



Et kig i aktieanalytikerens maskinrum

v/ aktieanalysechef Jacob Pedersen, CFA

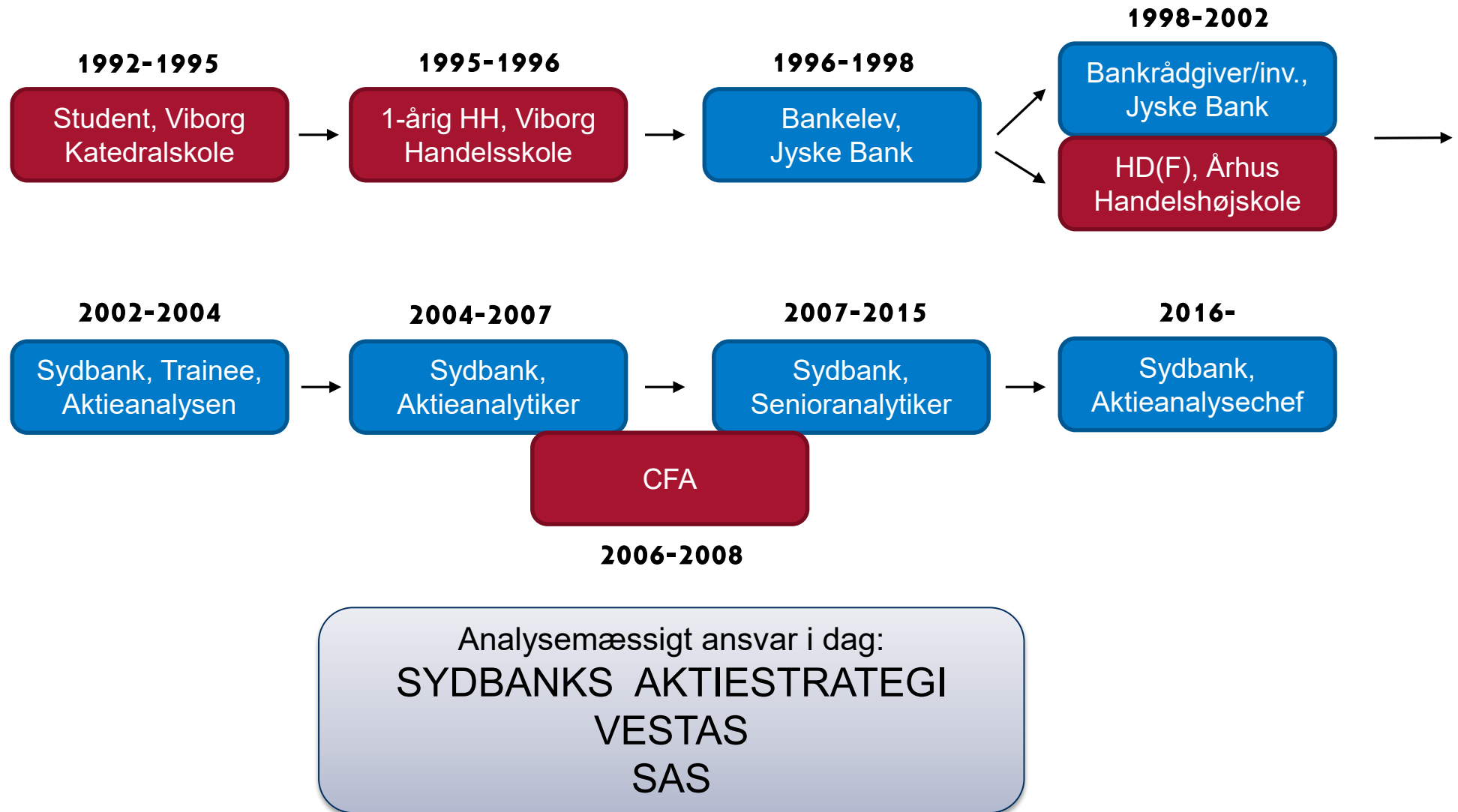
Stock Lab Camp, IBC Kolding d. 12. marts 2020

Det vil jeg fortælle om

- Aktieanalyse i Sydbank
- Værdiansættelse af Vestas
- Strategisk analyse
- Estimer
- Værdiansættelse
- Anbefaling



Baggrund

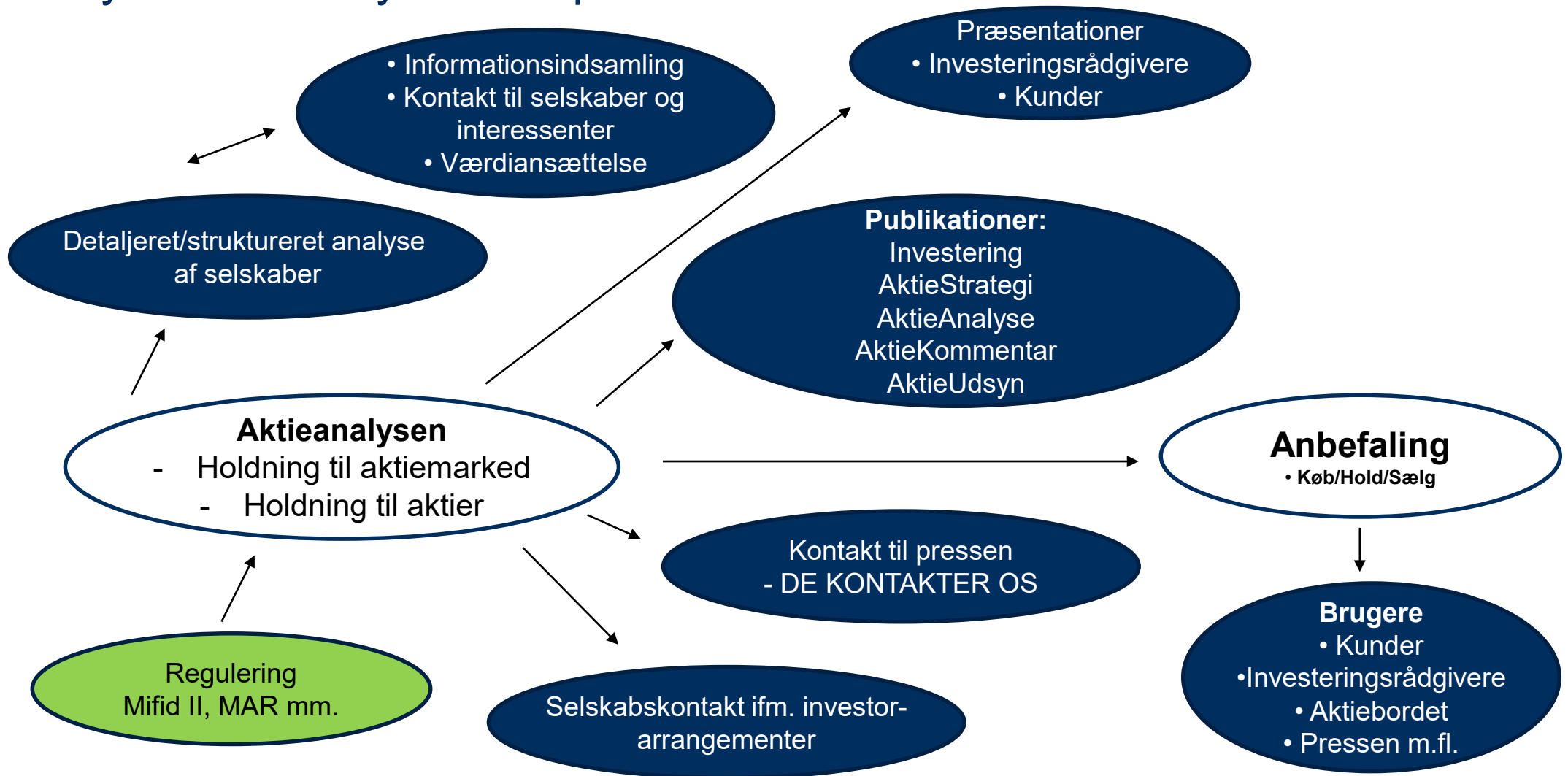


Sydbank analysekoncept - Aktier

	Køb	Hold	Sælg
Cykliske aktier	Danske Bank FLSmidth Nordea Vestas	A. P. Møller Mærsk DSV Jyske Bank Pandora Rockwool SAS	
Defensive aktier	Bavarian Nordic Genmab GN Store Nord Novo Nordisk Ørsted	ALK-Abelló Ambu Carlsberg ISS	Coloplast Demant H. Lundbeck Topdanmark Tryg



Sydbanks analysekoncept - Aktier



Aktieanalyse – hvordan gør man?

Aktieanalyse involverer mange fagområder

- Finansiering
- Regnskab
- Økonomistyring
- Nationaløkonomi
- Organisation / strategi
- Markedsføring
- Jura (skatteret, selskabsret)



Hvad påvirker kursen på en aktie?

FORVENTNINGER TIL FREMTIDEN

FREMTIDIGE PENGESTRØMME – og dermed indtjeningsvækst

Stemningen på aktiemarkedet

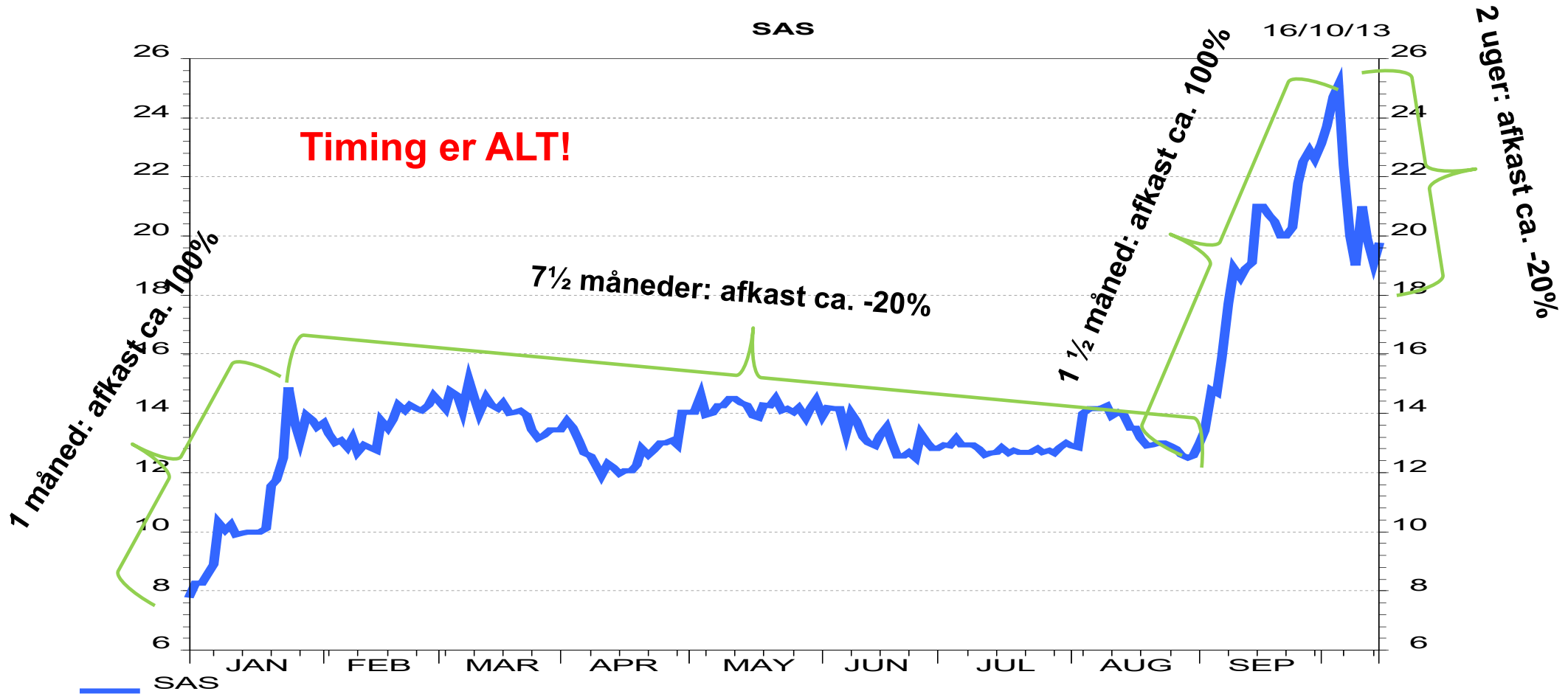
Afkastet på alternativer

Pejlemærker i form af økonomiske nøgletal og forventninger til vækst og inflation mm.

Nyhedsstrøm. Terror, geopolitiske trusler om krig, olieprisen.

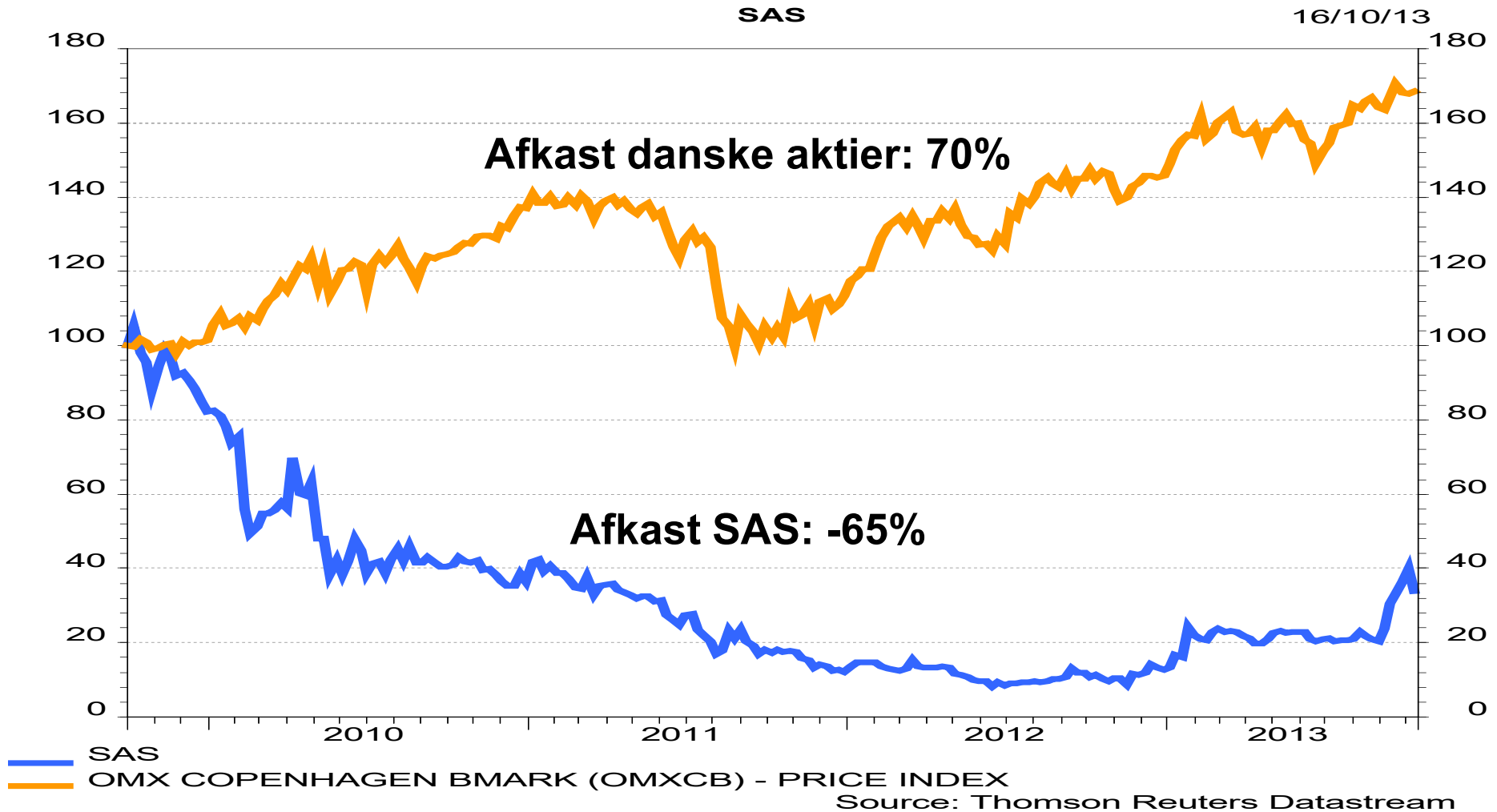


Timing er ALT – for den kortsigtede investor

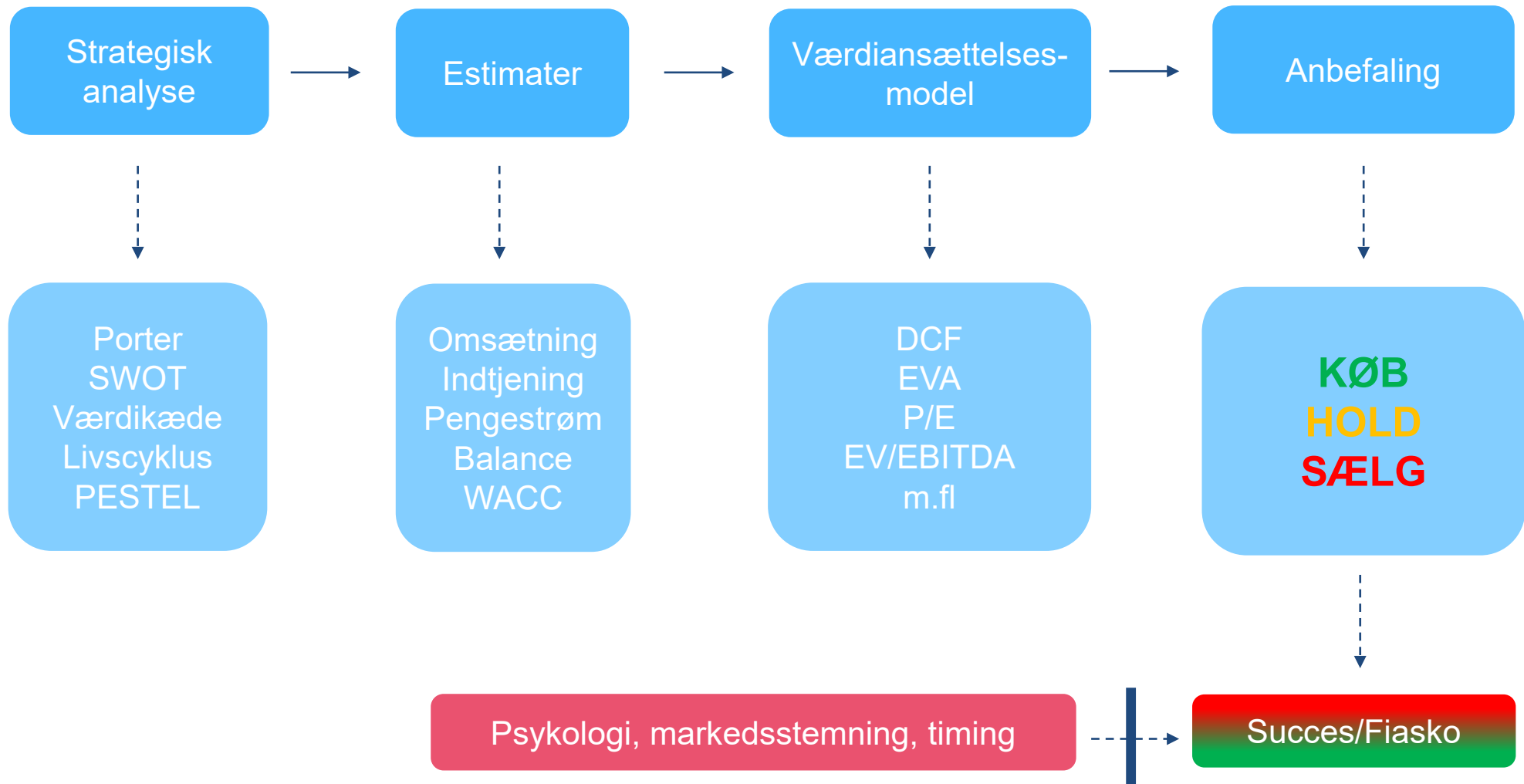


Source: Thomson Reuters Datastream

Fundamental analyse er ALT for den langsigtede...



Aktieanalyse i Sydbank



Værdiansættelse af Vestas

Ansvarsfraskrivelse

Almindelige oplysninger om udarbejdelse af analyser i Sydbank

Denne analyse er udarbejdet af Sydbanks aktieanalyseafdeling, som er en del af Sydbank Markets, en forretningsenhed i Sydbank. Sydbank er under tilsyn af Finanstilsynet. Sydbank har udarbejdet procedurer, der skal forebygge og forhindre interessekonflikter og sikre, at de udarbejdede analyser har en høj standard og er baseret på objektiv og uafhængig analyse. Disse procedurer er indarbejdet i forretningsgangene, der omfatter aktieanalyseaktiviteterne i Sydbank.

Finansielle modeller og metoder anvendt i denne analyse

De anbefalinger og holdninger, der udtrykkes i denne analyse er dannet på basis af en kombination af Discounted Cash Flow-analyse, branchekendskab, peer-group multipel analyse samt selskabsspecifikke og markedstekniske elementer (begivenheder der påvirker både selskabets finansielle og driftsmæssige profil). Analysens omsætnings- og indtjeningsestimater (markeret med E efter det angivne årstal) er baseret på segmenterede modeller under anvendelse af subjektive vurderinger af relevante fremtidige markedstendenser og konjunkturforventninger. De heraf fremkomne resultater er samlet i en værdiansættelsesmodel, som også tager højde for den seneste udvikling i historiske rapporter. Endvidere tages der højde for selskabets egne samt konkurrerende selskabers forventninger. Analysen er udarbejdet på grundlag af information fra kilder, som Sydbank finder troværdige. Primære kilder: Vestas, Gamesa, Siemens, GE, MHI Vestas Offshore, Nordex, Senvion, Suzlon, Iberdrola, Dong.

Risikovurdering og følsomhed

En vurdering af de væsentligste risikoforhold og en kategorisering af risikoen (lav, middel eller høj) i forbindelse med anbefalingerne og holdningerne til denne analyse, herunder en følsomhedsanalyse, er gengivet i den senest udsendte Aktienyt på dette selskab, der kan findes på <http://www.sydbank.dk/investering/analyser/aktier>. Heraf fremgår ligeledes en vurdering af selskabets konkurrenceposition, som scores på en skala fra 1 til 5, hvor en høj score er ensbetydende med en stærk konkurrenceposition. De anførte risikofaktorer og følsomhedsanalysen kan dog ikke anses for at være udtømmende.

Valutakursrisiko

Såfremt aktiekursen er noteret i en anden valuta end danske kroner kan valutakursudsving påføre investorer tab eller gevinst.

Interessekonflikter. Denne investeringsanalyse har ikke været forelagt det omhandlede selskab forud for analysens offentliggørelse.

Planlagte opdateringer af analysen. Denne analyse planlægges opdateret kvartalsvist.

Anbefalingsstruktur. Inden for det seneste kvartal har Sydbank haft investeringsanbefalinger på 24 selskaber. Fordelingen af anbefalinger fremgår nedenfor under "Fordeling af anbefalinger". Betydningen af anbefalingerne på selskabsniveau fremgår nedenfor under kursudvikling.

På selskabsniveau:

Anbefaling	Kursudvikling	Tidshorisont	Fordeling af anbefalinger
Køb	Bedre end gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	31,8%
Hold	På linje med gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	45,5%
Sælg	Dårligere end gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	22,7%

Vi opdeler virksomhederne i to kategorier - cykliske og defensive aktier. Køb betyder således, at aktien vil klare sig relativt bedre end de øvrige selskaber i kategorien. Hold betyder, at aktien vil klare sig på linje med de øvrige selskaber i kategorien. Endelig betyder sælg, at vi forventer, at aktien vil klare sig dårligere end de øvrige aktier i kategorien. Eventuelle ændringer i anbefalingen i forhold til den seneste anbefaling på selskabet fremgår af denne analyse.

Denne investeringsanalyse henvender sig til Sydbanks kunder og må ikke uden Sydbanks udtrykkelige samtykke offentliggøres eller distribueres videre. Sydbank påtager sig intet ansvar for mangler, herunder eventuelle fejl i kilder, trykfejl eller beregningsfejl, samt efterfølgende ændrede forudsætninger.

Anbefalinger i analysen er udtryk for bankens generelle holdning og kan ikke alene danne grundlag for investeringsbeslutninger. Anbefalinger kan medtages i forbindelse med rådgivning i Sydbank, hvor tillige kunders individuelle forhold skal indgå.

Investering er forbundet med risikoen for økonomisk tab. Hverken historiske afkast og kursudvikling eller prognoser for fremtiden i materialet kan anvendes som pålidelig indikator for fremtidige afkast og kursudvikling. Et afkast og/eller en kursudvikling som beskrevet i dette materiale kan blive negativ. Hvor oplysningerne er baseret på bruttoafkast, vil gebyrer, provisioner og andre omkostninger kunne medføre, at afkastet bliver lavere end anført i materialet. Hvor materialet oplyser om den skattemæssige behandling af en disposition, er det med forbehold for, at den skattemæssige behandling altid afhænger af den enkelte kundes individuelle situation og at reglerne i øvrigt kan ændre sig fremover.

I analysen nævnes aktier, som har risikomærkningen gul. Risikomærkningen gul betyder, at når der investeres i aktier, er der risiko for, at det investerede beløb kan tabes helt eller delvist. Produkttypen er typisk ikke vanskelig at gennemskue.

Denne publikation er ikke et tilbud om eller en opfordring til at købe eller sælge finansielle instrumenter.

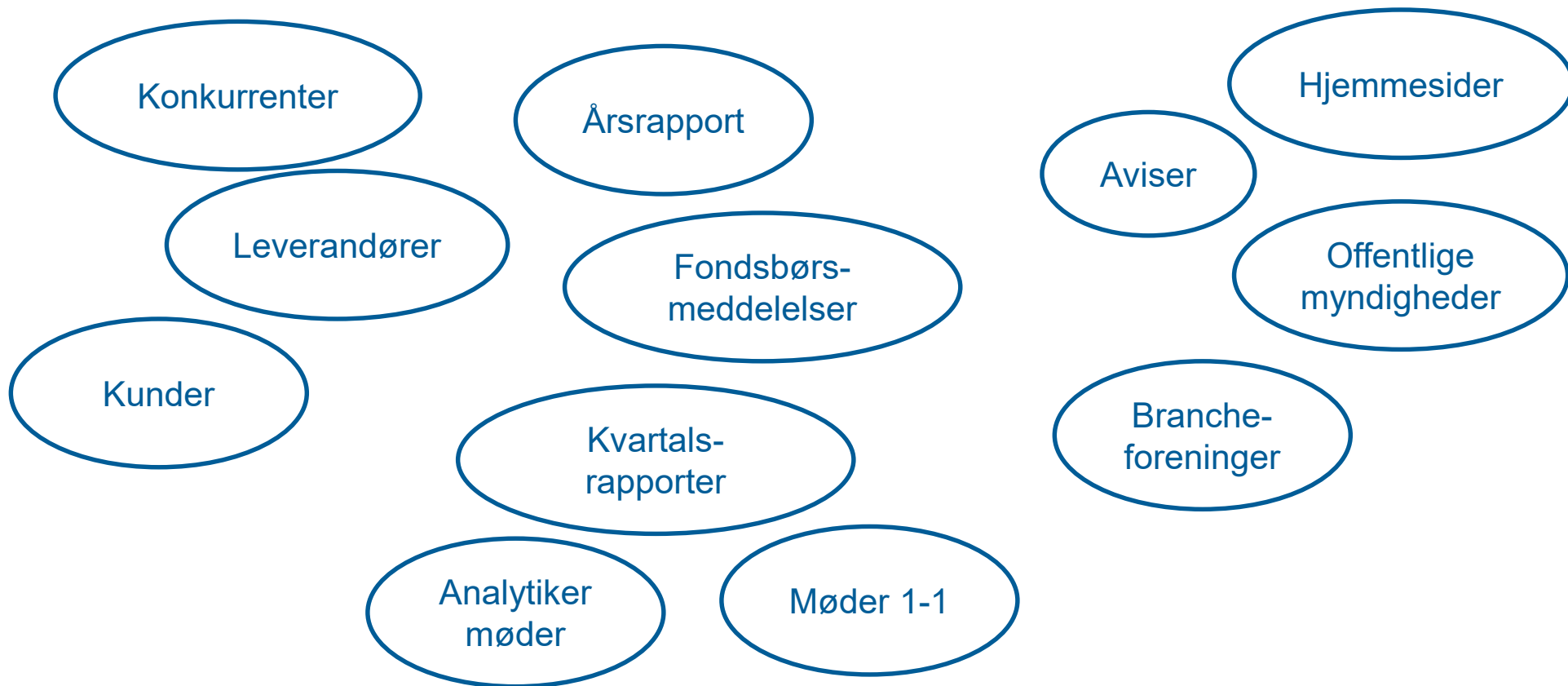
Sydbank fraskriver sig ethvert ansvar for tab, der måtte have direkte eller indirekte sammenhæng med dispositioner, der er foretaget alene på baggrund af anbefalinger i analysen.

Banken eller dens ansatte kan besidde finansielle instrumenter omhandlet i analysen.

Sydbank A/S, Peberlyk 4, 6200 Aabenraa, cvr. nr. 12626509 er under tilsyn af Finanstilsynet, Århusgade 110, 2100 København Ø

Strategisk Analyse

Informationsindsamling – grundstenen i analysearbejdet



Grundlæggende redskaber

PESTEL

SWOT

Produktlivscyklus

Porters 5 konkurrencekræfter

Værdikædeanalyse

PESTEL – Det omkring liggende miljø

Politiske forhold:

Stor regulering af energisektoren
Støtteordninger på kraftig retur
Godkendelsesprocedurer
Skiftende opbakning til vedvarende energi
Krav om lokalproduktion

Økonomiske forhold:

Begrænset effekt af konjunkturudsving

Renteniveau/stålpriser og adgang til finansiering er vigtig for produktionsprisen

Socio-kulturelle forhold:

"NIMBY" –effekt kan påvirke negativt

Udbygning af produktionskapacitet på nye markeder kræver lokalt kendskab

Teknologiske forhold:

Historisk: Problemer med designfejl
Nye mølletyper sætter nye teknologiske standarder: Test er helt nødvendig.
Gear/direct drive
Helt nye teknologier afprøves

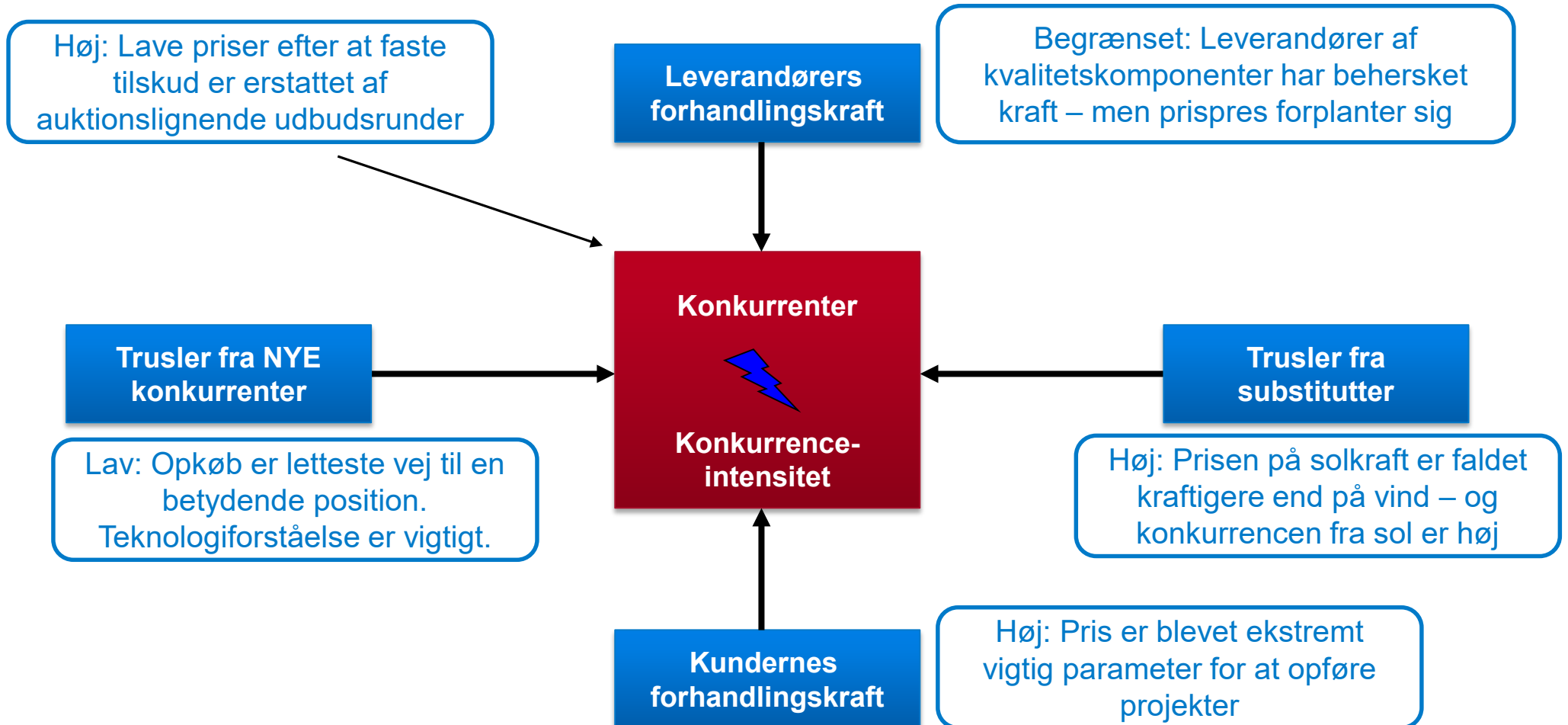
Miljø forhold:

Nøglekomponent i renere energiforsyning

Lovmæssige forhold:

Patent-sager i USA i sektoren



Porters 5 forces – branchens attraktivitet

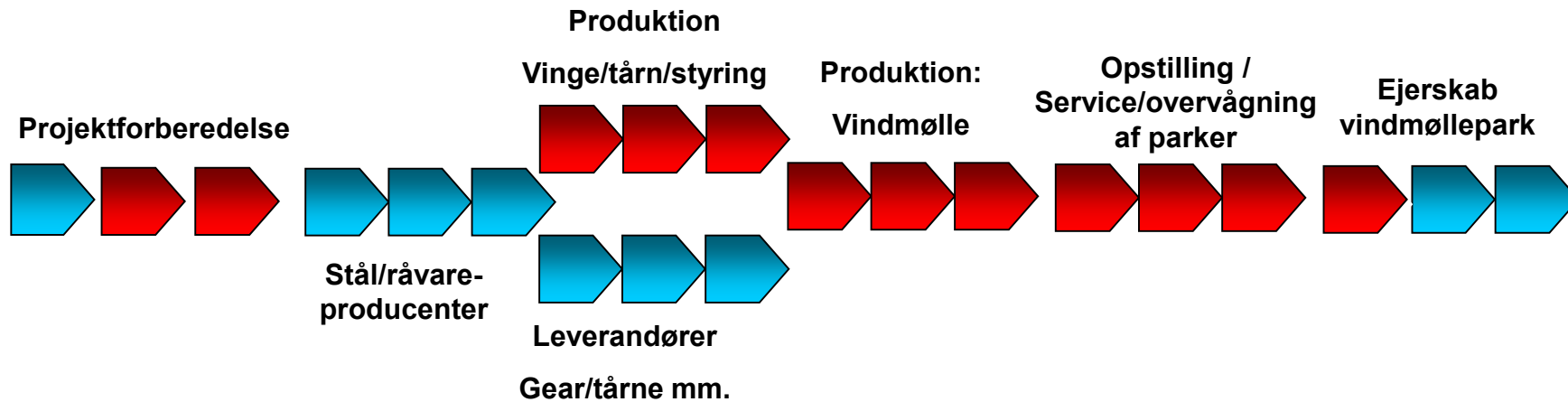


SWOT-analysen – en simpel grundsten

<p>Strengths</p> <ul style="list-style-type: none">Førende, global spillerFørende rentabilitetRobust produkt	<p>Weaknesses</p> <ul style="list-style-type: none">Dyre vindmøller
<p>Opportunities</p> <ul style="list-style-type: none">Billig vindkraft øger vækstUdnytte balance og kompetencerKina, IndienSvage konkurrenter forsvinderNye markeder	<p>Threats</p> <ul style="list-style-type: none">Kinesiske konkurrenterPorteføljesalgDesignfejlSvingende politisk opbakning

Værdikædeanalyse - Vestas

-  = Del af forretningsområde i dag
-  = Udenfor forretningsområde i dag



Outsourcing: Intet nyt behov aktuelt

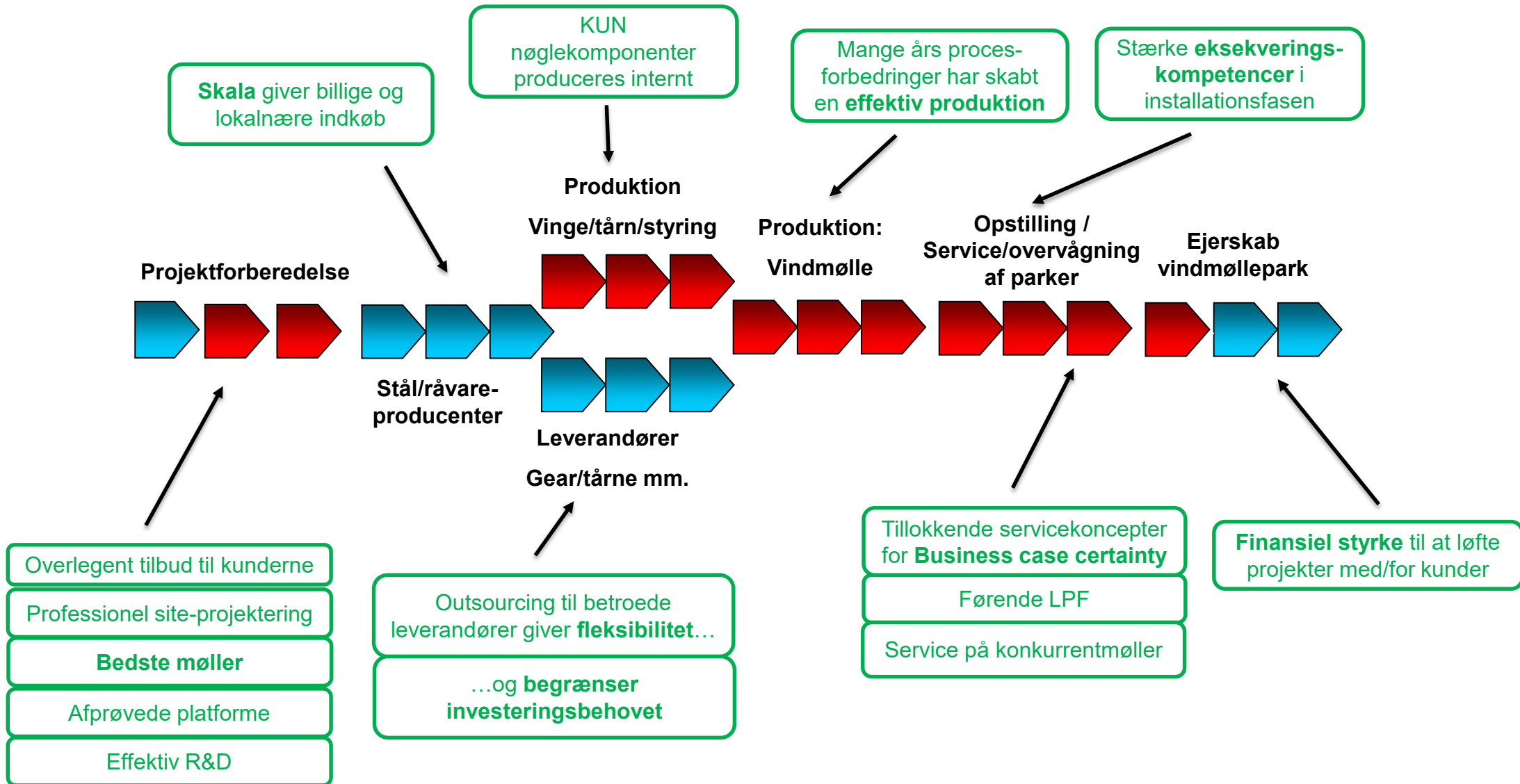
Leverandører: Fortsat globalisering

Samarbejder: Pågår - eksempelvis batterier

Integration F/B: Mere vm-ejerskab

Kunder: Bliver større; kender Siemens/GE

Værdiskabelse – en mere holistisk vinkel



Estimator

Estimater

Prismodel

- Nyinstalleret kapacitet globalt: +3% årligt
- Vestas' markedsandel: Ca. 21-22% på længere sigt
 - Pris pr. MW: Årligt fald på ca. 1,5%
- Serviceomsætning: +9% de næste år → +7% herefter

Omsætningsvækst:
+5,2% årligt

Investeringsmodel

- CAPEX: 5% af omsætningen. Under historisk niveau pga. lavere vækstbehov
- Afskrivninger: Støt stigende fra 546 mio. EUR til 835 mio. EUR i 2030

Materielle aktiver:
+4,1% årligt
Afskrivninger:
+4,3% årligt

Omkostningsmodel

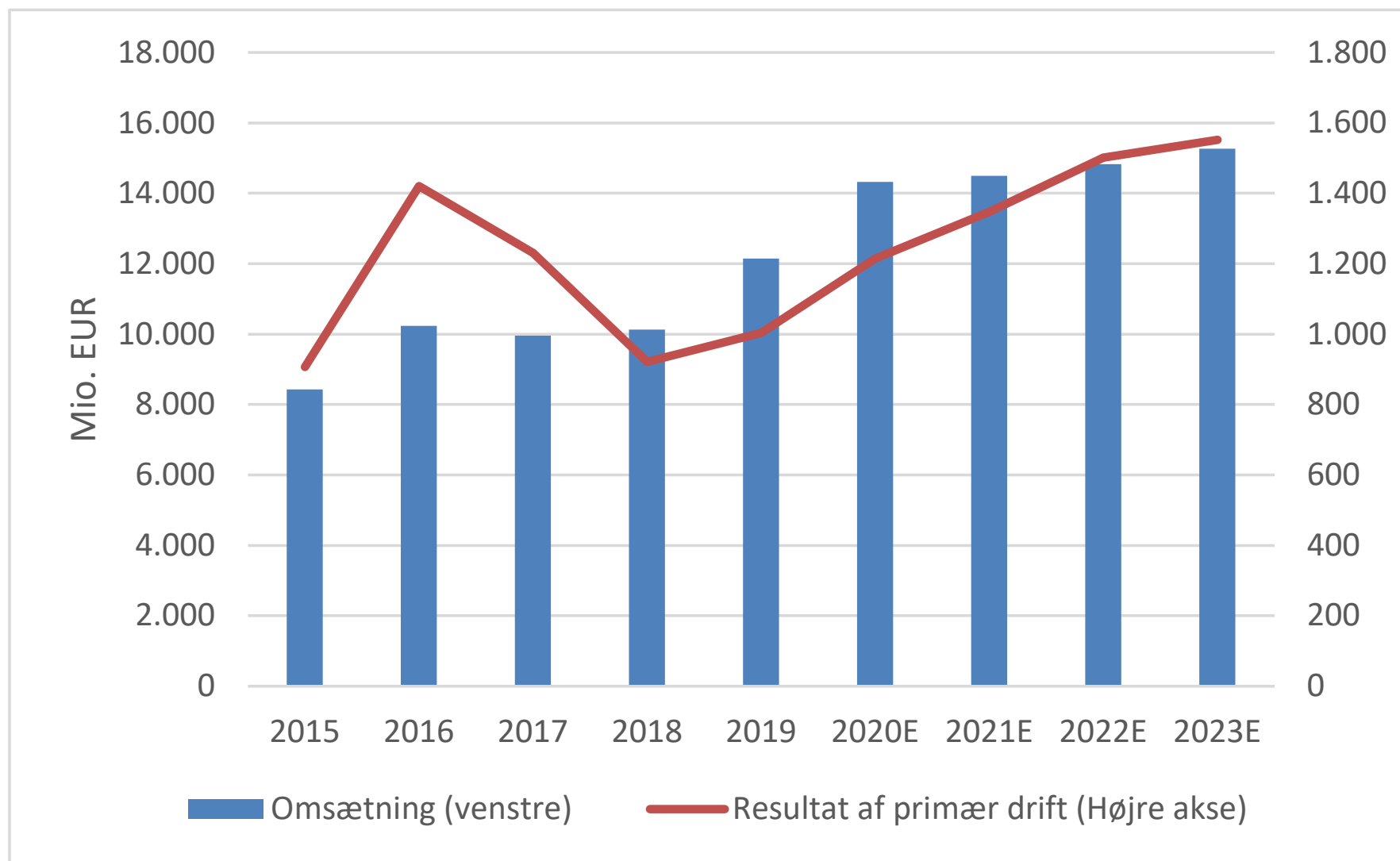
- Produktionsomk.: Lidt lavere end 2019-niveau på lang sigt
- F&U-omk. : Lavere end 2019-niveau som % af omsætning
- Salgsomk.: Stort set uændret i % af omsætningen ift. 2018
- Adm.omk.: Stigende, men i lidt lavere takt end omsætningen

Overskudsgrad:
Ca. 10%

Balanceposter Finansposter Pengestrømme

- Linkes til % af omsætning
 - Modelleres ud fra renteniveau og gæld
- Modelleres ud fra resultatopgørelse og balance

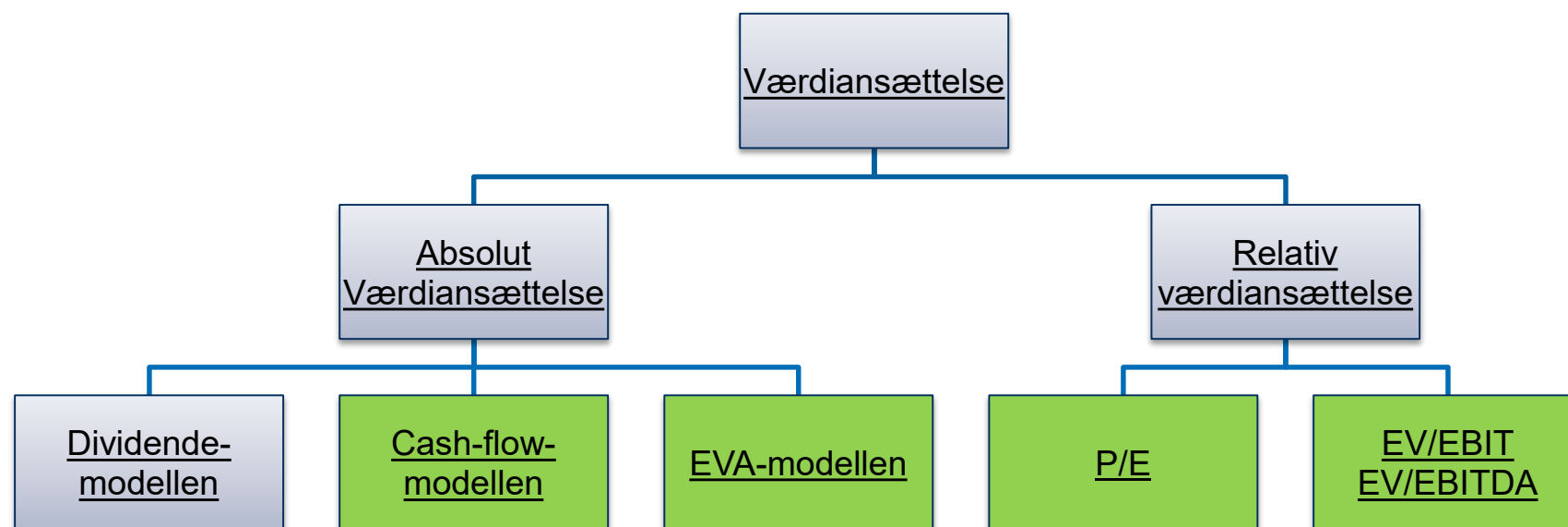
Konklusion - estimer



Værdiansættelse

Værdiansættelse

Et hurtigt overblik...



DCF-modellen – trin for trin

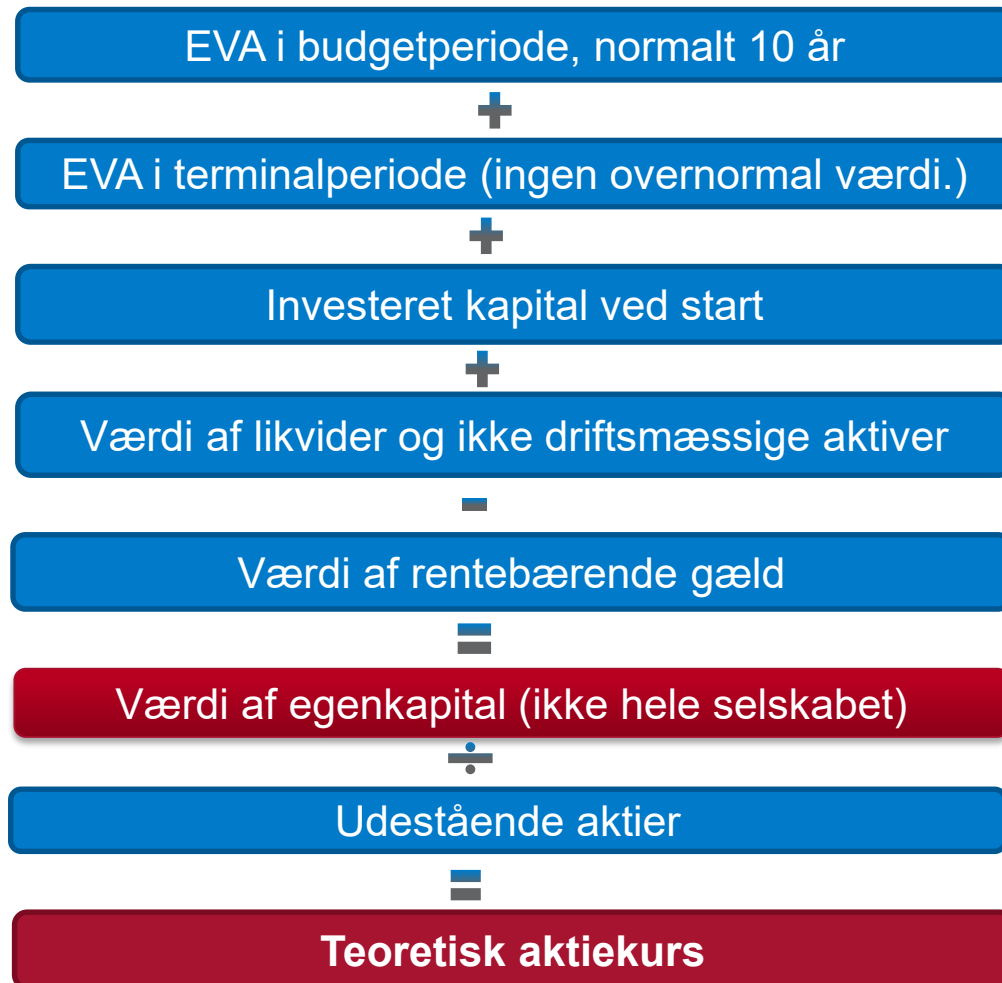


Nutidsværdier:
Tilbagediskonteret
med WACC

$$EV_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1 + WACC)^t}$$

FCF = Frit cash flow til selskabet
(både ejere og långivere)
WACC = Vægtede gns.
kapitalomkostninger (både ejere og
långivere)

EVA-modellen – trin for trin



Nutidsværdier:
Tilbagediskonteret
med WACC

Værdiskabelse
!

$$EV_0 = IC_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(ROIC_t - WACC) * IC_{t-1}}{(1 + WACC)^t}$$

IC_0 = Den investerede kapital i starten af målingsperioden

ROIC = Afkastet på den investerede kapital i virksomheden (NOPLAT/IC)

WACC = Vejede gns. kapitalomkostninger (både ejere og långivere)

Illustration af følsomhed

Følsomhedsanalyse	Følsomhed
<i>Basisscenario</i>	-
+ 1%-point på WACC	-11,9%
- 1%-point på WACC	15,5%
+ 1%-point på omsætningsvækst	8,2%
- 1%-point på omsætningsvækst	-8,2%
- 1%-point på overskudsgrad	-7,8%
+ 1%-point på overskudsgrad	7,8%
+1%-point på CAPEX	-7,5%
-1%-point på Capex	7,5%

WACC er (også) kilde til stor usikkerhed.

Derfor: Fair value er ekstremt følsom – små justeringer kan ændre værdien markant

→ Kursmål skal benyttes med stor respekt og forsigtighed!

DCF / EVA er ikke den absolutte sandhed

P/E (Price/Earning)

P/E er: Prisen investor betaler for 1 kroners overskud i selskabet

$$P/E = \frac{\text{Børsværdi}}{\text{Nettoresultat}} = \frac{\text{Aktiekurs}}{\text{EPS}}$$

P/E-niveauet afhænger af

- Markedskursen
- Forventninger til fremtidig indtjening
- Risiko

P/E (Price/Earning)

Fordele ved P/E:

- Let at forstå
- Let at beregne
- Let at finde i databaser/aviser mm.

Problemer ved P/E:

- Negativ EPS (opstart, F&U)
- Er historisk P/E korrekt fremadrettet?
 - Forskelle i finansiering
- Afhængig af regnskabsprincipper
 - Forskelle i vækst/risiko
 - Cykliske selskaber

Problemer ved Peer group-sammenligning:

- Hvem skal indgå?
- Mangelfulde data

Anbefaling

Vestas – hvad afspejler aktiekursen?

	Lavvækstscenario	Aktuel kurs	Højvækstscenario	Forudsætninger og kommentarer:
Fair værdi	586	680	785	Simpel DCF-model. IKKE kursmål.
Omsætningsvækst i forecastperiode	3,3%	4,3%	5,3%	10 års forecastperiode, år 1 = Sydbank-estimer
Overskudsgrad i forecastperiode	8,8%	9,8%	10,8%	Overskudsgrad år 1-10.
Kapitalomkostning (WACC) i forecastperiode	7,3%	7,3%	7,3%	Aktuel Sydbank-estimeret WACC
Kurspotentiale	-13,8%	-	15,4%	Afvielser ift. aktuel anbefaling kan forekomme

- En aktiekurs på 680 kr. pr. aktie afspejler
 - Omsætningsvækst på 4,3% i de næste 10 år
 - Overskudsgrad på 9,8% i de næste 10 år
 - Et afkastkrav (WACC) på 7,3%
- Tror DU som investor på noget bedre, så KØB
- Tror du som investor på noget ringere, så SÆLG

Peer-group-sammenligning

Problem: Hvilke selskaber skal indgå?

	P/E	P/E fwd	K/I	EV/EBITDA
Vestas	26,3	20,1	5,6	10,2
Siemens Gamesa	NA	23,7	1,6	16,8
Nordex	NA	30,1	1,5	12,4
Suzlon	NA	NA	-0,2	NA
GE	NA	16,6	3,0	9,8
Industri, Globalt	17,7	14,8	NA	10,3

→ Problem: Tendens til at overvurdere aktien i perioder, hvor markedet er dyrt og undervurdere i perioder, hvor markedet er billigt.

Fair værdi / kursmål

Hårde faktorer

- Fair værdi med de angivne forudsætninger: ~ 700 kr. pr. aktie
- Dagens kurs på Vestas-aktien: 680 kr.
- Kurspotentiale ift. fair værdi: ~3%

Bløde faktorer:

- Positiv nyhedsstrøm
- Bæredygtighedsdagsorden
- Høj ordrebeholdning og modstandskraft mod afmatning

→ Konklusion: KØB Vestas



Anbefaling - Citat

”En analytiker tager ofte fejl, men er aldrig i tvivl”

Ukendt

Q&A



Tak for opmærksomheden

-

Tid til spørgsmål og svar