindre virksomheder i vindmøllebranchen. Denne vurdering baseres især på Vestas' spredte globale tilstedeværelse samt deres erfaring i branchen, som vil medvirke til, at Vestas stadig vil kunne fastholde en høj teknologisk udvikling i deres produkter.

Væksten i 2010 og frem forventes at blive positiv, da den finansielle krise ventes at være forbigående og kunderne igen forventes at kunne lånefinansiere deres projekter. På baggrund af de opstillede ønsker om mere vedvarende energi forventes efterspørgslen igen at være stigende, hvilket i 2011 forventes at bringe væksten i Vestas op i nærheden af niveauet fra 2007 og 2008. Da det ikke er muligt på længere sigt at vedholde en vækst på de budgetterede 15 % fra 2011 til 2013, forventes væksten herefter løbende at aftage i takt med, at efterspørgslen efter vindmøller falder, og markedet mættes. Budgettet vil fortsætte indtil år 2017, da væksten i 2018 forventes at være tilbagebragt på et stabilt niveau på 4 %. At den langsigtede vækst i terminalperioden sættes til 4 % skyldes, at væksten alt andet lige på sigt ikke kan være højere end væksten i verdensøko-

---

<sup>78</sup> Kilde: Nyhedsbureauet Direkt den 25. marts 2009 "Ordredyk baner vej for nedjustering"

nomien, hvorfor det anbefales, at vækstoffaktoren sættes mellem 0-5 %.<sup>79</sup> Da vindenergi også langt ud i fremtiden må antages at være nødvendig i forbindelse med det stigende elforbrug, vurderes det derfor, at den langsigtede vækstrate vil være 4 %, da vindmøllebranchen alt andet lige må være en branche i vækst også i fremtiden. Det vurderes endvidere, at olieressourcerne i fremtiden vil falde, hvilket gør markedet for vindenergi mere attraktivt. Derfor forventes det også, at der vil være en forholdsvis stor vækst i årene fra 2010 til 2017.

Vestas forventes i de fremtidige år at bevare sin markedsposition på de ca. 20 % af markedet, da det på sigt er de store veletablerede vindmøllevirksomheder, som må forventes at overleve i branchen, da det også i fremtiden vil kræve en produktion med stor og effektiv teknologisk viden til lavest mulige omkostninger, hvilket Vestas besidder. Selv om nogle af de øvrige vindmøllekonkurrenter i 2008 har nærmet sig Vestas, forventes det, at Vestas kan bevare sin markedsandel, da væksten i markedet fremadrettet medfører større omsætning til fordeling blandt aktørerne i vindmøllebranchen.

Væksten i omsætning vil derved fremadrettet blive sat til følgende:

|              | 2009E | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Vækst i salg | -2 %  | 8 %   | 15 %  | 15 %  | 15 %  | 10 %  | 8 %   | 6 %   | 6 %   | 4 %   |

### Budgettering af AOH

AOH har i de seneste fem år været følgende i Vestas:

| <b>AOH</b>                      | <b>2004</b> | <b>2005</b> | <b>2006</b> | <b>2007</b> | <b>2008</b> |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| AOH <sub>samlet</sub>           | 2,060       | 2,449       | 3,246       | 4,935       | 4,302       |
| 1/AOH <sub>samlet</sub>         | 0,485       | 0,408       | 0,308       | 0,203       | 0,232       |
| 1/AOH <sub>anlægskapital</sub>  | 0,279       | 0,263       | 0,248       | 0,217       | 0,234       |
| 1/AOH <sub>arbejdskapital</sub> | 0,206       | 0,145       | 0,060       | -0,015      | -0,002      |

Det ses ud fra arbejdskapitalen, at det ikke er den store kapital, der kræves for at skabe én salgskrone. Dette skyldes også, at Vestas har mange forudbetalinger fra kunder, som medfører en mindre binding af kapital. Vestas forventes i fremtiden også at have mange forudbetalinger fra kunder, da den største del af kunderne også i fremtiden forventes at være de store elselskaber. Herunder foretages der også forudbetalinger fra Vestas' mindre kunder. Der vælges til den fremtidige budgettering at tage udgangspunkt i gennemsnittet for de sidste tre år, hvor Vestas har oplevet vækst, hvorfor 1/AOH for arbejdskapitalen fastsættes til en konstant på 0,014, da det forventes, at arbejdskapitalen følger omsætningen.

<sup>79</sup> Kilde: "FSR" side 74



I forhold til anlægskapitalen har Vestas en god omsætningshastighed, da det ikke er den store kapital, der er bundet for at skabe én salgskrone. I takt med den stigende omsætning har Vestas foretaget diverse investeringer i produktionsanlæg mv., hvilket de også forventes at måtte gøre i fremtiden, da det fortsat kræver udvikling af knowhow og produktionsudstyr at være med i konkurrencen. Det forventes derfor, at 1/AOH for anlægskapitalen vil stige en smule i forhold til 2008, da Vestas må forventes at skulle foretage yderligere investeringer i forskning og udvikling samt fabriksanlæg for at følge med i udviklingen på markedet.

1/AOH vil derved fremadrettet blive fastsat til følgende:

|           | 2009E | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| arb. kap. | 0,014 | 0,014 | 0,014 | 0,014 | 0,014 | 0,014 | 0,014 | 0,014 | 0,014 | 0,014 |
| anl. kap. | 0,300 | 0,300 | 0,300 | 0,300 | 0,300 | 0,300 | 0,300 | 0,300 | 0,300 | 0,300 |

#### Budgettering af Core OG fra salg før skat

For at kunne budgettere core OG<sub>salg</sub> før skat i Vestas skal omkostningsfordelingen tages i betragtning. Core OG<sub>salg</sub> før skat har i de foregående år været følgende:

| Core OG <sub>salg</sub> før skat | 2004    | 2005    | 2006   | 2007   | 2008    |
|----------------------------------|---------|---------|--------|--------|---------|
| Core OG <sub>salg</sub> før skat | -2,07 % | -3,24 % | 4,77 % | 9,11 % | 11,09 % |

Vestas' overskudsgrad har ligesom omsætningen været stigende de sidste par år, dog med en større stigning fra 2007 til 2008, end tilfældet var med omsætningen. Dette skyldes primært, at Vestas har været i stand til at minimere deres produktionsomkostninger, hvilket derved har resulteret i en højere overskudsgrad. Derudover har der været faldende råvarepriser, som har medført lavere produktionsomkostninger.

Det forventes, at driftsomkostningerne i de kommende år vil følge omsætningen, dog med en mindre forbedring af omkostningerne til produktionen i takt med bedre udnyttelse af teknologi mv. Denne forbedring af produktionen er fratrukket de budgetterede driftsomkostninger med 5 mio. EUR i 2010 til 2012. De fratrækkes ikke i 2009, da Vestas på nuværende tidspunkt har for stor kapacitet i forhold til den forventede omsætning pga. for mange ansatte. I forbedringen er indregnet fald i råvarepriser, som dog ikke forventes at være langvarigt. Efter 2012 forventes det, at produktionsomkostningerne ikke kan minimeres yderligere, hvorfor driftsomkostningerne følger omsætningen i de resterende år frem til 2018, hvor der forventes en stabil vækst i omsætningen på 4 %. Fremgangsmåden har derfor været først at budgettere driftsomkostningerne ud fra

væksten i omsætningen, hvorefter driftsoverskuddet før skat og core OG<sub>salg</sub> før skat kan beregnes.

Core OG<sub>salg</sub> før skat er fastsat til følgende:

| mio. EUR                         | 2009E  | 2010E  | 2011E  | 2012E  | 2013E  | 2014E  | 2015E  | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| driftsomk. før skat              | 5.259  | 5.674  | 6.521  | 7.494  | 8.618  | 9.479  | 10.238 | 10.852 | 11.503 | 11.963 |
| DO før skat                      | 656    | 713    | 825    | 954    | 1.097  | 1.207  | 1.303  | 1.381  | 1.464  | 1.523  |
| Core OG <sub>salg</sub> før skat | 11,09% | 11,16% | 11,23% | 11,29% | 11,29% | 11,29% | 11,29% | 11,29% | 11,29% | 11,29% |

### Budgettering af effektiv skatteprocent

Da Vestas i deres årsrapport for 2008 skriver, at de forventer, at den fremtidige effektive skatteprocent i 2009 vil blive 28 %, antages dette at være gældende i hele budgetperioden.<sup>80</sup>

Da der ikke i core resultatopgørelsen har været nogle andre driftsomkostninger, er dette tal samt de usædvanlige poster sat til nul i budgettet. Ud fra de hidtidige erfaringer har det ikke været muligt at skønne over en værdi for disse faktorer.

### WACC – de vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger

I værdiansættelsen af Vestas skal gøres brug af den estimerede WACC, da denne faktor tager hensyn til både ejernes og långivernes afkastkrav og viser, hvad samtlige kapitalindskydere offer ved at investere i Vestas. Da værdiansættelsen tager udgangspunkt i virksomhedsværdien, skal følgende metode til estimering af WACC benyttes.<sup>81</sup>

$$wacc = \frac{V_0^E}{V_0^{NDA}} \times k_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{NDA}} \times k_g$$

hvor  $V_0^E$ ,  $V_0^{NFF}$  og  $V_0^{NDA}$  repræsenterer markedsværdien af henholdsvis egenkapitalen, netto finansielle forpligtelser og virksomheden, og hvor de to faktorer  $k_e$  og  $k_g$  henholdsvis er ejernes afkastkrav og långivernes afkastkrav. Da markedsværdien er den værdi, som værdiansættelsen bliver foretaget for at finde frem til, vil jeg i stedet for denne værdi benytte et skøn over Vestas' langsigtede kapitalstruktur.<sup>82</sup>

<sup>80</sup> Kilde: Vestas' årsrapport 2008 side 26

<sup>81</sup> Kilde: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang" side 54

<sup>82</sup> Kilde: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang" side 56

Til beregning af ejernes afkastkrav skal de systematiske risici i forhold til Vestas' aktiviteter vurderes. Ejernes afkastkrav bestemmes derfor ud fra CAPM:<sup>83</sup>

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

Ejernes afkastkrav tager udgangspunkt i den risikofrie rente ( $r_f$ ), som svarer til det afkast, investor ville kunne få på en investering uden risiko. Til estimat af den risikofrie rente vil blive benyttet den effektive rente på en 10-årig dansk statsobligation med en nominel rente på 4 %.<sup>84</sup> Den effektive rente på en 10-årig dansk statsobligation (4 %, udløb 2019) var den 8. april 2009 opgjort til 3,79 %, hvilken værdi vil blive benyttet i opgørelsen af WACC.

Den anden faktor i ejernes afkastkrav er risikopræmien  $[E(r_m) - r_f]$ , som er det tillæg, som investor kræver for at investere i aktier i stedet for at investere i risikofrie aktiver som f.eks. statsobligationer. Ifølge en undersøgelse foretaget af PWC har den gennemsnitlige risikopræmie siden 1998 ligget konstant omkring 4 %.<sup>85</sup> Da Vestas er en mere risikofyldt aktie end den gennemsnitlige aktie, vil denne risikopræmie dog blive sat til 4,5 %, da det må vurderes, at Vestas er en mere risikofyldt investering end gennemsnittet. Det vil derfor blive 4,5 % i risikopræmie, der benyttes til opgørelsen af WACC. Risikopræmien afhænger af størrelsen på det forventede afkast, da der ved en høj risiko forventes et højt afkast fra investors side, som compensation for risikoen, investor har taget ved at investere sine penge i aktier i stedet for at investere pengene i f.eks. obligationer uden den store risiko.

Beta måler den systematiske risiko, som afgør, om risikoen på investeringen forventes at være større eller mindre end risikoen på markedsporteføljen. Til estimering af beta benyttes samvariationen mellem Vestas-aktiens afkast som den afhængige variabel og afkastet på aktiemarkedet som den uafhængige variabel.<sup>86</sup> Beregningen er foretaget ud fra udviklingen de sidste fem år, hvilket også kan ses på figuren i indledningen. Ved opstilling af dette og tilførsel af en regressionslinje fås en værdi for beta på 1,25.

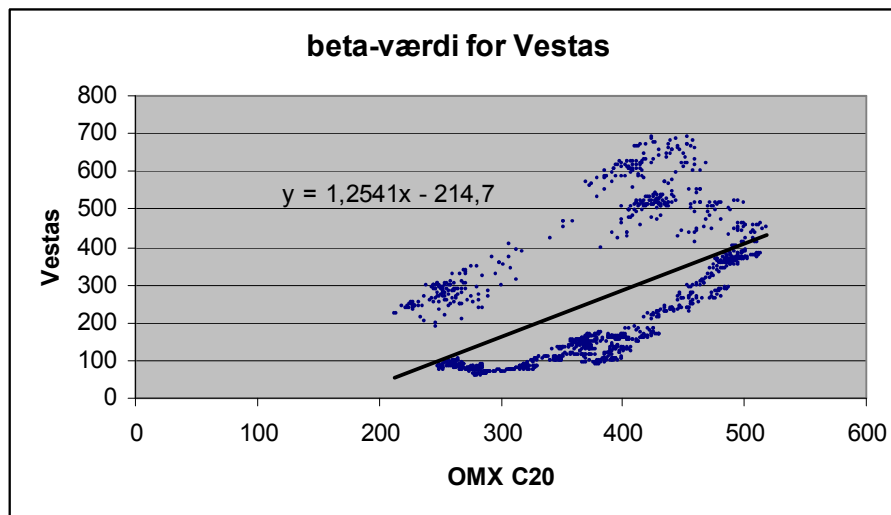
---

<sup>83</sup> Kilde: "FSR" side 54

<sup>84</sup> Kilde: "FSR" side 55

<sup>85</sup> Kilde: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang" side 52

<sup>86</sup> Kilde: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang" side 53



Som det fremgik af beregningen, skal beta for Vestas sættes lig med 1,25. Dette er dog med udgangspunkt i historiske værdier, hvilket kan være en ulempe, hvis de ikke også afspejler de fremtidige tal. Umiddelbart vurderes det dog, at både den driftsmæssige risiko og den finansielle risiko, som omtalt under den strategiske analyse, vil være uændret i fremtiden, da Vestas f.eks. altid vil have en valutarisiko ved at være en international virksomhed og også altid vil have en driftsmæssig risiko i form af kunder med manglende betaling, risiko for fejl på produkter mv. Det forudsættes derfor, at de historiske værdier kan afspejle det fremtidige forløb, da Vestas-aktien vurderes til også i fremtiden at være en aktie forbundet med stor risiko for investor.

En beta på 1,25 betyder, at en investering i Vestas foretages med større risiko end en investering i markedsporteføljen. Dette virker også helt naturligt, da Vestas-aktien er kendt for at være en meget svingende aktie i forhold til markedet. En analyse foretaget af Jyske Bank vedrørende årsrapporten for 2008 viser, at Jyske Bank vurderer Vestas til at have en beta-værdi på 1,26, hvilket må siges at ligge meget tæt på den estimerede værdi i denne afhandling.<sup>87</sup>

Ejernes afkastkrav kan herefter beregnes til 9,42 %.

Foruden ejernes afkastkrav afhænger de vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger endvidere af långivernes afkastkrav, som estimeres ud fra følgende formel:

$$k_g = (r_f + r_s)(1 - t)$$

hvor  $r_f$  er den risikofrie rente,  $r_s$  det selskabsspecifikke risikotillæg og  $t$  selskabsskatteprocenten.

<sup>87</sup> Kilde: Jyske Bank analyse den 12. februar 2009 ”En nedjustering er indregnet i kursen”

Ligesom der for den risikofrie rente under ejernes afkastkrav blev benyttet en 4 % 10-årig statsobligation, vil der til estimering af långivernes afkastkrav blive benyttet den effektive rente fra en 4 % 10-årig statsobligation på 3,79 % som den risikofrie rente, da dette var renten den 8. april 2009. Der vil blive tillagt den risikofrie rente et selskabsspecifikt risikotillæg på 1 %. Grunden til, at risikotillægget vurderes til 1 %, er, at det ikke vurderes, at långiver har den store risiko ved at låne Vestas kapital, da det forventes, at virksomheden vil være i stand til at tilbagebetale lånet.

Med en selskabsskatteprocent på 25 % kan långivernes afkastkrav bestemmes til 3,59 %.

Til den videre estimering af WACC skal den fremtidige forventede kapitalstruktur estimeres. Vestas har i 2008 ikke netto finansielle forpligtelser men netto finansielle aktiver. De netto finansielle aktiver har dog været nedadgående fra 2007 til 2008. Vestas' bestyrelse fik på generalforsamlingen for 2008 bemyndigelse til at lade selskabet erhverve egne aktier inden for en samlet pålydende værdi af i alt 10 % af selskabets aktiekapital. Dette skal gøres i tiden indtil næste ordinære generalforsamling i foråret 2010.<sup>88</sup> Dette må alt andet lige formodes at medføre, at Vestas vil nedbringe egenkapitalandelen i forhold til andelen af rentebærende gæld. Af samme grund formodes det ikke, at Vestas i fremtiden vil have netto finansielle aktiver, da de netto finansielle aktiver enten vil falde som følge af tilbagekøbet af egne aktier, eller de netto finansielle forpligtelser vil stige som følge af låntagning. Endvidere vil Vestas også i fremtiden foretage investeringer i nye produktionsanlæg mv., hvilket må antages at medføre, at de vil optage gæld for at dække nogle af disse investeringer. Vestas' andel af netto finansielle forpligtelser er meget lille i forhold til andelen af egenkapitalen holdt op imod netto driftsaktiverne. Det formodes, at andelen af netto finansielle forpligtelser vil stige i fremtiden, hvorfor en kapitalstruktur med forholdet 90/10 vil blive anvendt i beregningen af de vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger. Da Vestas frem til 2006 endvidere har haft netto finansielle forpligtelser, må det i fremtiden forudsættes, at Vestas også vil være nødsaget til at have netto finansielle forpligtelser i stedet for netto finansielle aktiver, som tilfældet var i 2007 og 2008.

De vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger bliver herefter:

$$WACC = 0,90 \times 0,0942 + 0,10 \times 0,0359 = 8,84 \%$$

Så længe ROIC er større end WACC, skabes der et merafkast til Vestas' aktionærer.

---

<sup>88</sup> Kilde: se referat fra Vestas' generalforsamling den 26. marts 2009

### Budgettering af finansieringsaktiviteten

Finansieringen af investeringerne i netto driftsaktiver vil enten stamme fra egenkapital eller fremmed kapital. Det er derfor nødvendigt at budgettere den fremtidige forventede finansielle gearing. Som estimeret under beregningen af de vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger forventes det fremtidige forhold mellem fremmed kapital og egenkapital at være 10/90, da Vestas ikke besidder netto finansielle forpligtelser i særlig omfang, men forventes at foretage yderligere investeringer i fremtiden, hvilket alt andet lige skal finansieres med enten egne midler eller låneoptagning. Den finansielle gearing vil derfor blive budgetteret til at være  $(10/90) = 0,111$ , hvilket vil være gældende i hele budgetperioden. Ud fra dette forhold er de netto finansielle forpligtelser beregnet.

### Budgettering af lånerenten efter skat

Den historiske lånerente vil jf. beregningen af WACC blive benyttet i budgetteringen. Lånerenten efter skat er beregnet til 3,59 % og vil blive benyttet i budgettet til beregning af netto finansielle omkostninger.

### Budgettering af nettodividende pay out

Nettodividende pay out er i budgettet beregnet ud fra nettodividende/nettooverskud. Nettodividenden er her bestemt ud fra de fremtidige budgetterede nettooverskud og egenkapital, hvorfor værdien af nettodividenden alene fremkommer ud fra de øvrige budgetterede værdier. Nettodividenden beregnes ud fra  $\text{nettooverskud}_t - \Delta EK_t$ .

### Udarbejdelse af budget

Ud fra de ovennævnte budgetforudsætninger er budgettet bestående af resultatopgørelse, balance og pengestrømsopgørelse udarbejdet og kan ses i bilag 8.

Som beskrevet i budgetforudsætningerne forventes salget at have en overnormal men aftagende vækstrate frem til år 2017, da salget herefter i 2018 vil lægge på det niveau, som forventes at være det konstante og mulige vækstniveau i forhold til den vækst, der kan skabes fra organisk vækst i Vestas. Overskudsgraden vil aftage i forbindelse med den aftagende salgsvækst og ende på et konstant vækstniveau i 2018, da omkostningerne vil vokse med samme rate som salget. Netto driftsaktiverne og den finansielle gearing ligger i alle år på et konstant niveau og vil i terminalperioden fra år 2018 vokse med samme vækstrate som salget. Budgetperioden vil altså væ-

re fra 2009 frem til 2017, hvorefter markedsvæksten aftager i takt med efterspørgslen, og terminalperioden nås i 2018.

Det er en forudsætning i forhold til den efterfølgende værdiansættelse, at forventningerne til budgettet vil holde. Da den enkelte investor har sin egen risikoprofil og sine egne forventninger til fremtiden, er det derfor påkrævet, at eventuelle uoverensstemmelser med det lagte budget må ændres, før den endelige værdiansættelse af Vestas fremkommer. Da værdiansættelsen afhænger direkte af forventningerne i budgettet, vil jeg efterfølgende foretage en scenarioanalyse for at vise, hvor stor en indflydelse en eventuel ændring i de enkelte estimater vil have på resultatet af værdiansættelsen. Overvejelserne i scenarioanalysen vil berøre ændringer i markeds- og/eller konkurrenceforhold, som dermed vil påvirke omsætningsvæksten, overskudsgraden og/eller pengebindingerne i anlægs- og arbejdskapital.

## 7. Værdiansættelse

Inputtet i værdiansættelsen af Vestas er skabt ud fra budgettet og indeholder derved forventningerne til fremtiden inklusiv de mulige risici, der kan opstå. Her ud fra vil værdien på Vestas' aktie blive beregnet.

### 7.1. Residualindkomstmodellen

Til værdiansættelsen af Vestas er gjort brug af residualindkomstmodellen, som er en kapitalværdibaseret model.

Værdiansættelse via residualindkomstmodellen tager udgangspunkt i residualindkomster fra de enkelte år fundet via:  $RIDO_t = DO_t - WACC_t * NDA_{t-1}$ .<sup>89</sup> De enkelte residualindkomster bliver herefter tilbagediskonteret til nutidsværdi med det vægtede afkastkrav for ejere og långivere. Da residualindkomstmodellen tager udgangspunkt i årsrapporten, bliver merværdien fra budgetperioden og terminalperioden tillagt den nutidige virksomhedsværdi for at finde den samlede forventede virksomhedsværdi for Vestas. Dette sker ud fra følgende formel:<sup>90</sup>

$$V_0^{NDA} = NDA_0 + \frac{RIDO_1}{(1+wacc)^1} + \frac{RIDO_2}{(1+wacc)^2} + \dots \rightarrow \infty$$

Herefter fratrækkes netto finansielle forpligtelser for at finde frem til egenkapitalværdien. I dette tilfælde har Vestas i 2008 ikke netto finansielle forpligtelser men netto finansielle aktiver, hvor-

<sup>89</sup> Kilde: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang" side 46

<sup>90</sup> Kilde: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang" side 46

for disse tillægges virksomhedsværdien for at finde frem til egenkapitalværdien. Hovedtallene fremgår af følgende skema:

| Egenkapitalværdi efter RIDO modellen | i mio. EUR    |
|--------------------------------------|---------------|
| RIDO <sub>2009-2017</sub>            | 2.874         |
| RIDO <sub>terminalværdi</sub>        | 6.960         |
| $V_0^{NDA}$                          | 1.855         |
| Virksomhedsværdi i alt               | 11.689        |
| + NFA                                | 100           |
| <b>= Egenkapitalværdi</b>            | <b>11.789</b> |

Det forventes, at residualindkomsten i 2018 vil følge en konstant vækstrate på 4 %, da residualindkomsten vil følge salgsvæksten.

Vestas har i alt 185.204.103 antal aktier af samme pålydende værdi.

Vestas' aktiekurs kan herefter beregnes til:

$$\text{Vestas' aktiekurs} = \frac{\text{egenkapital}}{\text{antal aktier}} = \frac{11.789}{185,204103} = 64 \text{ euro pr. aktie}$$

Ved brug af eurokursen den 8. april 2009 på kurs 746 kan aktiekursen omregnes til kr. 475 pr. aktie.

Efter værdiansættelsen af Vestas vil den fundne aktiekurs blive sammenlignet med aktiekursen den 8. april 2009, som er markedsværdien på Vestas. Denne markedsværdi vil blive brugt i konklusionen på, hvorvidt Vestas er en attraktiv investering for den private investor, eller om aktiekursen den 8. april 2009 i stedet viser sig at være over- eller undervurderet, da markedets forventninger denne dato er, at selskabet har en anden værdi end værdiansættelsen.

Vestas havde den 8. april 2009 en aktiekurs på kr. 280 pr. aktie. Denne dagsværdi afviger en del fra aktiekursen estimeret i værdiansættelsen på kr. 475 pr. aktie, hvorfor det kan konkluderes, at Vestas' aktie umiddelbart er undervurderet i forhold til de fremtidige forventninger ifølge værdiansættelsen. Grunden til, at jeg skriver, at aktien er umiddelbart undervurderet i forhold til værdiansættelsen, er, at det ikke kan konkluderes med fuld nøjagtighed, da der kan være forskellige forventninger i markedet og værdiansættelsen, som gør, at aktiekursen har fået den aktuelle kurs. Den umiddelbare forskel i aktiekurs mellem markedet og værdiansættelsen medfører, at nuværende aktionærer og potentielle investorer rådes til at købe op i Vestas-aktien, da markedskursen



er lavere end de fremtidige forventninger ifølge værdiansættelsen, og aktionærene derved kan opnå en mulig kursgevinst, hvis de køber til den nuværende markedsværdi.

Det skal dog med i overvejsen hos aktionæren, hvorvidt investeringen i Vestas er en langsigtet investering, eller om det er en kortsigtet investering, da værdiansættelsen lægger vægt på den langsigtede investering, og det derfor ikke er muligt at konkludere på udfaldet af en kortsigtet investering. Ud fra forskellen mellem markedsværdien den 8. april 2009 og den langsigtede værdi af Vestas kan det derfor konkluderes, at Vestas vil være en fremtidig attraktiv investering for den private investor, da aktiekursen forventes højere end markedsværdien.

Forskelle mellem Vestas' aktiekurs ud fra værdiansættelsen og aktiekursen til markedsværdi kan være mange, da det kan være forskellige forventninger til den fremtidige udvikling, der ligger til grund for budgetteringen og dermed den forventede aktieværdi. I min værdiansættelse er medtaget forventningerne til fremtiden ud fra de historiske analyser, hvilket indebærer, at aktien er værdiansat på det lange sigt og ikke direkte ud fra eventuelle nuværende begivenheder, som kan få aktien ud fra markedsværdien til at svinge fra dag til dag. På nuværende tidspunkt er markedsværdien af Vestas stærkt påvirket af finanskrisen, hvilket har medført nedsatte forventninger fra mange analysebureauer mv. Vestas-aktien var for blot 6 måneder siden over dobbelt så meget værd på markedet, som den er på nuværende tidspunkt, hvilket også viser væsentligheden af, om investor foretager investeringen i Vestas på lang sigt eller på kort sigt.

Jeg vil alt andet lige mene, at aktiekursen ud fra markedsværdien sagtens igen kan lande på et niveau i nærheden af værdiansættelsen, da det på det lange sigt er vigtigt ikke at blive alt for forskrækket over finanskrisens påvirkning på aktiekursen. Vestas vurderes som en virksomhed med mulighed for en langsigtet vækst, da vindenergi også i fremtiden vil være i fokus, hvorfor det må forventes, at finanskrisen vil få en ende, og at Vestas' markedsværdi igen vil stige.

Det er vigtigt at holde sig for øje, at ovenstående konklusion er med forbehold i, at den fremtidige situation i Vestas går som forventet i budgettet, dvs. at omsætningen udvikler sig med en positiv vækst, at terminalperioden forbliver konstant med en vækstrate på 4 %, og at WACC fortsat vil have et samlet afkastkrav på 8,84 % beregnet ud fra en langsigtet kapitalstruktur på 90/10 mellem fordelingen af egenkapital og fremmed kapital.

## **7.2. Vestas sammenlignet med branchen**

Jeg vil i dette afsnit sammenligne Vestas med konkurrenterne i vindmøllebranchen. Dette gøres for at vurdere, hvorvidt en investering i Vestas ud fra beregning af P/E-værdier vil være mere attraktiv for den private investor end en investering i den øvrige vindmøllebranche.

Her er det dog vigtigt at bemærke, at der ikke vil blive foretaget en sammenligning med konkurrenterne GE Wind og Siemens, da disse konkurrenter er en del af en større koncern, og det derfor ikke er muligt at adskille vindmøllebranchen fra virksomhedens samlede regnskab. Der vil derfor blive foretaget en sammenligning med Gamesa, Suzlon og Nordex, som er tre af de øvrige største konkurrenter i branchen.

Da en værdiansættelse via P/E-værdier er en relativ værdiansættelsesmodel, er det vigtigt, at man bruger denne model til at sammenligne med øvrige selskaber inden for samme branche. P/E-værdien fortæller, hvor meget investor skal betale for at få én kroners overskud i virksomheden.

Ved at sammenligne P/E-værdien med P/E-værdier fra den øvrige branche, er det muligt at finde ud af, om aktien i det værdiansatte selskab er dyr eller billig i forhold til aktierne i de øvrige selskaber. Aktien i Vestas vil være billig i forhold til de øvrige aktier, hvis P/E-værdien er mindre for denne aktie, end den er for konkurrenterne, da det ikke vil koste investor det samme antal kroner at få én kroners overskud. Da det ved en værdiansættelse efter P/E-værdier ligeledes er den fremtidige værdi, man analyserer på, vil en høj P/E-værdi for det ene selskab frem for det andet betyde, at selskabet med den høje P/E-værdi har en større fremtidig forventning om vækst end selskaber med lavere P/E-værdi. Dette medfører, at et selskab med en høj P/E-værdi godt kan være en god investering, da den i fremtiden forventes at skabe mere vækst end de billigere selskaber, da investorerne er villige til at betale mere for at få én kroners overskud. Det er derfor ikke uden nærmere analyse af virksomhederne muligt at vurdere præcist, om en lavere P/E-værdi i det ene selskab betyder, at selskabet er en bedre investering end et selskab med en højere P/E-værdi.<sup>91</sup> Sammenligningen vil derfor ske ud fra bedste evne, da de øvrige konkurrenter ikke er analyseret på samme dybdegående niveau som Vestas.

---

<sup>91</sup> Kilde: ”Regnskabsanalyse og virksomhedsbedømmelse” side 68-69

P/E-værdien beregnes ud fra følgende formel:

$$P/E = \frac{\text{aktiekurs}}{\text{resultat pr. aktie}}$$

Jeg vil til beregning af P/E-værdien for Vestas' aktiekurs ved værdiansættelsen gøre brug af resultatet efter skat i det første budgetår. Derudover sammenlignes P/E-værdien for markedskursen på Vestas den 8. april 2009 via resultatet efter skat fra 2008, mens P/E-værdier for Gamesa, Suzlon og Nordex beregnes via markedskursen på selskabernes aktier den 8. april 2009 via resultatet efter skat fra den sidste årsrapport. Der er for Gamesa gjort brug af årsrapporten for 2008, mens der for Suzlon er gjort brug af regnskabet for 2007/08 og for Nordex årsregnskabet for 2007. Grunden til, at der for Suzlon og Nordex er gjort brug af disse regnskaber, er, at det var de seneste, der var at finde på virksomhedernes hjemmesider på internettet. Informationerne i disse regnskaber må derfor på bedste vis danne udgangspunkt for beregningen af P/E-værdierne.

Der er for de enkelte virksomheder beregnet følgende P/E-værdier:

|        | dato       | resultat     | antal aktier | resultat pr. aktie        | kurs        | P/E   |
|--------|------------|--------------|--------------|---------------------------|-------------|-------|
| Vestas | 31.12.2008 | 476 mio. EUR | 185 mio. EUR | 2,57 euro <sup>92</sup>   | 475 DDK     | 24,77 |
| Vestas | 08.04.2009 | 436 mio. EUR | 185 mio. EUR | 2,35 euro                 | 280 DDK     | 15,94 |
| Gamesa | 08.04.2009 |              |              | 1,32 euro <sup>93</sup>   | 11,35 euro  | 8,60  |
| Suzlon | 08.04.2009 |              |              | 7,07 rupees <sup>94</sup> | 58,1 rupees | 8,22  |
| Nordex | 08.04.2009 |              |              | 0,74 euro <sup>95</sup>   | 10,54 euro  | 14,24 |

Som det fremgår af skemaet, er P/E-værdien beregnet ud fra værdiansættelsen af Vestas meget højere end de øvrige P/E-værdier inklusiv Vestas' P/E-værdi beregnet ud fra markedskursen. At Vestas' P/E-værdi ikke er ens ud fra de to beregninger skyldes især, at aktiekursen på Vestas ud fra værdiansættelsen er vurderet til at være højere end den nuværende markedskurs. Dette vil medføre, at P/E-værdien også forventes at være højere, da det forventes, at Vestas i fremtiden vil have en større vækst, end den nuværende markedsværdi er estimeret ud fra. Markedsværdien for Vestas er endvidere meget svingende, hvilket betyder, at kursen for Vestas ifølge markedet ikke altid vil udvise en langsigtet værdi af virksomheden, men i stedet bliver kursen påvirket af nuværende begivenheder, som sker på markedet. Således er markedsværdien på nuværende tidspunkt meget påvirket af den nuværende finanskrisen, som ifølge værdiansættelsen ikke vil få den store betydning på lang sigt.

<sup>92</sup> Benyttet omregningskurs til danske kroner er 7,46

<sup>93</sup> Kilde: Gamesa årsrapport 2008

<sup>94</sup> Kilde: Suzlon regnskab 2007/08

<sup>95</sup> Kilde: Nordex årsregnskab 2007

Derudover er Vestas' P/E-værdi ifølge værdiansættelsen på 24,77 meget højere end konkurrenternes P/E-værdier, hvilket kan skyldes, at der ikke er foretaget en værdiansættelse af disse virksomheder, og markedskursen kan derfor være påvirket af faktorer, som der ikke er taget højde for i værdiansættelsen af Vestas. Igen kan der her være faktorer, der medfører, at markedskursen for konkurrenterne svinger fra dag til dag, mens værdiansættelsen af Vestas fremkommer med en langsigtet kursværdi. Det vil derfor umiddelbart være mest hensigtsmæssigt at sammenligne Vestas med konkurrenterne baseret på P/E-værdier beregnet ud fra markedskursen, da det må forudsættes, at der er større chance for, at forudsætningerne i værdierne er tilnærmet hinanden.

Som det ses af beregningerne, er Gamesa og Suzlon billigere i forhold til Vestas og Nordex, da investor ikke skal betale lige så mange penge for én kroners overskud. Vestas er den dyreste aktie for investor, hvilket dog også kan betyde, at Vestas er den aktie, der vurderes til at have den største fremtidige vækst af investorerne, da de netop er villige til at betale mere for Vestas-aktien end for konkurrenternes aktier. Alt andet lige skal Vestas med deres større andel af markedet end de sammenlignede konkurrenter også handles til en større værdi, da det må formodes, at Vestas med deres erfaring i branchen og deres globale tilstedeværelse vil være i stand til også i fremtiden at skabe mere vækst end de mindre virksomheder i vindmøllebranchen.

Gamesa er favoriseret i deres hjemland, hvor de har en stor del af vindmøllesalget, hvilket kan betyde, at Gamesa ikke vurderes til at have helt den samme driftsrisiko som Vestas, der ikke er favoriseret af noget hjemland, idet salget i Danmark ikke på nogen måde kan sammenlignes med de øvrige markeder. Gamesa vil derfor også skulle have en mindre P/E-værdi, da det af investorerne derved ikke vurderes til at være en ligeså risikobetonet aktie som Vestas.

For at kunne sammenligne virksomhederne 100 % er det et krav, at virksomhederne opfylder følgende: De sammenlignede virksomheder skal være i samme branche, have samme forventninger til den fremtidige drift, have samme risikoprofil samt anvende samme regnskabspraksis.<sup>96</sup> Af denne grund vurderes det ikke muligt at fremkomme med en nøjagtig vurdering af, hvilken konkurrent i vindmøllebranchen der vurderes til at være mest fordelagtig at investere i, da en stor virksomhed som Vestas f.eks. har mange globale risici, mens en mindre virksomhed som Nordex ikke er til stede på de samme markeder, og derfor heller ikke vil have den samme risikoprofil. Hvis f.eks. Vestas af markedet vurderes til at have en højere risiko end Nordex, vil dette afspej-

---

<sup>96</sup> Kilde: "Værdiansættelse af virksomheder" fra Revifora af Mette Hartzberg, PWC

les i markedsværdien som igen vil afspejles i en højere P/E-værdi, da det skal være dyrere at købe en aktie med en højere risiko, da der også kræves et højere afkast.

Umiddelbart må det dog vurderes, at Vestas er den virksomhed, som har den største risiko, da de er til stede på flest markeder og derved mest udsat. Vestas er dog samtidig en erfaren spiller på vindmøllemarkedet, da de har været markedsleder i flere år, hvorfor erfaringen inden for branchen også må skabe en større forventning om mere fremtidig vækst end hos de mindre konkurrenter i branchen. Dette kan bruges som en del af forklaringen på forskellen i de forskellige beregnede P/E-værdier.

Umiddelbart er konklusionen på den relative værdiansættelse, at Vestas vurderes til at være dyrere end konkurrenterne i branchen, hvilket dog også kan betyde, at Vestas' fremtidige værdiansættelse vurderes til at være højere end konkurrenternes, og investor derfor er tvunget til at betale mere for at få del i indtjeningen i Vestas.

Sammenlignes Vestas' markedsværdi og værdien via værdiansættelsen bekræfter den relative værdiansættelse, at Vestas-aktien er undervurderet, da den fremtidige værdi er højere end den nuværende markedsværdi. Investor rådes derfor til at købe op i aktien for at opnå en mulig kursgevinst.

Derudover vurderes det, at Vestas for den private investor vil være den mest fordelagtige investering, hvis investor er villig til at have en lidt højere risiko ved sin investering. Selvom investor skal betale en højere præmie for at få del i indtjeningen i Vestas, vurderes Vestas også som en god fremtidig investering, da den høje P/E-værdi indikerer en høj fremtidig vækst i forhold til konkurrenterne.

### **7.3. Scenarioanalyse**

Scenarioanalysen foretages for at give investor en indikation af, hvordan værdien af Vestas udvikler sig, hvis forudsætningerne i budgettet havde været anderledes. Budgettet er udarbejdet efter den mest sandsynlige udvikling på vindmøllemarkedet efter min vurdering, men da der er tale om et budget, er der derfor også tale om usikre parametre, da ingen kan forudsige den fremtidige udvikling.

Jeg vil derfor udarbejde to forskellige scenarier baseret på to mulige fremtidige udviklinger, hvor den ene afviger positivt i forhold til udviklingen foretaget i budgettet og den anden negativt i forhold hertil. Dette for at investor selv skal kunne vurdere, hvilken udvikling der synes mest sandsynlig og der ud fra kunne se, hvilken værdi Vestas vil have i fremtiden.

Det primære fokus i denne scenarioanalyse er udviklingen i salgsvæksten, da det alt andet lige er denne parameter, der er vigtigst i forhold til Vestas' indtjening. Vurderingen af de forskellige udviklinger foretages ud fra analysebureauernes vurderinger af fremtiden samt Vestas' egne forventninger til fremtiden. Derudover vil udviklingen i salgsvæksten være baseret på ændringer i konkurrenceintensiteten på vindmøllemarkedet, da en anderledes markedsandelsfordeling vil medføre en anden udvikling i salgsvæksten end først antaget. Det skal nævnes, at de forskellige analysebureauers forventninger vedrører hele vindmøllebranchen, og derfor ikke direkte er rettet mod Vestas.

### **7.3.1. Best case scenario**

Det første scenario, der er udarbejdet, er med udgangspunkt i en mere positiv udvikling i vindmøllebranchen end antaget i det udarbejdede budget, der medførte en værdiansættelse af Vestas på kr. 475 pr. aktie.

Da Vestas selv forventer en positiv salgsvækst i 2009 på ca. 20 %, og da Jyske Bank i deres analyse antager en salgsvækst i 2009 på 13 %<sup>97</sup>, har jeg valgt at budgettere en salgsvækst på 5 % i 2009 som det bedste udfald, da det ikke vurderes som sandsynligt, at Vestas kan opnå en større fremgang i salget pga. manglende ordrer i første kvartal 2009. Der er endvidere i salgsvæksten på de 5 % taget hensyn til, at alle de negative udmeldinger fra de øvrige analysebureauer også må have sin indflydelse på best case scenario, da det medfører en tro på, at udviklingen ikke vil være så positiv, som Vestas forventer. Dog vurderes det, at salgsvæksten i årene fra 2010 til 2014 vil være særdeles positiv, da det forudsættes i budgettet, at Vestas får en større andel af markedet. Dette vurderes ud fra Vestas' globale tilstedeværelse, hvilket budgetteres til at bære yderligere frugt. Endvidere forventes det i best case scenario, at der i fremtiden vil blive installeret den mængde af MW, som er ønsket af de forskellige regeringer rundt om i verden, herunder at de forskellige støtteordninger får sin indvirkning på salget af vindmøller. Det forudsættes i budgettet, at den langsigtede vækstrate stadig vil være på 4 %, da mængden af installerede MW

---

<sup>97</sup> Kilde: Jyske Bank analyse den 12. februar 2009 "En nedjustering er indregnet i kursen"

vil medføre, at markedet i terminalperioden er mættet, og der derfor kun vil være en almindelig vækst i branchen.

Derudover er det i best case scenario forudsat, at driftsomkostningerne er på samme niveau som det oprindelige budget, og driftsomkostningerne vil således i budgettet vokse i takt med omsætningen på nær i 2010 til 2012, hvor driftsomkostningerne vil blive reduceret med 5 mio. EUR som beskrevet i det oprindelige budget.

Det er endvidere forudsat, at omsætningshastigheden for anlægskapitalen vil være på niveau med 2008, hvorfor der ikke forventes en højere 1/AOH for anlægskapital som antaget i det oprindelige budget. Dette ud fra en forudsætning om, at væksten i omsætningen er tilstrækkelig stor til at dække investeringsbehovet i produktionsanlæg mv., som fortsat vil være nødvendige i fremtiden.

De ovenstående forudsætninger for udarbejdelse af et best case scenario medfører en værdiansættelse for Vestas på kr. 651 pr. aktie. Hvis en investor derfor tror på disse mere positive forventninger til fremtiden i Vestas, er opkøb i Vestas-aktien endnu mere attraktiv end antaget i værdiansættelsen, da værdien for Vestas forventes at udgøre kr. 651 pr. aktie i stedet for kr. 475 pr. aktie. Der henvises til bilag 11, som viser det udarbejdede budget efter best case scenario samt værdiansættelsen efter residualindkomstmodellen.

### **7.3.2. Worst case scenario**

Det er vurderet af mange analytikere, at udviklingen specielt i 2009 vil bære præg af negativ vækst, hvorfor der også i denne scenarioanalyse vil blive udarbejdet et worst case scenario, der primært fokuserer på de udmeldte negative tider for vindmøllebranchen og Vestas.

Som omtalt under det oprindelige budget forventer mange analysebureauer en negativ vækst i 2009 på mellem 6-20 %. Dette er meget forskellige meninger, hvorfor jeg har valgt at placere den værst tænkelige udvikling for salgsvæksten i Vestas på en negativ vækst på 10 % i 2009. Analytikerne er dog også enige om, at den negative vækst især skyldes finanskrisen og vurderer derfor, at denne negative udvikling ikke vil fortsætte de næste år efter 2009. Finanskrisen vurderes at få sin indvirkning i 2009, men forventes også at være forbigående i 2010, hvorfor jeg har valgt at fastsætte en salgsvækst på 5 % i 2010 i forhold til 2009. Markedet forventes ikke at opleve en lige så stor vækst i de efterfølgende år som antaget i det oprindelige budget, da det forudsættes, at konkurrencen på vindmøllemarkedet bliver intensiveret, og Vestas derfor ikke vil få

mulighed for at opnå lige så stor andel af markedet som antaget i det oprindelige budget. Dette skyldes primært konkurrencen fra amerikanske GE Wind, som i 2008 har hentet ind på Vestas, samt fra de kinesiske konkurrenter, som formodes at indtage en større del af især det kinesiske marked, som Vestas ellers satser meget på. Det er i denne budgetterede salgsvækst altså forudsat, at Vestas vil miste markedsandele pga. den intensiverede konkurrence og pga. mere fremgang hos konkurrenterne på deres primære markeder.

Endvidere er det i worst case scenario vurderet, at Vestas ikke sparer de 5 mio. EUR på deres driftsomkostninger fra 2010 til 2012, og at Vestas derudover pga. for mange medarbejdere i 2009 vil få flere driftsomkostninger, end udviklingen i salgsvæksten medfører. Vestas' driftsomkostninger forventes derfor at følge udviklingen i salgsvæksten med undtagelse af 2009, hvor driftsomkostningerne er øget yderligere med 5 mio. EUR grundet større kapacitet, end omsætningen kan bære. Grunden til, at det ikke i de næste år efter 2009 også forudsættes, at Vestas har for mange medarbejdere i forhold til deres omsætning, er, at det forudsættes, at Vestas vil tilpasse medarbejderstaben i 2009, hvis kvartalsregnskabet for 1. kvartal 2009 tyder på dårligere tider end forventet.

Der er i worst case scenario ikke ændret på omsætningshastigheden, da det allerede i det oprindelige budget var vurderet, at 1/AOH for anlægskapitalen ville være større i budgettet, end tilfældet var i 2008. Denne udvikling forventes derfor at være gældende i det korrigerede budget.

Worst case scenario medfører en værdiansættelse af Vestas på kr. 366 pr. aktie, hvilket er en del lavere end antaget i den oprindelige værdiansættelse på kr. 475 pr. aktie. Dog skal det stadig tages i betragtning af den investor, som har disse mere negative forventninger til fremtiden, at værdien af Vestas stadig ligger på et højere niveau end markedsværdien den 8. april 2009, hvor Vestas havde en værdi på kr. 280 pr. aktie. Det vil derfor stadig være en attraktiv investering og medføre en mulig kursgevinst at investere i Vestas i forhold til markedsværdien den 8. april 2009, da Vestas selv med de udmeldte negative forventninger vil have en værdi, der er højere end markedsværdien. Der henvises til bilag 12, hvor worst case scenario er budgetteret og værdiansat efter residualindkomstmodellen.

### **7.3.3. Ændring i kapitalstruktur**

De to scenarioanalyser er foretaget ud fra samme WACC værdi som det oprindelige budget. Det er dog vigtigt at bemærke, at WACC især er afhængig af den valgte langsigtede kapitalstruktur i



Vestas, hvorfor jeg også i analysen af ændringerne i budgetforudsætningerne vil berøre forventningerne til den langsigtede kapitalstruktur.

Der er i opgaven fastsat en fremtidig kapitalstruktur med 90 % egenkapital og 10 % fremmed kapital. For forklaring henvises til budgettet. Hvis investor ikke vurderer, at denne fordeling virker realistisk, er det derfor vigtigt, at investor tilretter budgettet i forhold til den kapitalstruktur, som investor finder relevant.

Jeg har, for at vise hvilken effekt den valgte kapitalstruktur har på værdiansættelsen af Vestas, foretaget en analyse af forskellige fordelinger af kapitalstruktur, deres indflydelse på WACC samt deres påvirkning på værdiansættelsen. Dette er gjort både ud fra det oprindelige budget samt best og worst case scenario. For udregning af dette henvises til bilag 13.

Generelt fremgår det af analysen, at en fordeling af kapitalstruktur med mere fremmed kapital medfører en lavere WACC, da ejernes afkastkrav derved bliver mindre. En lavere WACC medfører en højere kurs for værdien af Vestas. Dette skyldes, at når de vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger er lave, så tjener ejerne flere penge, da afkastet på Vestas derved bliver større. Hvis investor f.eks. tror på en fremtidig kapitalstruktur på 80 % egenkapital og 20 % fremmed kapital og en udvikling som beskrevet i det oprindelige budget, vil værdiansættelsen af Vestas derved resultere i en aktiekurs på kr. 549 pr. aktie i forhold til den oprindelige værdi på kr. 475 pr. aktie.

De ovenstående analyser er efter min vurdering de væsentligste ændringer, der kan ske i forhold til forventningerne i det fastlagte budget. Ved samme kapitalstruktur ændrer værdien af Vestas sig altså fra kr. 366 pr. aktie som det laveste til kr. 651 pr. aktie som det højeste. Det forventede budget befinder sig nogenlunde i midten af disse værdier med kr. 475 pr. aktie.

Alt afhængig af investors egne forventninger til den fremtidige udvikling i Vestas kan der altså være penge at hente på en investering i Vestas, da alle de beregnede værdier ligger højere end markedsværdien på Vestas den 8. april 2009 på kr. 280 pr. aktie. Det er dog blot et spørgsmål om, hvor stor gevinsten vurderes til at være af den enkelte investor.

## 8. Konklusion

Formålet med denne afhandling har været at udarbejde en værdiansættelse af Vestas. Værdiansættelsen tager udgangspunkt i en strategisk og regnskabsmæssig analyse, hvilket resulterer i en budgettering over den forventede fremtidige udvikling i Vestas. Værdiansættelsen af Vestas sammenholdes med aktiekursen den 8. april 2009 samt øvrige investeringer i lignende selskaber/aktier via P/E-værdier for at kunne konkludere, om en investering i Vestas vil være attraktiv for den private investor i forhold til de ovennævnte. Derudover foretages en scenarioanalyse for at give investor en indikation af, hvilken værdi Vestas under andre forudsætninger vil have.

Vestas har i mange år været markedsleder inden for vindmøller og er fortsat i 2008 markedsleder med 19 % af det samlede marked. Konkurrencen i vindmøllebranchen er især fra 2006 og frem blevet skærpet, hvilket har resulteret i mere konkurrence fra de kinesiske konkurrenter, som kom ind på markedet i 2006/2007, samt en markant konkurrence fra amerikanske GE Wind, som i 2008 næsten indhentede Vestas' markedsandel, da virksomheden opnåede en samlet markedsandel på 18 %. Vindmøllebranchen er dog også kendetegnet ved at være en branche med mange forskellige markeder, hvor de enkelte virksomheder er etableret på et eller flere af disse markeder. En af Vestas' stærke sider er, at de er etableret på stort set alle markeder globalt, hvilket bidrager til en spredt omsætning. Dette i forhold til GE Wind som f.eks. primært er etableret på det amerikanske marked, og de kinesiske virksomheder som på nuværende tidspunkt kun konkurrerer på det kinesiske marked. Vindmøllebranchen har endvidere fra 2006 været præget af stor efterspørgsel, hvilket har været med til at skabe den store vækst, som branchen har oplevet.

Vestas' kernekompetence er deres knowhow inden for branchen, som gør dem i stand til at producere den nødvendige udviklede teknologi til at effektivisere deres vindmøller. Derudover har Vestas produktionsanlæg på alle deres primære markeder, hvilket betyder, at de kan spare transportomkostninger samt reducere deres valutarisiko, da omsætning og produktionsomkostninger regnes i samme valuta.

Vestas har dog også svagheder inden for vindmøllebranchen, da der i flere år har været lang leveringstid på komponenter fra deres leverandørkæde. Dette har resulteret i, at Vestas i 2008 har haft opbygget sikkerhedslagre for at være sikker på at kunne producere de efterspurgte produkter. Derudover har fejl i Vestas' produkter medført garantihensættelser i årsrapporterne samt dårligere omsætning i de perioder, hvori fejlene opstår. Vestas har ved indgangen til 2009 for mange

medarbejdere i forhold til deres omsætning, hvilket på nuværende tidspunkt medfører større omkostninger, end aktiviteten kan bære.

Vindmøllebranchen generelt er godt hjulpet på vej af de forskellige markeds regeringer/lovgivning, der ytrer et ønske om mere vedvarende energi i fremtiden. Dette medfører bl.a., at der er indført støtteordninger i f.eks. USA, hvor PTC ordningen i 2009 er blevet forlænget frem til 2012 og forventes at bibringe positiv vækst til vindmøllebranchen og Vestas. I Kina er ønsket om mere vedvarende energi kendetegnet ved et marked i stor vækst, hvilket også forventes at fortsætte i fremtiden, da behovet for mere energi i Kina kun forventes at vokse. Som det tredje vigtige marked er det europæiske marked af EU drevet frem af et ønske om mere vedvarende energi. De tre største markeder for vindmølleenergi bidrager derved til et fremtidigt vindmøllemarked båret frem af ønsket om mere vedvarende energi.

Der har i 2008 og 2009 været en finansiell krise, som også forventes at påvirke Vestas. Selvom Vestas ikke mener, at de er blevet påvirket af finanskrisen i 2008 i form af manglende betalinger fra kunder eller manglende ordrer pga. forringede lånemuligheder, så forventes finanskrisen at sætte sit præg på Vestas' omsætning i 2009. Mange analysebureauer vurderer således, at vindmøllebranchen vil opleve nedgang i 2009 pga. den finansielle krise, da ordrene ikke lever op til ordreindgangen i 2008. Efterspørgslen vil derfor for en kort periode blive bremsset af den finansielle krise, men efterspørgslen efter vindenergi forventes at stige igen efter finanskrisens afslutning, da den faldende vækst i branchen primært skyldes manglende finansieringsmuligheder, og derved ikke er et udslag af ønsket om mindre vedvarende energi.

Den regnskabsmæssige udvikling har fra 2006 til 2008 været positiv i Vestas. Vestas har oplevet en fremgang i salgsvæksten på over 20 % i både 2007 og 2008. Det er primært salgsaktiviteten, der skaber omsætningen i Vestas. Den store fremgang i salgsvæksten skyldes især den stigende efterspørgsel, der har været i vindmøllebranchen, hvilket også har skabt muligheden for bedre prisvilkår. Vestas har endvidere formået at effektivisere sin produktion med mindre omkostninger til følge.

Den fastlagte budgettering tager derfor primært udgangspunkt i et marked i vækst men samtidig også i et marked, der i 2009 er påvirket af en finanskrisen, som alt andet lige vil hæmme omsætningen i 2009. Budgettet forudsætter dog, at finanskrisen vil være forbigående i 2010, da det

også er indikationen fra flere analysebureauer. Salgsvæksten i Vestas sættes derfor til at være negativ med 2 % i 2009, men væksten vender i 2010 og vil fra 2010 til 2017 være positivt påvirket af bl.a. de lovgivningsmæssige ønsker om mere vedvarende energi, en fortsat stor efterspørgsel i branchen samt Vestas' mulighed for at vokse i markedet som følge af deres erfaring og deres globale tilstedeværelse.

Der vil i 2018 være tale om en stabil vækst på 4 %, hvorfor terminalperioden starter i 2018. Der forudsættes en langsigtet vækstrate på 4 %, da det fortsat forventes, at vindmølleproduktet vil være attraktivt og dermed stadig skabe en langsigtet vækst på markedet.

De vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger er fastsat ud fra en langsigtet kapitalstruktur på 90 % egenkapital og 10 % fremmed kapital. Endvidere er WACC fastsat ud fra en beta-værdi på 1,25, da det vurderes, at Vestas er en investering forbundet med mere risiko end det gennemsnitlige marked.

Vestas er værdiansat ud fra residualindkomstmodellen og giver under de valgte budgetforudsætninger en værdi på kr. 475 pr. aktie. Sammenlignet med markedsværdien for Vestas den 8. april 2009, som giver en værdi for Vestas på kr. 280 pr. aktie, må en investering i Vestas anses som en attraktiv investering for den private investor, da aktien er undervurderet i forhold til værdiansættelsen. Dette medfører, at investor kan opnå en mulig kursgevinst ved opkøb af Vestas-aktien.

Ved sammenligning af Vestas via P/E-værdier med de øvrige konkurrenter Gamesa, Suzlon og Nordex fås, at Vestas har en højere P/E-værdi end konkurrenterne. P/E-værdien for Vestas via værdiansættelsen er endvidere højere end P/E-værdien for Vestas beregnet via markedsværdien den 8. april 2009, hvilket bekræfter konklusionen om, at Vestas er en attraktiv investering, da der i fremtiden forventes en større vækst i Vestas beregnet ud fra værdiansættelsen. Grunden til, at de øvrige konkurrenter har en lavere P/E-værdi end Vestas, kan bl.a. være pga., at Vestas vurderes som en mere risikobetonet investering, hvorfor investor også skal betale mere for én kroners overskud i Vestas. Det vurderes ikke, at Vestas er en dårligere investering end konkurrenterne, da prisen på konkurrenterne er billigere, da den højere P/E-værdi for Vestas er et udtryk for en forventning om mere fremtidig vækst i Vestas end hos konkurrenterne.

Der er udarbejdet en scenarioanalyse for at give investor en mulighed for at ændre på de opsatte budgetforudsætninger. Hvis investor ikke mener, at budgetforudsætningerne i Vestas er som bestemt i denne afhandling, vil investor have mulighed for at se hvilken påvirkning, de ønskede ændringer i budgetforudsætningerne har på værdiansættelsen af Vestas.

Hvis investor forventer en mere positiv udvikling i salgsvæksten hos Vestas i de kommende år, vil værdiansættelsen af Vestas blive en anden. Den øgede salgsvækst kan skyldes, at Vestas forventes at øge deres markedsandel, da de klarer sig bedre i konkurrencen, eller salgsvæksten kan skyldes, at investor ikke vurderer, at Vestas vil blive påvirket af den finansielle krise i samme omfang som fastsat i det oprindelige budget. Hvis investor forventer denne udvikling, vil det resultere i en værdi for Vestas på kr. 651 pr. aktie i forhold til de kr. 475 pr. aktie beregnet i den oprindelige værdiansættelse. I dette scenario er det endvidere forudsat, at væksten i vindmøllebranchen påvirkes af de lovgivningsmæssige ønsker om mere vedvarende energi samt en mindske af driftsomkostningerne som følge af en mere effektiv produktion.

Omvendt kan investor være negativt påvirket af finanskrisen og forvente, at Vestas vil blive hårdere ramt end den fastlagte negative vækst i 2009 på 2 %. I dette worst case scenario er det endvidere forudsat, at driftsomkostningerne i 2009 vil stige som følge af for mange medarbejdere samtidig med, at det ikke forventes, at Vestas vil kunne effektivisere sin produktion yderligere, og driftsomkostningerne derfor blot vil følge udviklingen i salgsvæksten. Denne mere negative forventning til fremtiden i Vestas medfører en værdiansættelse på kr. 366 pr. aktie.

Det kan derfor ud fra de foretagne scenarioanalyser konkluderes, at værdiansættelsen af Vestas altid vil være højere end markedsværdien den 8. april 2009 på kr. 280 pr. aktie, hvorfor investor under alle omstændigheder rådes til at investere i Vestas, da aktien er undervurderet.

Som en sidste parameter, der kan ændre ved værdiansættelsen af Vestas, er foretaget en analyse af den langsigtede kapitalstrukturens påvirkning på værdien af Vestas. Hvis kapitalstrukturen i stedet vurderes til at have en lavere andel af egenkapital, vil WACC blive mindre, da ejernes afkastkrav derved også formindskes. En lavere WACC medfører en højere aktiekurs, da der vil være et større afkast til ejerne ved mindre kapitalomkostninger. Hvis investor foretager denne vurdering, vil en investering i Vestas være endnu mere attraktiv end ved de foregående analyser, da aktiekursen vil blive højere.

## 9. Perspektivering

Som omtalt i afhandlingen afhænger Vestas' egne forventninger til 2009 af udviklingen for 1. kvartal 2009. Jeg vil derfor i denne perspektivering give en beskrivelse af udviklingen i Vestas' første kvartalsregnskab for 2009 for at sammenholde denne med de forventninger, der er benyttet i opgaven.

Efterspørgslen på det nordeuropæiske marked levede ikke op til forventningerne i de første tre måneder af 2009, hvorfor Vestas reducerer kapaciteten ved at afskedige ca. 1.900 medarbejdere på dette marked. Dette sker som konsekvens af, at Vestas har haft for mange kapacitetsomkostninger i forhold til omsætningen. Afskedigelserne må i dagens marked anses som positive, da Vestas tilpasser driftsomkostningerne til den forventede omsætning. Det er i det lagte budget for 2009 ikke direkte indkalkuleret, at Vestas foretager disse afskedigelser, men budgettet tager dog udgangspunkt i, at driftsomkostningerne for 2009 følger udviklingen i omsætningen, hvilket vil være mere realistisk efter denne afskedigelse af medarbejdere.

Vestas nedjusterer imidlertid ikke sine forventninger til 2009, som ellers var forventet af mange analytikere, hvorfor Vestas stadig fastholder en omsætning på 7,2 mia. EUR og en overskudsgrad på mellem 11-13 %. Grunden til denne fastholdelse, siger Vestas, skyldes, at virksomheden har mange afventende projekter klar til gennemførelse, når finansieringen kan gå igennem. Vestas forventer derfor, at de i løbet af de førstkommende måneder kan indgå nogle betydelige kontrakter. Hvis denne forventning holder stik, kan 2009 ventes at blive mere positiv end antaget i det lagte budget i opgaven. Flere analytikere er dog stadig i tvivl, om det vil være muligt for Vestas at opnå denne høje vækst i 2009.

Vestas skriver i deres kvartalsrapport, at de ved udgangen af marts 2009 har negativ rentebærende gæld, og at de er i forhandling om et 5-7 årligt stående lån på 250 mio. EUR. Dette burde alt andet lige bekræfte, at antagelsen om en langsigtet kapitalstruktur med indeholdelse af 10 % fremmed kapital vil være reel. I hvert fald at Vestas i fremtiden vil have netto finansielle forpligtelser i stedet for netto finansielle aktiver, som var tilfældet i 2008.

Vestas har i april 2009 foretaget en aktiekapitalforhøjelse på kr. 18.500.000 til en nominel aktiebeholdning på 18.500.000 stk. Formålet med udvidelsen er ifølge Vestas at styrke deres kapitalberedskab yderligere, så Vestas hurtigt og effektivt kan udnytte de muligheder, som kreditkrisen

skaber i en teknologibaseret branche. Kapitaludvidelsen er kommet bag på mange analytikere, som dog mener, at denne kapitalforhøjelse eventuelt skal bruges til at foretage opkøb i leverandørkæden for at få en mere teknologipræget produktion.

Vestas-aktien lukkede fredag den 1. maj 2009 i en kurs på kr. 382 pr. aktie. Stigningen i forhold til markedsværdien den 8. april 2009 som benyttet i opgaven skyldes primært markedets gode modtagelse af kvartalsregnskabet for 1. kvartal 2009. Det er derved anset som et positivt signal, at Ditlev Engel har valgt at fastholde sine forventninger for 2009 samt valgt at tilpasse kapacitetsomkostningerne til aktivitetsniveauet. Hvis man tager udgangspunkt i markedsværdien af 1. maj 2009, vil Vestas-aktien derfor være overvurderet i forhold til de investorer, som vurderer det udarbejdede worst case scenario som mest realistisk, da det gav en værdi på kr. 366 pr. aktie, mens Vestas-aktien stadig er undervurderet i forhold til værdiansættelsen udarbejdet i afhandlingen.

## 10. Litteraturliste

### Faglitteratur:

- ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang”  
Af Jens O. Elling og Ole Sørensen, Gjellerup 2005, 2. udgave
- ”Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele” (FSR)  
Af Foreningen af Statsautoriserede Revisorer, december 2002
- ”Financial Markets and Corporate Strategy”  
Af Mark Grinblatt og Sheridan Titman, 2nd Edition
- ”Valuation – Measuring and managing the value of companies”  
Af John Wiley & Sons, Inc., 4. udgave 2005
- ”Regnskabsanalyse og virksomhedsbedømmelse”  
Af Bent Schack, Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2002, 3. udgave

### Årsrapporter:

- Vestas’ årsrapporter fra 2003 – 2008
- Vestas’ kvartalsrapporter 2008
- Gamesa årsrapport 2008
- Suzlon regnskab 2007/2008
- Nordex årsregnskab 2007

### Faglige artikler:

- ”Problemer ved bestemmelse af terminalværdi – og anden kritik af DCF-modellen”, RR 2006.02
- ”Værdiansættelse”, RR 2003.09
- ”Værdiansættelse i teori og praksis – håndtering af vækst”, RR 2008.05
- ”Værdiansættelse af virksomheder” af konsulent Mette Hartzberg PWC, Revifora
- ”Værdiansættelse af virksomheder – hvordan fastlægger analytikeren den ”rigtige” værdi?”, Inspi nr. 5 2008
- ”Kommerciel Due diligence”, Inspi nr. 4 2008

### Artikler:

- Børsen den 6. august 2007 ”Vestas overhalet i Kina”
- Børsen den 8. februar 2008 ”Aggressive kinesere angriber Vestas”
- Børsen den 3. marts 2008 ”Vestas foran historisk investeringsplan”
- Børsen den 31. marts 2008 ”Kinesere haler ind på Vestas’ forspring”
- Børsen den 28. maj 2008 ”Siemens banker Vestas på havvindmøller”
- Børsen den 10. juni 2008 ”LM Glasfiber: Nødvendigt at være i Kina”
- Børsen den 2. juli 2008 ”Siemens vil fordoble antallet af vindmøller”
- Børsen den 8. juli 2008 ”Vestas øger effektivitet med softwareudvikling”
- Børsen den 13. august 2008 ”Olieprisen er ikke eneste afgørende faktor”
- Børsen den 15. august 2008 ”Olieprisfald uden betydning for Vestas”
- Børsen den 1. september 2008 ”Kina satser på vedvarende energi”
- Børsen den 15. september 2008 ”Splittet opfattelse af Vestas”



- Børsen den 9. oktober 2008 "Kreditkrisen klemmer små Vestas-kunder"
- Børsen den 13. november 2008 "Dong skyder millioner i vind"
- Børsen den 29. januar 2009 "Vestas storsatser på USA-succes"
- Børsen den 4. februar 2009: "Vestas står dårligst i ventet markedsnedtur"
  
- Business.dk den 11. februar 2009 "Første nye vindmølle i seks år"
- Business.dk den 6. marts 2009 "Dong køber vindmøller for 20 mia. kr."
- Business.dk den 23. marts 2009 "Vestas-topchef foran fyringsrunde"
  
- Nyhedsbureauet Direkt den 24. april 2009 "Olien kravler over 50 dollar"
- Nyhedsbureauet Direkt den 12. marts 2009 "Store fordele i at være størst"
- Nyhedsbureauet Direkt den 17. marts 2009 "GE angriber i kampen om Europa"
- Nyhedsbureauet Direkt den 20. marts 2009 "Investeringsbank frygter markedsfald på 15-20 pct."
- Nyhedsbureauet Direkt den 24. marts 2009 "Europæiske vindmøllemarked bremser voldsomt op"
- Nyhedsbureauet Direkt den 25. marts 2009 "Ordredyk baner vej for nedjustering"
- Nyhedsbureauet Direkt den 6. april 2009 "Lønsomhed på retræte"

**Brancheanalyser:**

- Jyske Bank analyse den 12. februar 2009 "En nedjustering er indregnet i kursen"
- Sydbanks analyse den 11. februar 2009: "Vestas holder sig på vækstsporet"
- BTM Consult: World Market Update 2006, 2007 og 2008
- "Market report by Make Consulting March 2009" se [www.make-consulting.com](http://www.make-consulting.com)

**Hjemmesider:**

- <http://www.vestas.com/da/moderne-energi/politiske-initiativer/markedsinformation/kyoto-protokollen>
- <http://epn.dk/industri/energi/article1477726.ece?service>
- [www.gamesacorp.com](http://www.gamesacorp.com) – 2008 Result Presentation

**Øvrige:**

- EU forslag for reduktion af CO<sub>2</sub>: [http://ec.europa.eu/environment/climat/climate\\_action.htm](http://ec.europa.eu/environment/climat/climate_action.htm)
- Vestas' pressemeddelelse den 17. februar 2009: "Vestas glæder sig over økonomisk redningspakke i USA"
- Referat fra Vestas' generalforsamling den 26. marts 2009

## 11. Bilag

### 11.1. Bilag 1 Oprindelige regnskaber for Vestas

#### Resultatopgørelse

| mio. EUR                                      | 2004       | 2005        | 2006       | 2007       | 2008         |
|---|------------|-------------|------------|------------|--------------|
| Omsætning                                     | 2.363      | 3.582       | 3.854      | 4.861      | 6.035        |
| Produktionsomkostninger                       | -2.243     | -3.498      | -3.393     | 4.036      | -4.856       |
| <b>Bruttoresultat</b>                         | <b>120</b> | <b>84</b>   | <b>461</b> | <b>825</b> | <b>1.179</b> |
| Forsknings- og udviklingsomkostninger         | -50        | -73         | -94        | -124       | -119         |
| Salgs- og distributionsomkostninger           | -38        | -42         | -70        | -99        | -181         |
| Administrationsomkostninger                   | -81        | -85         | -113       | -159       | -211         |
| Andre driftsindtægter                         | 0          |             | 16         | 0          | 0            |
| <b>Resultat af primær drift</b>               | <b>-49</b> | <b>-116</b> | <b>200</b> | <b>443</b> | <b>668</b>   |
| Andel af resultat i associerede virksomheder  | 0          | 0           | 0          | 0          | 0            |
| Finansielle indtægter                         | 11         | 6           | 11         | 19         | 66           |
| Finansielle omkostninger                      | -51        | -48         | -50        | -19        | -20          |
| <b>Resultat før skat</b>                      | <b>-89</b> | <b>-158</b> | <b>161</b> | <b>443</b> | <b>714</b>   |
| Selskabsskat                                  | 28         | -33         | -50        | -152       | -203         |
| <b>Årets resultat koncern</b>                 | <b>-61</b> | <b>-191</b> | <b>111</b> | <b>291</b> | <b>511</b>   |
| Årets resultat fordeles således:              |            |             |            |            |              |
| Moderselskabets aktionærs andel af resultatet |            |             |            |            | -62          |
| Minoritetsaktionærs andel af resultat         |            |             |            |            | 1            |
| Koncernresultat                               |            |             |            |            | -61          |

**Balance**

| mio. EUR                                 | 2003         | 2004         | 2005         | 2006         | 2007         | 2008         |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Aktiver</b>                           |              |              |              |              |              |              |
| Goodwill                                 | 11           | 324          | 322          | 320          | 320          | 320          |
| Færdiggjorte udviklingsprojekter         | 34           | 55           | 89           | 69           | 48           | 60           |
| Software                                 | 0            | 1            | 1            | 7            | 34           | 62           |
| Udviklingsprojekter under udførelse      | 14           | 85           | 66           | 81           | 105          | 202          |
| <b>Immaterielle aktiver i alt</b>        | <b>59</b>    | <b>465</b>   | <b>478</b>   | <b>477</b>   | <b>507</b>   | <b>644</b>   |
| Grunde og bygninger                      | 135          | 215          | 217          | 230          | 261          | 433          |
| Produktionsanlæg og maskiner             | 130          | 155          | 139          | 128          | 143          | 159          |
| Andre anlæg, driftsmateriel og inventar  | 38           | 88           | 95           | 99           | 116          | 167          |
| Materielle aktiver under udførelse       | 18           | 11           | 15           | 33           | 118          | 271          |
| <b>Materielle aktiver i alt</b>          | <b>321</b>   | <b>469</b>   | <b>466</b>   | <b>490</b>   | <b>638</b>   | <b>1.030</b> |
| Kapitalandele i associerede virksomheder | 1            | 3            | 3            | 1            | 1            | 1            |
| Andre tilgodehavender                    | 1            | 5            | 5            | 11           | 13           | 25           |
| Værdipapirer                             | 3            | 4            | 9            | 11           | 0            | 0            |
| Udskudt skat                             | 15           | 105          | 140          | 162          | 154          | 63           |
| <b>Andre langfristede aktiver i alt</b>  | <b>20</b>    | <b>117</b>   | <b>157</b>   | <b>185</b>   | <b>168</b>   | <b>89</b>    |
| <b>Langfristede aktiver i alt</b>        | <b>400</b>   | <b>1.051</b> | <b>1.101</b> | <b>1.152</b> | <b>1.313</b> | <b>1.763</b> |
| Varebeholdninger                         | 193          | 826          | 698          | 881          | 1.107        | 1.612        |
| Tilgodehavender fra salg                 | 341          | 499          | 621          | 711          | 660          | 938          |
| Entreprisekontrakter                     | 338          | 169          | 378          | 329          | 260          | 482          |
| Andre tilgodehavender                    | 90           | 143          | 161          | 123          | 157          | 181          |
| Selskabsskat                             | 8            | 0            | 0            | 14           | 35           | 49           |
| Værdipapirer                             | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 121          |
| Likvide beholdninger                     | 20           | 193          | 126          | 444          | 764          | 162          |
| <b>Kortfristede aktiver i alt</b>        | <b>990</b>   | <b>1.830</b> | <b>1.984</b> | <b>2.502</b> | <b>2.983</b> | <b>3.545</b> |
| <b>Aktiver i alt</b>                     | <b>1.390</b> | <b>2.881</b> | <b>3.085</b> | <b>3.654</b> | <b>4.296</b> | <b>5.308</b> |

**Balance**

mio. EUR

|  | 2003         | 2004         | 2005         | 2006         | 2007         | 2008         |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Passiver</b>                                |              |              |              |              |              |              |
| Aktiekapital                                   | 14           | 24           | 24           | 25           | 25           | 25           |
| Overkurs ved emission                          | 40           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Øvrige reserver                                | 0            | 5            | 0            | 6            | -3           | -78          |
| Overført resultat                              | 559          | 1.133        | 938          | 1.231        | 1.494        | 2.008        |
| Foreslået udbytte                              | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Aktionærerne i Vestas Wind Systems A/S'</b> |              |              |              |              |              |              |
| <b>andel af egenkapital</b>                    | <b>613</b>   | <b>1.162</b> | <b>962</b>   | <b>1.262</b> | <b>1.516</b> | <b>1.955</b> |
| Minoritetsinteresser                           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Egenkapital i alt</b>                       | <b>613</b>   | <b>1.162</b> | <b>962</b>   | <b>1.262</b> | <b>1.516</b> | <b>1.955</b> |
| Udskudt skat                                   | 50           | 11           | 3            | 3            | 3            | 9            |
| Hensatte forpligtelser                         | 114          | 76           | 89           | 99           | 107          | 85           |
| Pensionsforpligtelser                          | 1            | 2            | 2            | 3            | 2            | 2            |
| Finansielle gældsforpligtelser                 | 107          | 472          | 441          | 163          | 125          | 14           |
| <b>Langfristede forpligtelser i alt</b>        | <b>272</b>   | <b>561</b>   | <b>535</b>   | <b>268</b>   | <b>237</b>   | <b>110</b>   |
| Forudbetalinger fra kunder                     | 49           | 307          | 489          | 926          | 82           | 106          |
| Entreprisekontrakter                           |              |              |              |              | 1.010        | 1.383        |
| Leverandørgæld                                 | 345          | 403          | 519          | 807          | 889          | 1.030        |
| Hensatte forpligtelser                         | 0            | 92           | 146          | 160          | 193          | 178          |
| Finansielle gældsforpligtelser                 | 9            | 110          | 51           | 11           | 25           | 109          |
| Andre gældsforpligtelser                       | 97           | 246          | 383          | 188          | 271          | 395          |
| Selskabsskat                                   | 5            | 0            | 0            | 32           | 73           | 42           |
| <b>Kortfristede forpligtelser i alt</b>        | <b>505</b>   | <b>1.158</b> | <b>1.588</b> | <b>2.124</b> | <b>2.543</b> | <b>3.243</b> |
| <b>Forpligtelser i alt</b>                     | <b>777</b>   | <b>1.719</b> | <b>2.123</b> | <b>2.392</b> | <b>2.780</b> | <b>3.353</b> |
| <b>Egenkapital og forpligtelser i alt</b>      | <b>1.390</b> | <b>2.881</b> | <b>3.085</b> | <b>3.654</b> | <b>4.296</b> | <b>5.308</b> |

**Passiver****Aktionærerne i Vestas Wind Systems A/S'****andel af egenkapital**

**11.2. Bilag 2 Reformulering egenkapital****Reformulering af egenkapitalopgørelse**

| i mio. EUR                                    | 2004         | 2005         | 2006         | 2007         | 2008         |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Egenkapital primo</b>                      | <b>613</b>   | <b>1.162</b> | <b>962</b>   | <b>1.262</b> | <b>1.516</b> |
| <b>Transaktioner med ejere</b>                |              |              |              |              |              |
| Kapitalforhøjelse                             | 672          | 0            | 186          | 0            | 0            |
| Køb af egne aktier                            | 0            | 0            | -3           | -30          | 0            |
| <b>Nettodividende i alt</b>                   | <b>672</b>   | <b>0</b>     | <b>183</b>   | <b>-30</b>   | <b>0</b>     |
| <b>Totalindkomst</b>                          |              |              |              |              |              |
| Årets resultat                                | -62          | -191         | 111          | 291          | 511          |
| Valutakursregulering udenlandske enheder      | -2           | 8            | -3           | -10          | -43          |
| Valutakursregulering omregning til EUR        | 0            | -4           | 0            | 0            | 0            |
| Tilbageførsel af dagsværdireguleringer        | 1            | -10          | 9            | -3           | -4           |
| Dagsværdiregulering af afdækningsinstrumenter | 9            | -8           | 3            | 4            | -38          |
| Regulering anvendt regnskabspraksis           | -66          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Skat af egenkapitalbevægelser                 | -3           | 5            | -3           | -1           | 10           |
| <b>Totalindkomst i alt</b>                    | <b>-123</b>  | <b>-200</b>  | <b>117</b>   | <b>281</b>   | <b>436</b>   |
| Aktiebaseret vederlæggelse                    | 0            | 0            | 0            | 3            | 3            |
| <b>Egenkapitalbevægelser i alt</b>            | <b>549</b>   | <b>-200</b>  | <b>300</b>   | <b>254</b>   | <b>439</b>   |
| <b>Egenkapital ultimo</b>                     | <b>1.162</b> | <b>962</b>   | <b>1.262</b> | <b>1.516</b> | <b>1.955</b> |

### 11.3. Bilag 3 Reformulering balance

#### Reformulering af balance

| i mio. EUR                                   | 2003         | 2004         | 2005         | 2006         | 2007         | 2008         |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Driftsaktiver</b>                         |              |              |              |              |              |              |
| Goodwill                                     | 11           | 324          | 322          | 320          | 320          | 320          |
| Færdiggjorte udviklingsprojekter             | 34           | 55           | 89           | 69           | 48           | 60           |
| Software                                     | 0            | 1            | 1            | 7            | 34           | 62           |
| Udviklingsprojekter under udførelse          | 14           | 85           | 66           | 81           | 105          | 202          |
| Grunde og bygninger                          | 135          | 215          | 217          | 230          | 261          | 433          |
| Produktionsanlæg og maskiner                 | 130          | 155          | 139          | 128          | 143          | 159          |
| Andre anlæg, driftsmateriel og inventar      | 38           | 88           | 95           | 99           | 116          | 167          |
| Materielle aktiver under udførelse           | 18           | 11           | 15           | 33           | 118          | 271          |
| Kapitalandele i associerede virksomheder     | 1            | 3            | 3            | 1            | 1            | 1            |
| Andre tilgodehavender                        | 1            | 5            | 5            | 11           | 13           | 25           |
| Udskudt skat                                 | 15           | 105          | 140          | 162          | 154          | 63           |
| Varebeholdninger                             | 193          | 826          | 698          | 881          | 1.107        | 1.612        |
| Tilgodehavender fra salg                     | 341          | 499          | 621          | 711          | 660          | 938          |
| Entreprisekontrakter                         | 338          | 169          | 378          | 329          | 260          | 482          |
| Andre tilgodehavender                        | 90           | 143          | 161          | 123          | 157          | 181          |
| Selskabsskat                                 | 8            | 0            | 0            | 14           | 35           | 49           |
| Driftslikviditet (beregnet som 1% af oms.)   | 17           | 24           | 36           | 39           | 49           | 60           |
| <b>Driftsaktiver i alt</b>                   | <b>1.384</b> | <b>2.708</b> | <b>2.986</b> | <b>3.238</b> | <b>3.581</b> | <b>5.085</b> |
| <b>Driftsforpligtelser</b>                   |              |              |              |              |              |              |
| Udskudt skat                                 | 50           | 11           | 3            | 3            | 3            | 9            |
| Hensatte forpligtelser                       | 114          | 168          | 235          | 259          | 300          | 263          |
| Pensionsforpligtelser                        | 1            | 2            | 2            | 3            | 2            | 2            |
| Forudbetalinger fra kunder                   | 49           | 307          | 489          | 79           | 82           | 106          |
| Entreprisekontrakter                         |              |              |              | 847          | 1.010        | 1.383        |
| Leverandørgæld                               | 345          | 403          | 519          | 807          | 889          | 1.030        |
| Andre gældsforpligtelser                     | 97           | 246          | 383          | 188          | 271          | 395          |
| Selskabsskat                                 | 5            | 0            | 0            | 32           | 73           | 42           |
| <b>Driftsforpligtelser i alt</b>             | <b>661</b>   | <b>1.137</b> | <b>1.631</b> | <b>2.218</b> | <b>2.630</b> | <b>3.230</b> |
| <b>Netto driftsaktiver i alt</b>             | <b>723</b>   | <b>1.571</b> | <b>1.355</b> | <b>1.020</b> | <b>951</b>   | <b>1.855</b> |
| <b>Netto finansielle forpligtelser</b>       |              |              |              |              |              |              |
| Finansielle gældsforpligtelser               | 116          | 582          | 492          | 174          | 150          | 123          |
| Værdipapirer                                 | 3            | 4            | 9            | 11           | 0            | 121          |
| Likvide beholdninger                         | 3            | 169          | 90           | 405          | 715          | 102          |
| <b>Netto finansielle forpligtelser i alt</b> | <b>110</b>   | <b>409</b>   | <b>393</b>   | <b>-242</b>  | <b>-565</b>  | <b>-100</b>  |
| <b>Egenkapital</b>                           | <b>613</b>   | <b>1.162</b> | <b>962</b>   | <b>1.262</b> | <b>1.516</b> | <b>1.955</b> |

## 11.4. Bilag 4 Reformulering resultatopgørelse

### Reformulering af resultatopgørelse

| i mio. EUR  | 2004        | 2005        | 2006       | 2007       | 2008       |
|---|-------------|-------------|------------|------------|------------|
| Omsætning   | 2.363       | 3.582       | 3.854      | 4.861      | 6.035      |
| Produktionsomkostninger   | -2.243      | -3.498      | -3.393     | -4.036     | -4.856     |
| Forsknings- og udviklingsomkostninger   | -50         | -73         | -94        | -124       | -119       |
| Salgs- og distributionsomkostninger   | -38         | -42         | -70        | -99        | -181       |
| Administrationsomkostninger   | -81         | -85         | -113       | -159       | -211       |
| <b>Driftsoverskud fra salg (før skat)</b>                                     | <b>-49</b>  | <b>-116</b> | <b>184</b> | <b>443</b> | <b>668</b> |
| Skat herpå  | -16         | 45          | 56         | 152        | 192        |
| <b>Driftsoverskud fra salg</b>  | <b>-33</b>  | <b>-161</b> | <b>128</b> | <b>291</b> | <b>476</b> |
| Andre driftsindtægter (salg af virksomheder)                                  | 0           | 0           | 16         | 0          | 0          |
| Valutakursreguleringer under finansielle poster                               | -12         | -14         | -7         | -4         | 33         |
| Ændring af diskontering vedr. hensatte forpligtelser under finansielle poster | 0           | 0           | -2         | 0          | 0          |
| Skat på andet driftsoverskud  | 4           | 4           | -2         | 1          | -8         |
| Valutakursregulering udenlandske enheder                                      | -2          | 8           | -3         | -10        | -43        |
| Valutakursregulering omregning til EUR  | 0           | -4          | 0          | 0          | 0          |
| Tilbageførsel af dagsværdireguleringer  | 1           | -10         | 9          | -3         | -4         |
| Dagsværdiregulering af afdækningsinstrumenter                                 | 9           | -8          | 3          | 4          | -38        |
| Regulering anvendt regnskabspraksis   | -66         | 0           | 0          | 0          | 0          |
| Skat af egenkapitalbevægelser   | -3          | 5           | -3         | -1         | 10         |
| <b>Andet driftsoverskud efter skat</b>  | <b>-69</b>  | <b>-19</b>  | <b>11</b>  | <b>-13</b> | <b>-50</b> |
| <b>Totalindkomst fra driften</b>  | <b>-102</b> | <b>-180</b> | <b>139</b> | <b>278</b> | <b>426</b> |
| Finansielle indtægter   | 11          | 6           | 11         | 19         | 33         |
| Finansielle omkostninger  | -39         | -34         | -41        | -15        | -20        |
| Skatteeffekt  | 8           | 8           | 8          | -1         | -3         |
| <b>Netto finansielle omkostninger efter skat</b>                              | <b>-20</b>  | <b>-20</b>  | <b>-22</b> | <b>3</b>   | <b>10</b>  |
| <b>Koncernresultat</b>  | <b>-122</b> | <b>-200</b> | <b>117</b> | <b>281</b> | <b>436</b> |
| Minoritetsinteressers andele  | 1           | 0           | 0          | 0          | 0          |
| <b>Totalindkomst</b>  | <b>-123</b> | <b>-200</b> | <b>117</b> | <b>281</b> | <b>436</b> |
| <b>Allotering af skatteomkostninger:</b>                                      |             |             |            |            |            |
| Rapporteret skatteomkostning:   | -28         | 33          | 50         | 152        | 203        |
| + skattefordel  | 8           | 8           | 8          | -1         | -3         |
| - skat på andet driftsoverskud  | -4          | -4          | 2          | -1         | 8          |
| Skat på driftsoverskud fra salg   | -16         | 45          | 56         | 152        | 192        |

**11.5. Bilag 5 Rentabilitetsanalyse**

|                      | 2004    | 2005    | 2006    | 2007   | 2008   |
|----------------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| ROIC samlet          | -8,93%  | -12,29% | 11,67%  | 28,22% | 30,36% |
| ROIC salg            | -2,88%  | -10,99% | 10,74%  | 29,54% | 33,93% |
| ROIC andet           | -6,05%  | -1,30%  | 0,93%   | -1,32% | -3,56% |
| r                    | 7,71%   | 5,03%   | 28,73%  | 0,74%  | 3,01%  |
| FGEAR                | 0,292   | 0,377   | 0,068   | -0,291 | -0,192 |
| ROIC-r               | -16,64% | -17,33% | -17,06% | 27,48% | 27,36% |
| ROE                  | -13,79% | -18,83% | 10,52%  | 20,23% | 25,12% |
| ROIC-RNFA            | -16,64% | -17,33% | -17,06% | 27,48% | 27,36% |
| RNFA                 | 7,71%   | 5,03%   | 28,73%  | 0,74%  | 3,01%  |
| ROE                  | -13,79% | -18,83% | 10,52%  | 20,23% | 25,12% |
| OG samlet            | -4,33%  | -5,02%  | 3,60%   | 5,72%  | 7,06%  |
| OG salg              | -1,40%  | -4,49%  | 3,31%   | 5,99%  | 7,89%  |
| OG andet             | -2,94%  | -0,53%  | 0,29%   | -0,27% | -0,83% |
| AOH                  | 2,060   | 2,449   | 3,246   | 4,935  | 4,302  |
| 1/AOH                | 0,485   | 0,408   | 0,308   | 0,203  | 0,232  |
| 1/AOH anlægskapital  | 0,279   | 0,263   | 0,248   | 0,217  | 0,234  |
| 1/AOH arbejdskapital | 0,206   | 0,145   | 0,060   | -0,015 | -0,001 |



## 11.6. Bilag 6 Core resultatopgørelse

### Reformulering af resultatopgørelse

| i mio. EUR  | 2004        | 2005        | 2006       | 2007       | 2008       |
|---|-------------|-------------|------------|------------|------------|
| <b>Core driftsoverskud:</b>   |             |             |            |            |            |
| Omsætning   | 2.363       | 3.582       | 3.854      | 4.861      | 6.035      |
| Produktionsomkostninger   | -2.243      | -3.498      | -3.393     | -4.036     | -4.856     |
| Forsknings- og udviklingsomkostninger   | -50         | -73         | -94        | -124       | -119       |
| Salgs- og distributionsomkostninger   | -38         | -42         | -70        | -99        | -181       |
| Administrationsomkostninger   | -81         | -85         | -113       | -159       | -210       |
| <b>Core driftsoverskud fra salg (før skat)</b>                                | <b>-49</b>  | <b>-116</b> | <b>184</b> | <b>443</b> | <b>669</b> |
| Skat herpå  | -16         | 45          | 56         | 152        | 191        |
| <b>Core driftsoverskud fra salg</b>   | <b>-33</b>  | <b>-161</b> | <b>128</b> | <b>291</b> | <b>478</b> |
| <b>Core andet driftsoverskud:</b>   |             |             |            |            |            |
| Forventet afkast på pensionsmidler  | 0           | 0           | 0          | 0          | -1         |
| Skat på andet driftsoverskud  | 0           | 0           | 0          | 0          | 0          |
| <b>Core driftsoverskud</b>  | <b>-33</b>  | <b>-161</b> | <b>128</b> | <b>291</b> | <b>477</b> |
| <b>+/- Usædvanlige poster:</b>  |             |             |            |            |            |
| Andre driftsindtægter (salg af virksomheder)                                  | 0           | 0           | 16         | 0          | 0          |
| Valutakursreguleringer under finansielle poster                               | -12         | -14         | -7         | -4         | 33         |
| Ændring af diskontering vedr. hensatte forpligtelser under finansielle poster | 0           | 0           | -2         | 0          | 0          |
| Valutakursregulering udenlandske enheder                                      | -2          | 8           | -3         | -10        | -43        |
| Valutakursregulering omregning til EUR  | 0           | -4          | 0          | 0          | 0          |
| Tilbageførsel af dagsværdireguleringer  | 1           | -10         | 9          | -3         | -4         |
| Dagsværdiregulering af afdækningsinstrumenter                                 | 9           | -8          | 3          | 4          | -38        |
| Regulering anvendt regnskabspraksis   | -66         | 0           | 0          | 0          | 0          |
| Skat af egenkapitalbevægelser   | -3          | 5           | -3         | -1         | 10         |
| Skat på usædvanlige poster  | 4           | 4           | -2         | 1          | -9         |
| <b>Totalindkomst fra driften</b>  | <b>-102</b> | <b>-180</b> | <b>139</b> | <b>278</b> | <b>426</b> |
| Core finansielle indtægter  | 11          | 6           | 11         | 19         | 33         |
| Core finansielle omkostninger   | -39         | -34         | -41        | -15        | -20        |
| Skatteeffekt  | 8           | 8           | 8          | -1         | -3         |
| <b>Core netto finansielle omkostninger efter skat</b>                         | <b>-20</b>  | <b>-20</b>  | <b>-22</b> | <b>3</b>   | <b>10</b>  |
| <b>Koncernresultat</b>  | <b>-122</b> | <b>-200</b> | <b>117</b> | <b>281</b> | <b>436</b> |
| Minoritetsinteressers andele  | 1           | 0           | 0          | 0          | 0          |
| <b>Totalindkomst</b>  | <b>-123</b> | <b>-200</b> | <b>117</b> | <b>281</b> | <b>436</b> |
| <b>Allokering af skatteomkostninger:</b>                                      |             |             |            |            |            |
| Rapporteret skatteomkostning:   | -28         | 33          | 50         | 152        | 203        |
| + skattefordel  | 8           | 8           | 8          | -1         | -3         |
| - skat på usædvanlige poster  | -4          | -4          | 2          | -1         | 9          |
| - skat på andet driftsoverskud  | 0           | 0           | 0          | 0          | 0          |
| Skat på driftsoverskud fra salg   | -16         | 45          | 56         | 152        | 191        |

**11.7. Bilag 7 Vækstanalyse**

|                     | 2004    | 2005    | 2006    | 2007   | 2008   |
|---------------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| Core ROIC salg      | -2,88%  | -10,99% | 10,74%  | 29,54% | 34,07% |
| Core ROIC andet DO  | 0,00%   | 0,00%   | 0,00%   | 0,00%  | -0,07% |
| UP/NDA              | -6,05%  | -1,30%  | 0,93%   | -1,32% | -3,64% |
| ROIC                | -8,93%  | -12,29% | 11,67%  | 28,22% | 30,36% |
|                     | 2004    | 2005    | 2006    | 2007   | 2008   |
| core OG salg        | -1,40%  | -4,49%  | 3,31%   | 5,99%  | 7,92%  |
| Δcore OG salg       |         | -3,09%  | 7,80%   | 2,68%  | 1,93%  |
| AOH                 | 2,060   | 2,449   | 3,246   | 4,935  | 4,302  |
| ΔAOH                |         | 0,388   | 0,797   | 1,688  | -0,633 |
| Δcore andet DO/NDA  |         | 0,00%   | 0,00%   | 0,00%  | -0,07% |
| ΔUP/NDA             |         | 4,75%   | 2,23%   | -2,25% | -2,32% |
| ΔROIC               |         | -3,37%  | 23,97%  | 16,55% | 2,14%  |
|                     | 2004    | 2005    | 2006    | 2007   | 2008   |
| FGEAR               | 0,292   | 0,377   | 0,068   | -0,291 | -0,192 |
| ΔFGEAR              |         | 0,085   | -0,310  | -0,358 | 0,099  |
| SPREAD              | -16,64% | -17,33% | -17,06% | 27,48% | 27,36% |
| ΔSPREAD             |         | -0,68%  | 0,27%   | 44,53% | -0,12% |
| ΔROE                |         | -5,04%  | 29,35%  | 9,71%  | 4,89%  |
| Vækst i egenkapital | 2004    | 2005    | 2006    | 2007   | 2008   |
| salg                | 2.363   | 3.582   | 3.854   | 4.861  | 6.035  |
| Δsalg               |         | 1.219   | 272     | 1.007  | 1.174  |
| 1/AOH               | 0,485   | 0,408   | 0,308   | 0,203  | 0,232  |
| Δ1/AOH              |         | -0,077  | -0,100  | -0,105 | 0,030  |
| NFF                 | 259     | 401     | 75      | -404   | -333   |
| ΔNFF                |         | 141     | -326    | -479   | 71     |
| ΔEK                 |         | 175     | 50      | 277    | 347    |

**11.8. Bilag 8 Budget**

| mio. EUR                    | 2008   | 2009E     | 2010E     | 2011E     | 2012E     | 2013E     | 2014E     | 2015E     | 2016E     | 2017E     | 2018E     |
|-----------------------------|--------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>Budgetforudsætninger</b> |        |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| Salgsvækst                  |        | -2,00%    | 8,00%     | 15,00%    | 15,00%    | 15,00%    | 10,00%    | 8,00%     | 6,00%     | 6,00%     | 4,00%     |
| 1/AOH anlægskapital         |        | 0,3       | 0,3       | 0,3       | 0,3       | 0,3       | 0,3       | 0,3       | 0,3       | 0,3       | 0,3       |
| 1/AOH arbejdskapital        |        | 0,014     | 0,014     | 0,014     | 0,014     | 0,014     | 0,014     | 0,014     | 0,014     | 0,014     | 0,014     |
| driftsomkostninger før skat | 5.366  | 5.259     | 5.674     | 6.521     | 7.494     | 8.618     | 9.479     | 10.238    | 10.852    | 11.503    | 11.963    |
| driftsoverskud før skat     | 669    | 656       | 713       | 825       | 954       | 1.097     | 1.207     | 1.303     | 1.381     | 1.464     | 1.523     |
| Core OG salg før skat       | 11,09% | 11,09%    | 11,16%    | 11,23%    | 11,29%    | 11,29%    | 11,29%    | 11,29%    | 11,29%    | 11,29%    | 11,29%    |
| Skat                        | 28,00% | 28,00%    | 28,00%    | 28,00%    | 28,00%    | 28,00%    | 28,00%    | 28,00%    | 28,00%    | 28,00%    | 28,00%    |
| Core OG salg efter skat     | 7,98%  | 7,98%     | 8,04%     | 8,09%     | 8,13%     | 8,13%     | 8,13%     | 8,13%     | 8,13%     | 8,13%     | 8,13%     |
| WACC                        |        | 8,84%     | 8,84%     | 8,84%     | 8,84%     | 8,84%     | 8,84%     | 8,84%     | 8,84%     | 8,84%     | 8,84%     |
| FGEAR                       |        | 0,1111111 | 0,1111111 | 0,1111111 | 0,1111111 | 0,1111111 | 0,1111111 | 0,1111111 | 0,1111111 | 0,1111111 | 0,1111111 |
| r                           |        | 3,59%     | 3,59%     | 3,59%     | 3,59%     | 3,59%     | 3,59%     | 3,59%     | 3,59%     | 3,59%     | 3,59%     |
| nettodividende pay out      |        | 131,52%   | 46,51%    | 46,84%    | 47,12%    | 64,75%    | 71,80%    | 78,85%    | 78,85%    | 85,90%    | 85,90%    |
|                             | 2008   | 2009E     | 2010E     | 2011E     | 2012E     | 2013E     | 2014E     | 2015E     | 2016E     | 2017E     | 2018E     |
| <b>Resultatopgørelse</b>    |        |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| Nettoomsætning              | 6.035  | 5.914     | 6.387     | 7.346     | 8.447     | 9.715     | 10.686    | 11.541    | 12.233    | 12.967    | 13.486    |
| Driftsomkostninger          | 5.557  | 5.442     | 5.874     | 6.752     | 7.761     | 8.925     | 9.817     | 10.603    | 11.239    | 11.913    | 12.390    |
| DO salg efter skat          | 478    | 472       | 513       | 594       | 687       | 790       | 869       | 938       | 994       | 1.054     | 1.096     |
| Andet DO                    | -1     | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| UP                          | -51    | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| DO i alt efter skat         | 426    | 472       | 513       | 594       | 687       | 790       | 869       | 938       | 994       | 1.054     | 1.096     |
| NFO (NFI)                   | -10    | -4        | 7         | 8         | 10        | 11        | 12        | 13        | 14        | 15        | 15        |
| Koncernresultat             | 436    | 476       | 506       | 586       | 677       | 779       | 857       | 925       | 981       | 1.040     | 1.081     |
| Nettooverskud               | 436    | 476       | 506       | 586       | 677       | 779       | 857       | 925       | 981       | 1.040     | 1.081     |

|                             | 2008  | 2009E | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Balance</b>              |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| NDA anlægskapital           | 1.675 | 1.916 | 2.204 | 2.534 | 2.914 | 3.206 | 3.462 | 3.670 | 3.890 | 4.046 | 4.208 |
| NDA arbejdskapital          | 180   | 89    | 103   | 118   | 136   | 150   | 162   | 171   | 182   | 189   | 196   |
| NDA i alt                   | 1.855 | 2.006 | 2.307 | 2.652 | 3.050 | 3.355 | 3.624 | 3.841 | 4.072 | 4.235 | 4.404 |
| NFF                         | -100  | 201   | 231   | 265   | 305   | 336   | 362   | 384   | 407   | 423   | 440   |
| MIN                         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| EK                          | 1.955 | 1.805 | 2.076 | 2.387 | 2.745 | 3.020 | 3.261 | 3.457 | 3.665 | 3.811 | 3.964 |
|                             | 2008  | 2009E | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E |
| <b>Pengestrømsopgørelse</b> |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| DO                          | 426   | 472   | 513   | 594   | 687   | 790   | 869   | 938   | 994   | 1.054 | 1.096 |
| ΔNDA                        |       | 150   | 301   | 346   | 398   | 305   | 268   | 217   | 230   | 163   | 169   |
| FCF                         |       | 322   | 213   | 248   | 289   | 485   | 600   | 721   | 764   | 891   | 927   |
| Nettodividende              |       | 626   | 235   | 274   | 319   | 504   | 615   | 730   | 773   | 893   | 929   |
| Gældsfinansiering           |       | -304  | -23   | -26   | -30   | -20   | -15   | -9    | -9    | -2    | -2    |
| Samlet finansiering         |       | 322   | 213   | 248   | 289   | 485   | 600   | 721   | 764   | 891   | 927   |

**11.9. Bilag 9 Værdiansættelse efter residualindkomstmodellen**

| i mio. EUR                                 | 2008       | 2009E  | 2010E  | 2011E  | 2012E  | 2013E  | 2014E  | 2015E  | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|--|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| DO   |            | 472    | 513    | 594    | 687    | 790    | 869    | 938    | 994    | 1.054  | 1.096  |
| NDA  | 1.855      | 2.006  | 2.307  | 2.652  | 3.050  | 3.355  | 3.624  | 3.841  | 4.072  | 4.235  | 4.404  |
| RIDO (8,84 %)                              |            | 308    | 336    | 390    | 452    | 520    | 572    | 618    | 655    | 694    | 722    |
| Diskonteringsfaktor (1,0884) <sup>^t</sup> |            | 1,0884 | 1,1846 | 1,2893 | 1,4033 | 1,5274 | 1,6624 | 1,8093 | 1,9693 | 2,1434 |        |
| PV af RIDO                                 |            | 283    | 284    | 303    | 322    | 341    | 344    | 341    | 333    | 324    |        |
| PV af RIDO til 2017                        | 2.874      |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Terminalværdi 2018                         |            |        |        |        |        |        |        |        |        |        | 14.917 |
| PV af terminalværdi                        | 6.960      |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Virksomhedsværdi                           | 11.689     |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Bogført værdi af NFA                       | 100        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Værdi af egenkapital                       | 11.789     |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Værdi pr. aktie (185.204.103 stk.)         | 64         |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| <b>Omregnet til danske kr. (kurs 7,46)</b> | <b>475</b> |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Konstant vækstrate for RIDO                |            | 4,00%  |        |        |        |        |        |        |        |        |        |

**11.10. Bilag 10 Værdiansættelse efter cash flow modellen**

| i mio. EUR                                 | 2008       | 2009E  | 2010E  | 2011E  | 2012E  | 2013E  | 2014E  | 2015E  | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|--|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| DO   |            | 472    | 513    | 594    | 687    | 790    | 869    | 938    | 994    | 1.054  | 1.096  |
| NDA  | 1.855      | 2.006  | 2.307  | 2.652  | 3.050  | 3.355  | 3.624  | 3.841  | 4.072  | 4.235  | 4.404  |
| FCF  |            | 322    | 213    | 248    | 289    | 485    | 600    | 721    | 764    | 891    | 927    |
| Diskonteringsfaktor (1,0884) <sup>t</sup>  |            | 1,0884 | 1,1846 | 1,2893 | 1,4033 | 1,5274 | 1,6624 | 1,8093 | 1,9693 | 2,1434 |        |
| PV af FCF                                  |            | 296    | 179    | 192    | 206    | 317    | 361    | 398    | 388    | 416    |        |
| PV af FCF til 2017                         | 2.754      |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Terminalværdi 2018                         |            |        |        |        |        |        |        |        |        |        | 19.152 |
| PV af terminalværdi                        | 8.935      |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Virksomhedsværdi                           | 11.689     |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Bogført værdi af NFA                       | 100        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Værdi af egenkapital                       | 11.789     |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Værdi pr. aktie (185.204.103 stk.)         | 64         |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| <b>Omregnet til danske kr. (kurs 7,46)</b> | <b>475</b> |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Konstant vækstrate FCF                     | 4,00%      |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |

**11.11. Bilag 11 Best case scenario**

| mio. EUR                    | 2008   | 2009E    | 2010E    | 2011E    | 2012E    | 2013E    | 2014E    | 2015E    | 2016E    | 2017E    | 2018E    |
|-----------------------------|--------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>Budgetforudsætninger</b> |        |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |
| Salgsvækst                  |        | 5,00%    | 15,00%   | 18,00%   | 18,00%   | 18,00%   | 15,00%   | 10,00%   | 8,00%    | 6,00%    | 4,00%    |
| 1/AOH anlægskapital         |        | 0,234    | 0,234    | 0,234    | 0,234    | 0,234    | 0,234    | 0,234    | 0,234    | 0,234    | 0,234    |
| 1/AOH arbejdskapital        |        | 0,014    | 0,014    | 0,014    | 0,014    | 0,014    | 0,014    | 0,014    | 0,014    | 0,014    | 0,014    |
| driftsomkostninger før skat | 5.366  | 5.634    | 6.474    | 7.635    | 9.004    | 10.625   | 12.219   | 13.440   | 14.516   | 15.387   | 16.002   |
| driftsoverskud før skat     | 669    | 702      | 813      | 964      | 1.143    | 1.348    | 1.551    | 1.706    | 1.842    | 1.953    | 2.031    |
| Core OG salg før skat       | 11,09% | 11,09%   | 11,15%   | 11,21%   | 11,26%   | 11,26%   | 11,26%   | 11,26%   | 11,26%   | 11,26%   | 11,26%   |
| Skat                        | 28,00% | 28,00%   | 28,00%   | 28,00%   | 28,00%   | 28,00%   | 28,00%   | 28,00%   | 28,00%   | 28,00%   | 28,00%   |
| Core OG salg efter skat     | 7,98%  | 7,98%    | 8,03%    | 8,07%    | 8,11%    | 8,11%    | 8,11%    | 8,11%    | 8,11%    | 8,11%    | 8,11%    |
| WACC                        |        | 8,84%    | 8,84%    | 8,84%    | 8,84%    | 8,84%    | 8,84%    | 8,84%    | 8,84%    | 8,84%    | 8,84%    |
| FGEAR                       |        | 0,111111 | 0,111111 | 0,111111 | 0,111111 | 0,111111 | 0,111111 | 0,111111 | 0,111111 | 0,111111 | 0,111111 |
| r                           |        | 3,59%    | 3,59%    | 3,59%    | 3,59%    | 3,59%    | 3,59%    | 3,59%    | 3,59%    | 3,59%    | 3,59%    |
| Nettodividende pay out      |        | 164,49%  | 49,41%   | 49,68%   | 49,90%   | 58,25%   | 72,17%   | 77,73%   | 83,30%   | 88,87%   | 88,87%   |
|                             | 2008   | 2009E    | 2010E    | 2011E    | 2012E    | 2013E    | 2014E    | 2015E    | 2016E    | 2017E    | 2018E    |
| <b>Resultatopgørelse</b>    |        |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |
| Nettoomsætning              | 6.035  | 6.337    | 7.287    | 8.599    | 10.147   | 11.973   | 13.769   | 15.146   | 16.358   | 17.339   | 18.033   |
| Driftsomkostninger          | 5.557  | 5.831    | 6.702    | 7.905    | 9.324    | 11.002   | 12.653   | 13.918   | 15.031   | 15.933   | 16.571   |
| DO salg efter skat          | 478    | 506      | 585      | 694      | 823      | 971      | 1.116    | 1.228    | 1.326    | 1.406    | 1.462    |
| Andet DO                    | -1     | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        |
| UP                          | -51    | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        |
| DO i alt efter skat         | 426    | 506      | 585      | 694      | 823      | 971      | 1.116    | 1.228    | 1.326    | 1.406    | 1.462    |
| NFO (NFI)                   | -10    | -4       | 6        | 8        | 9        | 11       | 12       | 13       | 15       | 15       | 16       |
| Koncernresultat             | 436    | 509      | 579      | 687      | 814      | 960      | 1.104    | 1.215    | 1.312    | 1.390    | 1.446    |
| Nettooverskud               | 436    | 509      | 579      | 687      | 814      | 960      | 1.104    | 1.215    | 1.312    | 1.390    | 1.446    |

---

|                             | 2008  | 2009E | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Balance</b>              |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| NDA anlægskapital           | 1.675 | 1.705 | 2.012 | 2.374 | 2.802 | 3.222 | 3.544 | 3.828 | 4.057 | 4.220 | 4.388 |
| NDA arbejdskapital          | 180   | 102   | 120   | 142   | 168   | 193   | 212   | 229   | 243   | 252   | 263   |
| NDA i alt                   | 1.855 | 1.807 | 2.133 | 2.516 | 2.969 | 3.415 | 3.756 | 4.057 | 4.300 | 4.472 | 4.651 |
| NFF                         | -100  | 181   | 213   | 252   | 297   | 341   | 376   | 406   | 430   | 447   | 465   |
| MIN                         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| EK                          | 1.955 | 1.627 | 1.919 | 2.265 | 2.672 | 3.073 | 3.381 | 3.651 | 3.870 | 4.025 | 4.186 |
|                             | 2008  | 2009E | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E |
| <b>Pengestrømsopgørelse</b> |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| DO                          | 426   | 506   | 585   | 694   | 823   | 971   | 1.116 | 1.228 | 1.326 | 1.406 | 1.462 |
| ΔNDA                        |       | -48   | 325   | 384   | 453   | 445   | 341   | 300   | 243   | 172   | 179   |
| FCF                         |       | 554   | 260   | 310   | 370   | 525   | 775   | 928   | 1.083 | 1.234 | 1.283 |
| Nettodividende              |       | 838   | 286   | 341   | 406   | 559   | 797   | 944   | 1.093 | 1.236 | 1.285 |
| Gældsfinansiering           |       | -284  | -26   | -31   | -36   | -34   | -22   | -17   | -10   | -2    | -2    |
| Samlet finansiering         |       | 554   | 260   | 310   | 370   | 525   | 775   | 928   | 1.083 | 1.234 | 1.283 |



**Værdiansættelse**

| i mio. EUR                                 | 2008       | 2009E  | 2010E  | 2011E  | 2012E  | 2013E  | 2014E  | 2015E  | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|--|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| DO   |            | 506    | 585    | 694    | 823    | 971    | 1.116  | 1.228  | 1.326  | 1.406  | 1.462  |
| NDA  | 1.855      | 1.807  | 2.133  | 2.516  | 2.969  | 3.415  | 3.756  | 4.057  | 4.300  | 4.472  | 4.651  |
| RIDO (8,84 %)                              |            | 342    | 425    | 506    | 600    | 708    | 815    | 896    | 968    | 1.026  | 1.067  |
| Diskonteringsfaktor (1,0884) <sup>yt</sup> |            | 1,0884 | 1,1846 | 1,2893 | 1,4033 | 1,5274 | 1,6624 | 1,8093 | 1,9693 | 2,1434 |        |
| PV af RIDO                                 |            | 314    | 359    | 392    | 428    | 464    | 490    | 495    | 491    | 479    |        |
| PV af RIDO til 2017                        | 3.912      |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Terminalværdi 2018                         |            |        |        |        |        |        |        |        |        |        | 22.041 |
| PV af terminalværdi                        | 10.283     |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Virksomhedsværdi                           | 16.051     |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Bogført værdi af NFA                       | 100        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Værdi af egenkapital                       | 16.151     |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Værdi pr. aktie (185.204.103 stk.)         | 87         |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| <b>Omregnet til danske kr. (kurs 7,46)</b> | <b>651</b> |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Konstant vækstrate for RIDO                |            | 4,00%  |        |        |        |        |        |        |        |        |        |

**11.12. Bilag 12 Worst case scenario**

| mio. EUR                    | 2008   | 2009E    | 2010E    | 2011E    | 2012E    | 2013E    | 2014E    | 2015E    | 2016E    | 2017E    | 2018E    |
|-----------------------------|--------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>Budgetforudsætninger</b> |        |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |
| Salgsvækst                  |        | -10,00%  | 5,00%    | 10,00%   | 10,00%   | 8,00%    | 8,00%    | 6,00%    | 6,00%    | 6,00%    | 4,00%    |
| 1/AOH anlægskapital         |        | 0,3      | 0,3      | 0,3      | 0,3      | 0,3      | 0,3      | 0,3      | 0,3      | 0,3      | 0,3      |
| 1/AOH arbejdskapital        |        | 0,014    | 0,014    | 0,014    | 0,014    | 0,014    | 0,014    | 0,014    | 0,014    | 0,014    | 0,014    |
| driftsomkostninger før skat | 5.366  | 4.834    | 5.076    | 5.584    | 6.142    | 6.633    | 7.164    | 7.594    | 8.050    | 8.533    | 8.874    |
| driftsoverskud før skat     | 669    | 597      | 627      | 690      | 759      | 819      | 885      | 938      | 994      | 1.054    | 1.096    |
| Core OG salg før skat       | 11,09% | 10,99%   | 10,99%   | 10,99%   | 10,99%   | 10,99%   | 10,99%   | 10,99%   | 10,99%   | 10,99%   | 10,99%   |
| Skat                        | 28,00% | 28,00%   | 28,00%   | 28,00%   | 28,00%   | 28,00%   | 28,00%   | 28,00%   | 28,00%   | 28,00%   | 28,00%   |
| Core OG salg efter skat     | 7,98%  | 7,92%    | 7,92%    | 7,92%    | 7,92%    | 7,92%    | 7,92%    | 7,92%    | 7,92%    | 7,92%    | 7,92%    |
| WACC                        |        | 8,84%    | 8,84%    | 8,84%    | 8,84%    | 8,84%    | 8,84%    | 8,84%    | 8,84%    | 8,84%    | 8,84%    |
| FGEAR                       |        | 0,111111 | 0,111111 | 0,111111 | 0,111111 | 0,111111 | 0,111111 | 0,111111 | 0,111111 | 0,111111 | 0,111111 |
| r                           |        | 3,59%    | 3,59%    | 3,59%    | 3,59%    | 3,59%    | 3,59%    | 3,59%    | 3,59%    | 3,59%    | 3,59%    |
| Nettodividende pay out      |        | 179,20%  | 63,78%   | 63,78%   | 71,02%   | 71,02%   | 78,27%   | 78,27%   | 78,27%   | 85,51%   | 85,51%   |
|                             | 2008   | 2009E    | 2010E    | 2011E    | 2012E    | 2013E    | 2014E    | 2015E    | 2016E    | 2017E    | 2018E    |
| <b>Resultatopgørelse</b>    |        |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |
| Nettoomsætning              | 6.035  | 5.432    | 5.703    | 6.273    | 6.901    | 7.453    | 8.049    | 8.532    | 9.044    | 9.586    | 9.970    |
| Driftsomkostninger          | 5.557  | 5.002    | 5.252    | 5.777    | 6.355    | 6.863    | 7.412    | 7.857    | 8.328    | 8.828    | 9.181    |
| DO salg efter skat          | 478    | 430      | 451      | 497      | 546      | 590      | 637      | 675      | 716      | 759      | 789      |
| Andet DO                    | -1     | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        |
| UP                          | -51    | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        |
| DO i alt efter skat         | 426    | 430      | 451      | 497      | 546      | 590      | 637      | 675      | 716      | 759      | 789      |
| NFO (NFI)                   | -10    | -4       | 6        | 7        | 8        | 8        | 9        | 10       | 10       | 11       | 11       |
| Koncernresultat             | 436    | 433      | 445      | 489      | 538      | 581      | 628      | 666      | 706      | 748      | 778      |
| Nettooverskud               | 436    | 433      | 445      | 489      | 538      | 581      | 628      | 666      | 706      | 748      | 778      |

|                             | 2008  | 2009E | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Balance</b>              |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| NDA anlægskapital           | 1.675 | 1.711 | 1.882 | 2.070 | 2.236 | 2.415 | 2.560 | 2.713 | 2.876 | 2.991 | 3.111 |
| NDA arbejdskapital          | 180   | 80    | 88    | 97    | 104   | 113   | 119   | 127   | 134   | 140   | 145   |
| NDA i alt                   | 1.855 | 1.791 | 1.970 | 2.167 | 2.340 | 2.527 | 2.679 | 2.840 | 3.010 | 3.131 | 3.256 |
| NFF                         | -100  | 179   | 197   | 217   | 234   | 253   | 268   | 284   | 301   | 313   | 326   |
| MIN                         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| EK                          | 1.955 | 1.612 | 1.773 | 1.950 | 2.106 | 2.275 | 2.411 | 2.556 | 2.709 | 2.818 | 2.930 |
|                             | 2008  | 2009E | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E |
| <b>Pengestrømsopgørelse</b> |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| DO                          | 426   | 430   | 451   | 497   | 546   | 590   | 637   | 675   | 716   | 759   | 789   |
| ΔNDA                        |       | -65   | 179   | 197   | 173   | 187   | 152   | 161   | 170   | 120   | 125   |
| FCF                         |       | 494   | 272   | 300   | 373   | 403   | 485   | 515   | 545   | 638   | 664   |
| Nettodividende              |       | 777   | 284   | 312   | 382   | 413   | 492   | 521   | 552   | 640   | 665   |
| Gældsfinansiering           |       | -282  | -11   | -13   | -10   | -10   | -6    | -6    | -7    | -1    | -1    |
| Samlet finansiering         |       | 494   | 272   | 300   | 373   | 403   | 485   | 515   | 545   | 638   | 664   |

**Værdiansættelse**

| i mio. EUR                                 | 2008       | 2009E  | 2010E  | 2011E  | 2012E  | 2013E  | 2014E  | 2015E  | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|--|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| DO   |            | 430    | 451    | 497    | 546    | 590    | 637    | 675    | 716    | 759    | 789    |
| NDA  | 1.855      | 1.791  | 1.970  | 2.167  | 2.340  | 2.527  | 2.679  | 2.840  | 3.010  | 3.131  | 3.256  |
| RIDO (8,84 %)                              |            | 266    | 293    | 322    | 355    | 383    | 414    | 438    | 465    | 493    | 512    |
| Diskonteringsfaktor (1,0884) <sup>^t</sup> |            | 1,0884 | 1,1846 | 1,2893 | 1,4033 | 1,5274 | 1,6624 | 1,8093 | 1,9693 | 2,1434 |        |
| PV af RIDO                                 |            | 244    | 247    | 250    | 253    | 251    | 249    | 242    | 236    | 230    |        |
| PV af RIDO til 2017                        | 2.202      |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Terminalværdi 2018                         |            |        |        |        |        |        |        |        |        |        | 10.587 |
| PV af terminalværdi                        | 4.939      |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Virksomhedsværdi                           | 8.997      |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Bogført værdi af NFA                       | 100        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Værdi af egenkapital                       | 9.097      |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Værdi pr. aktie (185.204.103 stk.)         | 49         |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| <b>Omregnet til danske kr. (kurs 7,46)</b> | <b>366</b> |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Konstant vækstrate for RIDO                |            | 4,00%  |        |        |        |        |        |        |        |        |        |

**11.13. Bilag 13 Ændringer i kapitalstruktur og WACC**

| egenkapital | ejernes afkastkrav | fremmed kapital | långivers afkastkrav | wacc  |
|-------------|--------------------|-----------------|----------------------|-------|
| 95,00%      | 9,42%              | 5,00%           | 3,59%                | 9,13% |
| 90,00%      | 9,42%              | 10,00%          | 3,59%                | 8,84% |
| 85,00%      | 9,42%              | 15,00%          | 3,59%                | 8,55% |
| 80,00%      | 9,42%              | 20,00%          | 3,59%                | 8,25% |
| 75,00%      | 9,42%              | 25,00%          | 3,59%                | 7,96% |
| 70,00%      | 9,42%              | 30,00%          | 3,59%                | 7,67% |

| kapitalstruktur | ved wacc på  | kurs - oprindeligt budget | kurs - worst case | kurs - best case |
|-----------------|--------------|---------------------------|-------------------|------------------|
| 95/5            | 9,13%        | 445                       | 345               | 609              |
| 90/10           | <b>8,84%</b> | <b>475</b>                | 366               | 651              |
| 85/15           | 8,55%        | 509                       | 391               | 697              |
| 80/20           | 8,25%        | 549                       | 420               | 753              |
| 75/25           | 7,96%        | 593                       | 452               | 814              |
| 70/30           | 7,67%        | 645                       | 489               | 886              |