

# Selskabskommentarer

## Regnskaber fra Vestas og Bavarian Nordic

D. 6. november 2007

### Vestas og Bavarian Nordic aflagde fra morgenstunden begge 3. kvartalsregnskaber

Imens Vestas' aktiekurs i løbet af tirsdagen blev handlet op 16 pct., blev Bavarian Nordic's aktiekurs handlet ca. 3 pct. ned.

#### Vestas

Lettelsens suk

Egentlig var Vestas' regnskab mere eller mindre på linie med hvad vi havde ventet. At aktiekursen efterfølgende er steget med over 15% kommer dog en anelse bag på os og må henregnes til en "lettelsens suk" blandt investorerne, herunder især de udenlandske. Oven på en sådan voldsom stigning er et mindre tilbagefald sandsynligt på kort sigt.

Vi hæfter os især ved, at Vestas har formået at øge indtjeningsbidraget betydeligt i 3. kvartal. Dette bestyrker vores tro på, at Vestas vil nå deres målsætning om et indtjeningsbidrag på mellem 10 og 12 pct. for 2008 og i samme ombæring løfter vi vores forventninger til indtjeningsmarginalen i 2009 til 13%.

Ingen faresignaler, men små bump på vejen er synlige

Markedets forøget interesse i Vestas-aktien i de sidste par måneder skyldes især 2 faktorer. For det første er Vestas en ren "renewables" aktie, dvs. at selskabet kun beskæftiger sig med ren energi, og ikke som det er tilfældet med mange af de største konkurrenter, som eksempelvis GE Wind og Siemens, også inden for mange andre sektorer. For det andet har vi for tiden den højeste oliepris nogensinde, hvilket er gavnligt for Vestas' konkurrencedygtighed.

På det mere selskabspraktiske niveau ser Vestas' administrerende direktør, Ditlev Engel, fortsat en tendens til komponentmangel i industrien hvilket vil presse komponentpriserne op i den kommende periode. Samtidig påpeger han at selskabet står over for nogle forholdsvis store eksekveringsrisici i 4. kvartal 2007, at selskabet stadigvæk kæmper med store kvartalsudsving og at USD kursen vil presse indtjeningen for 2007.

Kursmål opjusteres til  
600

I 2008 lancerer Vestas et nyt investeringsprogram som af virksomheden selv bliver betegnet som "aggressivt". Selvom dette er positivt, så kan der være fare for, at aktiemarkedet vil presse aktiekursen lidt ned fordi et sådan investeringsprogram vil tage toppen af dækningsbidraget.

Vestas meddelte endvidere at den udmeldte målsætning om en markedsandel på 35% i 2008 nedjusteres. Opgivelsen af markedsandel målsætningen var ventet og der er tegn på, at de nye udmeldinger om en forventet 2008 markedsandel på mellem 30 og 32 % er mere fornuftig. Således vil en alt for aggressiv stræben efter markedsandele kunne skade selskabets indtjeningsforventninger og disse synes vi, ligesom resten af markedet, er de vigtigste at forfølge.

I slutningen af september opjusterede vi Vestas' 12-18 måneders kursmål fra 400 til 500 på baggrund af, at selskabet synes at styre imod den høje ende af deres indtjeningsforventninger. Grundet en opjustering af indtjeningsforventningerne, de positive markedsudsigter og det positive sentiment omkring de "rene" ren-energi selskaber, opjusterer vi vores langsigtede kursmål til 600.

---

## Bavarian Nordic

Bavarian Nordic's 3. kvartalsregnskab var nogenlunde på linie med de forventninger som vi havde forud. Samtidig fastholder selskabets ledelse deres forventninger til helårsresultatet, hvilket var et signal som vi var glade for at se.

I de første ni måneder af 2007 havde Bavarian Nordic en omsætning på DKK 64,0 mio. og et underskud før skat på DKK 218,9 mio. Resultatet for hele 2007 er et underskud før skat på DKK 50 mio. efter en omsætning på DKK 350 mio. mod de tidligere udmeldte DKK 380 mio. Forskellen i omsætningen skyldes forsinkelser i RFP-2 kontrakten, og den manglende omsætning forventes i stedet at indgå i 2008.

På de organisatoriske plan har Bavarian Nordic etableret en ny, selvstændig salgs- og marketingfunktion, der skal styrke virksomhedens kommercielle aktiviteter og øge salgsarbejdet for selskabets 3. generations koppevaccine, IMVAMUNE® samt fremtidige vacciner, herunder HIV- og cancertvacciner. Vi ser dette som en naturlig del af selskabets bevægelse fra ren biotek-virksomhed til at være en decideret pharma-virksomhed.

### **De vigtigste signaler fra selskabet vedrørte status og kommende nyhedsflow vedrørende produkter på vej ud på markedet.**

Således offentliggjorde biotekselskabet en strategisk update for HIV-pipelinen. Fremover satses der udelukkende på MVA-BN HIV multiantigen, der fusioneres med MVA HIV nef, mens det 3. ben, MVA-BN HIV polytope helt droppes. Umiddelbart synes denne nyhed at være positiv, idet vaccinen baseret på multiantigen programmet på sigt vil blive til det stærkest mulige produkt. Desværre bevirker den strategiske ændring i fokus at programmet revalueres fra et projekt i den kliniske fase 2, til at være et projekt i pre-klinisk fase, hvilket vil sige at det rykkes tidsmæssigt ca. 1 år til 1 ½ tilbage. Dette betyder, alt andet lige, at risikoen for at vaccinen ikke kommer på markedet forøges en smule.

Bavarian meddelte endvidere at den kliniske udvikling af IMVAMUNE® tredje generations koppevaccinen forløber planmæssigt med forventet opstart af fase III studier i 2008 og selskabet forventer i indeværende år at kunne fakturere yderligere USD 50 mio. i milepælsbetalinger.

Derudover ventes der nyheder fra selskabets udviklingsprogrammer inden for cancerimmunoterapi og mæslinge vaccine i 2008

Vi ser dagens kursfald som en oplagt købsmulighed, idet vi forventer at det nyhedsflow som selskabet skitserer for den resterende del af 2007 vil drive aktiekursen frem op til årsskiftet. Vi tilretter vores langsigtede fair værdi på Bavarian fra kurs 700 til 650 grundet den øgede risiko forbundet med den strategiske ændring i HIV-programmet.