

## AKTIESTRATEGI

# 2014: moderate udsigter

For aktie-investorer var afkastet i 2013 drevet af højere P/E, men med en stigende tendens for lange renter skal afkastet i 2014 leveres via indtjeningsvækst. 2014 ser ud til at få en svær start og vi anbefaler derfor fortsat en defensiv strategi, da vores indikatorer over én kam peger væk fra risiko-appetit. Vi forventer derfor, at vores forudsigelse om beskedne afkast (5-10%) kan forbedres ved hjælp af timing hen over året.

*Dette er et ikke-komplekst produkt*



Sektor	Anbefaling
Energi	Neutral
Råvarer	-
Industri	-
Teknologi	-
Cyklisk forbrug	-
Stabilt forbrug	-
Sundhed	+
Telekom	+
Forsyning	+
Finans	Neutral

Jyske Markets, Vestergade 8-16  
DK-8600 Silkeborg

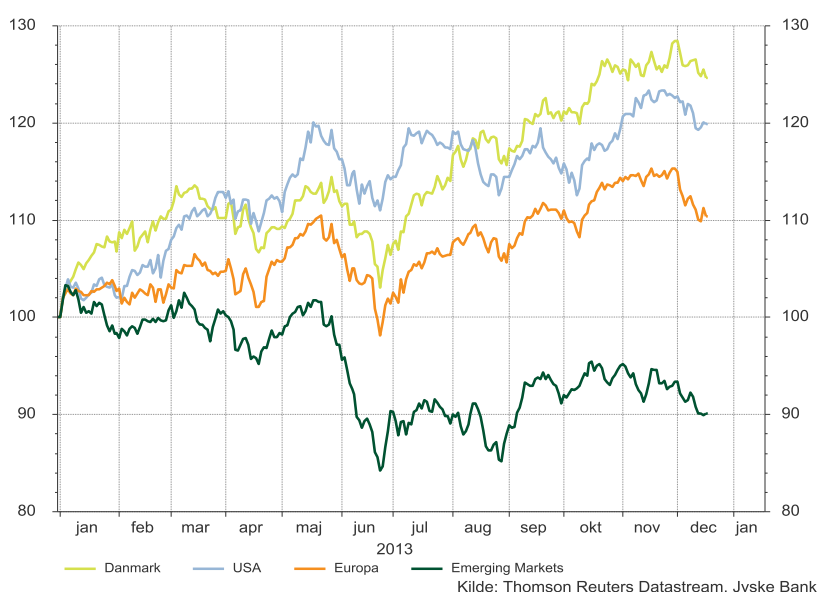
Aktiestrateg, Lars Møller Pedersen  
+45 89 89 71 34  
Lars.m.pedersen@jyskebank.dk

Vigtig investor information: Se venligst sidste side

## 2013: højere multipler

Aktier havde vinden i ryggen igennem 2013 – i hver tilfælde på de udviklede markeder. Lavere makro- og politisk risiko kombineret med masser af likviditet, leverede rigeligt brændstof til afkast drevet af investorernes villighed til at betale op for fremtidig indtjening.

### Udvikling (i danske kr.)



Vi havde fra året start en meget optimistisk og risikolysten indstilling, men tog et skridt tilbage fra aktierisiko i april/maj, tog risiko på igen primo august for endelig at tage et skridt tilbage igen i november. Vi har således formået at ramme mange af de overordnede tendenser korrekt. Men ligesom mange andre investorer var vi dog alt for optimistiske omkring Emerging Markets fra starten af året, men vores opfordring til fortsat forsigtighed efter sommerens korrektion har indtil videre været korrekt. De danske aktier har leveret endnu bedre afkast end vores optimistiske forventninger og efterlader os derfor med berettiget tvivl omkring deres evne til også at levere flotte afkast i det kommende år.

## 2014: hestens år

Ifølge kinesisk astrologi er 2014 hestens år.

*"Folk, der er født i hestens år kan være rige, men det de ejer, er ikke sikkert, da de ikke bekymrer sig nok om at beskytte det, og derfor vil de miste en del af det."*

Kilde: Handbook of Chinese Astrology af Theodora Lau .

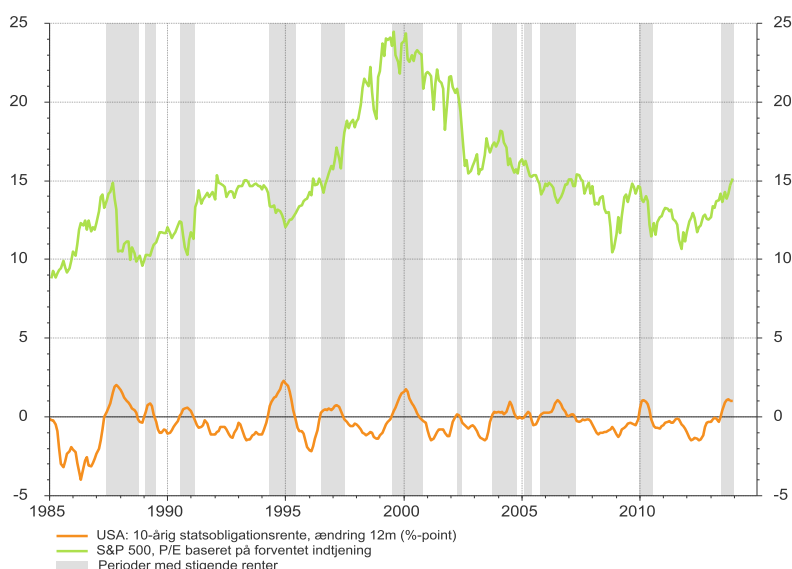
Spådommen for det kommende år passer godt med vores opfattelse af risiciene for aktiemarkedet. Mens 2013 handlede om, at investorerne betalte en højere pris for fremtidig indtjening og drev P/E op, forventer vi, at 2014 i langt højere grad kommer til at handle om at ramme virkeligheden rigtigt.

## Obligationer styrer!

Læsere af vores aktiestrategi vil være bekendt med vores rapporter fra oktober ("Obligationer styrer!") og november ("Reducér risiko"), som fremhævede hvordan det nuværende investeringsklima med en stigende tendens for lange obligationsrenter peger imod aktieafkast, som er afhængige af indtjeningsvækst, mens udsigterne på kort sigt ser risikable ud i takt med, at en stribe af vores indikatorer peger mod usikkerhed i de kommende 3-6 måneder.

Stigende obligationsrenter betyder, at aktieinvestorer ikke længere kan regne med højere multipler som drivkraft for afkast. Der er to faktorer bag dén udvikling: 1) stigende renter gør alt andet lige det forventede alternative afkast på obligationer mere attraktivt og 2) tilbagediskonteringen af fremtidig indtjenings- og udbyttestrømme forværres.

## USA: Lange obligationsrenter og Pris/Fremtidig Indtjening



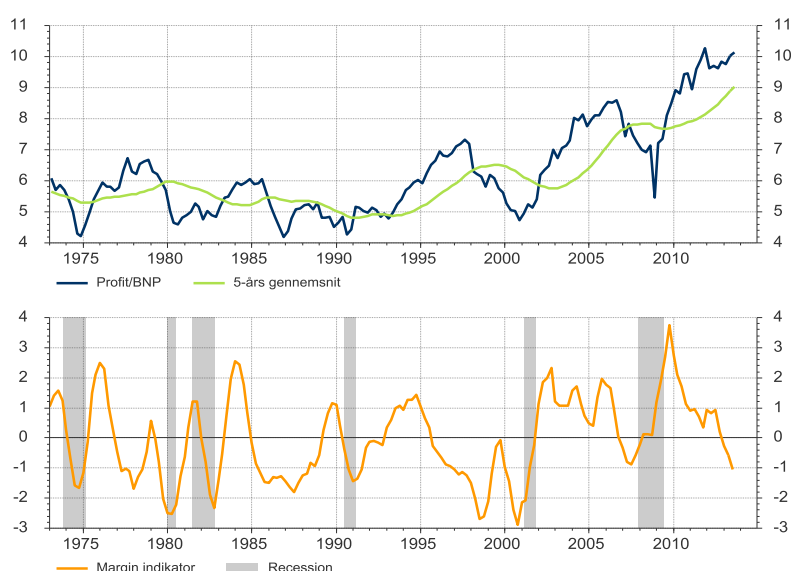
Kilde: Thomson Reuters Datastream

Det er derfor ikke overraskende at historiske perioder, hvor obligationsrenterne har vist en stigende tendens, har været præget af aktieafkast, som udelukkende har været drevet af indtjeningsvækst frem for investorernes villighed til at betale mere for fremtidig indtjening. At pris/fremtidig indtjening er fortsat med at stige i de seneste måneder skal ikke ses som en indikation af at "denne gang er anderledes", men derimod som et praj om et overordnet risikabelt investeringsklima.

## Makro og markeder

Der er stor divergens i værdiansættelsen på tværs af markeder, regioner og sektorer. I de udviklede markeder ser vi dog tegn på, at vi er sent i investerings-cyklen. I den sammenhæng slipper vi næppe for at USA driver den overordnede dynamik og retning for globale aktier. Ikke alene er de amerikanske renter sigende, men vores ledende indikatorer for udviklingen i de amerikanske virksomheders marginer tyder på, at man er på vej væk fra de rekord-høje marginer, som har leveret et stærkt fundament i de seneste år.

### USA: margin indikator



Kilde: Thomson Reuters Datastream

Der er ikke noget, som tyder på, at der er en økonomisk recession på vej, men som investorer skal vi i det mindste være opmærksomme på, at vi sandsynligvis befinder os i den sidste del af den amerikanske investerings-cyklus. Dét fortæller os til gengæld intet om timing. Men det fortæller noget om, hvad der vil drive afkastet og det faktum, at vi nu kommer ind i en periode, hvor amerikanske virksomheder får sværere ved

at konvertere top- til bundlinje samtidig med at højere renter generelt sætter barren højere.

Europas lange renter drives desværre af de amerikanske obligationsrenter og dét betyder, at fokus kommer til at være ens: aktieafkastet bestemmes af indtjeningsvæksten. Europa er dog ikke så langt i investeringscyklen som USA, så de europæiske virksomheder bør have lettere ved at konvertere omsætning til indtjening. Udfordringerne for europæiske aktier pt, hidfører derfor udelukkende til den konjunktursvaghed, som vores indikatorer peger på.

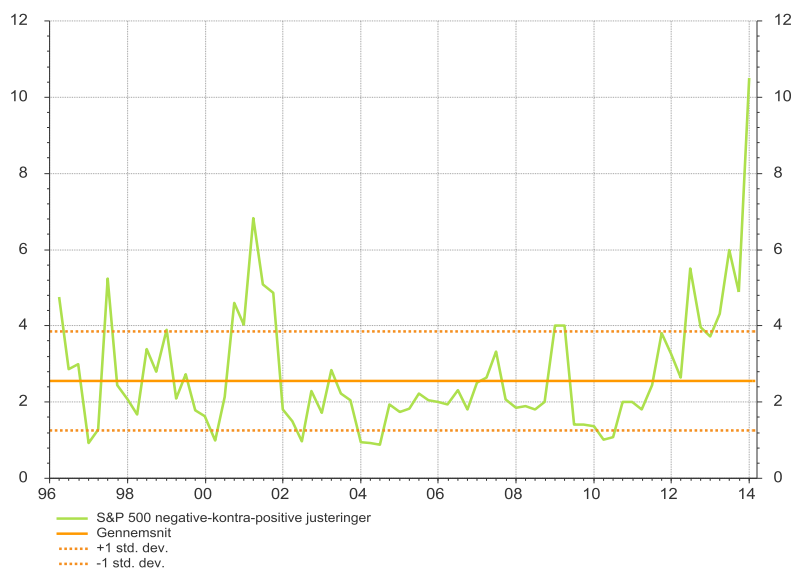
Emerging Markets er på mange måder en attraktiv værdiansættelses-historie og har på ingen måde formået at hænge på fremgangen for amerikanske og europæiske aktier. Men nøjagtig som i Europa peger vores ledende indikatorer mod at timingen formodentlig ikke er favorabel i starten af 2014. Hvis de generelle makrotendenser holder, bør der dog komme et godt tidspunkt i løbet af 2014, hvor Emerging Markets aktier generelt for alvor bliver interessante igen.

## Timing er alt

Alt dette peger i retning af lavere og mere usikre afkast på aktier i 2014. Det betyder, at timing bliver en vigtig faktor med vores forskellige indikatorer som et redskab til at signalere hvornår risk/reward er attraktivt. Her ved udgangen af 2013, peger indikatorerne over en bred kam mod reduceret risiko-appetit. Siden vi beskrev denne udvikling i rapporten "Reducér risiko" i november er der kommet yderligere indikationer, men det væsentlige budskab er fortsat, at negativt likviditets-momentum og tidlige tegn på svagere cyklisk moment peger mod forhøjet risiko.

Dén udvikling skal ses i sammenhæng med to andre begivenheder. Først og fremmest den kommende regnskabssæson, som starter med Alcoa den 9. januar. Vi har således aldrig set flere virksomheder i S&P 500 sammenhæng med behov for at revidere udsigterne ned i optakten til en regnskabssæson. Det tyder på, at virksomheder og analytikere har haft alt for optimistiske forventninger til slutningen af året.

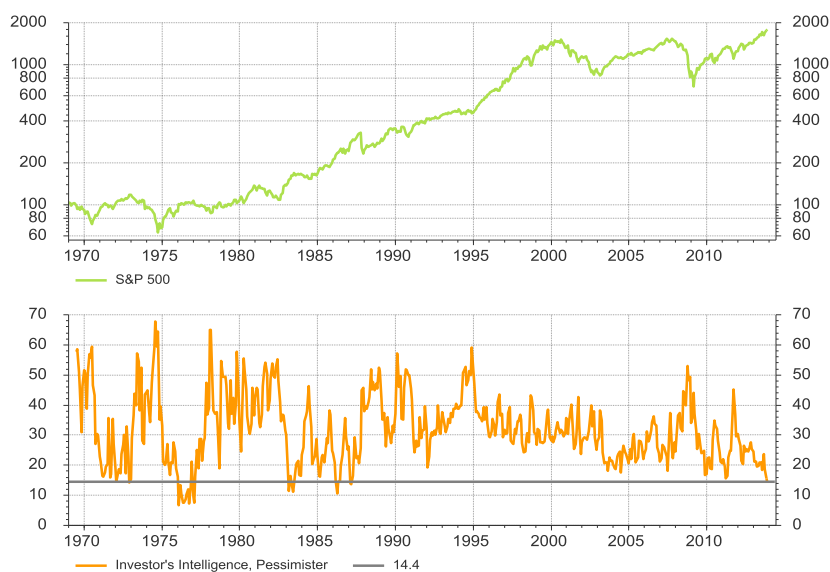
## S&P 500 indtjenings-justeringer



Kilde: Thomson Reuters Datastream

For det andet er der pt. en mangel på pessimister. Hvorfor er det bekymrende? Fremgang på markedet fødes nu engang af pessimister, som kaster håndklædet i ringen og modvilligt bliver købere. Så når undersøgelser som Investor's Intelligence peger på den laveste andel af pessimister omkring S&P 500 siden foråret 1987, er det tid til at forvente mere beskedne afkast fremover.

## Investor's Intelligence



Kilde: Thomson Reuters Datastream

Siden 1969 har ekstremt lave niveauer af pessimisme indikeret meget afdæmpede afkastprofiler i forhold til "normal". Vi bliver overraskede, hvis ikke dén tendens også holder i 2014.

#### S&P 500 afkast (%), november 1969–

	+1M	+3M	+6M	+12M
<b>II&lt;14.4</b>	0,3	1,0	0,2	-3,8
<b>Alle uger</b>	0,9	2,2	4,6	10,1

Som vi har fremhævet tidligere peger alt dette mod et investeringsklima fra starten af 2014, som berettiger en defensiv eksponering i aktier. Vi har ingen anelse om hvorvidt strammere likviditet og svagere konjunktur bliver til andet end en "vækst-pause" og en korrektion i aktiemarkedet efter et år med solide afkast, men vores indikatorer taler et tydeligt sprog: det er ikke værd for alvor at tage risiko før at dén situation er afklaret.

Vi slår således stadig til lyd for eksponering mod defensivt orienterede sektorer og brancher.

#### Global sektor-anbefaling

Sektor	Anbefaling	Kommentar
Energi	<b>Neutral</b>	Attraktiv værdi, men cykikalitet og momentum svag
Råvarer	-	Udfordret værdi og cykikalitet samt svag momentum
Industri	-	Neutral værdi og cyklisk. neutral momentum
Teknologi	-	Negativ værdi og cyklisk. Momentum positiv
Cyklisk forbrug	-	Negativ værdi og cyklisk, men stærkt momentum
Stabilt forbrug	-	Negativ værdi og svagt momentum trækker ned i forhold til defensiv orientering
Sundhed	+	Udfordrende værdi, neutral momentum, men defensiv orientering
Telekom	+	Neutral værdi, defensiv og forbedret momentum
Forsyning	+	Attraktiv værdi, defensiv, men svag momentum
Finans	<b>Neutral</b>	Attraktiv værdi, neutral momentum, men cyklisk udfordret

#### Udgangspunkt for 2014

Med moderate afkastforventninger og risikoappetit fremhæver vi følgende aktier :

Foretrukken defensiv eksponernig i Danmark: Novo Nordisk, ALK Abello, William Demant

Internationalt: Imperial Tobacco, CEZ, Carrefour, Swiss Re, SAAB, Dr. Pepper, Copel

## Idéer til 2014

Emerging Markets var den store efternøler i 2013. Vores cykliske indikatorer peger mod at cykliske risici er for høje til at det for alvor er værd at tage eksponering lige nu, men det er værd at forberede sig på et mere attraktivt købstidspunkt senere i 2014 når/hvis konjunkturindikatorerne forbedrer sig.

De overordnede afkastforventninger er moderate, men Europa bør klare sig relativt godt i perioder, hvor der er ro omkring makro og konjunktur selvom europæisk vækst generelt forventes at være svag. Europæiske banker vil sandsynligvis forblive vores foretrukne eksponering – men som med Emerging Markets er timingen for det ikke lige nu.

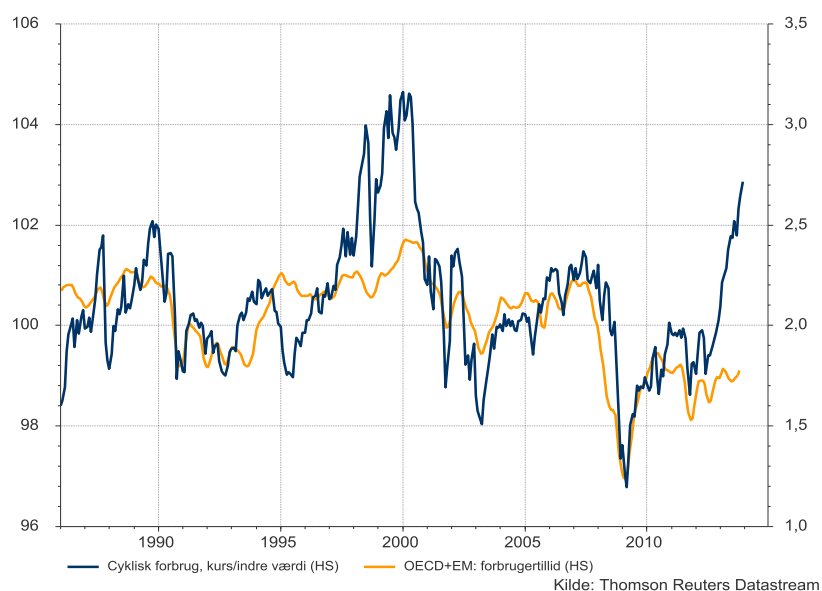
Blandt globale sektorer er den mest attraktive værdiansættelse pt. i Råvarer og Forsyning – med to meget forskellige udløsende faktorer. For Råvarer vil det indebære et væddemål på at markedet er blevet overdrevent forsigtigt i sin tilgang til Emerging Markets investringscyklus. Vi mener ikke det er tilfældet endnu og vores cykliske indikatorer peger under alle omstændigheder ikke på, at timingen ville være god netop nu. Vi mener dog, at der allerede nu er rigtig spændende værdi til stede i det mest udbombede segment, producenter af guld, og fremhæver her Barrick Gold.

Tilsvarende er Forsyning i virkeligheden et kald på en top for opgangen i lange renter. Det mener vi ikke er på plads i USA og Europa endnu, men Brasilien har nået rente-toppen, så et forsyningsselskab som Copel er interessant – og en attraktiv måde at opnå Emerging Markets eksponering på uden samtidig at påtage sig konjunkturfølsom eksponering.

De mindst attraktive sektorer er fortsat Cyklisk- og Stabilt Forbrug – de to investor-favoritter i den nuværende investeringscyklus. Et enkelt blik på Cyklisk Forbrug kurs-indre værdi i forhold til global forbrugertillid peger på at hér er en kandidat til en "boble" i de nuværende markeder.



## Globalt: Cyklisk Forbrug



Inden for disse to sektorer er vores anbefaling fortsat, at man er endog meget kræsen mht kvalitet og pris!

## Ansvarsfraskrivelse (Disclaimer & Disclosure)

Jyske Bank er under tilsyn af Finanstilsynet.

Analysen er baseret på informationer, som Jyske Bank finder pålidelige, men Jyske Bank påtager sig ikke ansvar for materialets rigtighed eller for dispositioner foretaget på baggrund af analysens informationer eller vurderinger. Analysens vurderinger og anbefalinger kan ændres uden varsel. Analysen er til personlig brug for Jyske Banks kunder og må ikke kopieres.

Denne analyse er en investeringsanalyse.

### Interessekonflikter

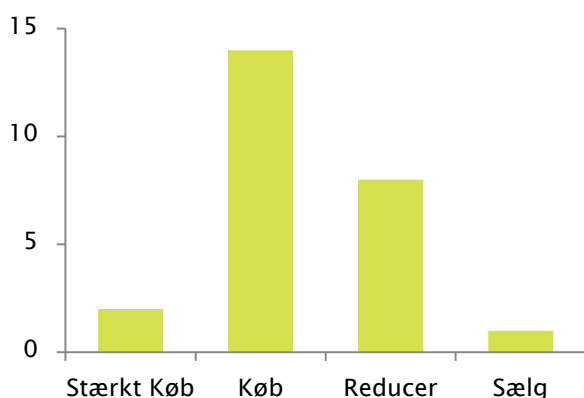
Jyske Bank har udarbejdet procedurer, der skal forebygge og undgå interessekonflikter, og dermed sikre en objektiv udarbejdelse af analyser. Disse procedurer er indarbejdet i forretningsgangene, der omfatter aktieanalyseaktiviteterne i Jyske Markets, der er en forretningsenhed i Jyske Bank.

Herudover må aktieanalytikere i Jyske Bank ikke handle i de aktier, hvor de har ansvaret for udarbejdelse af analyser. Dækker en analytiker ind for den ansvarlige analytiker ifbm. sygdom, forretningsrejser o.l. så må denne ikke handle den pågældende aktie på dagen for publicering af analysen og dagen efter.

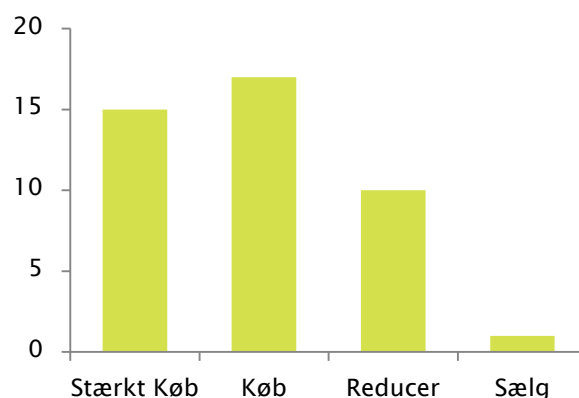
Jyske Bank kan dog have positioner og/eller et forretningsmæssigt forhold til det selskab, der analyseres. Analysen er ikke blevet forelagt selskabet forud for offentliggørelse. Analytikerne modtager ikke betaling fra personer med interesse i analysen.

## Jyske Banks aktieanbefalinger – aktuel fordeling

**Fordeling af anbefalinger for danske aktier (antal)**



**Fordeling af anbefaling for alle aktier (antal)**



Kilde: Jyske Bank

### Finansielle modeller

Jyske Bank anvender en eller flere af følgende modeller: Discounted cash flow (fri likviditet), Economic Value Added og dividendemodell til bestemmelse af selskabets fundamentale værdi. Den fundamentale værdi sammenholdes med en relativ værdiansættelse ud fra nøgletal såsom P/E og EV/EBITA. Anbefalingen og kursmålet justeres endvidere for den forventede nyhedsstrøm og markedsstemning baseret på branchekendskab samt selskabsspecifikke forhold. Jyske Bank tager højde for den forventede udvikling i aktiemarkedet, sektorer samt selskabsforhold i anbefalingerne.

### Risiko

Investering i denne aktie er behæftet med risiko. Bevægelser i aktiemarkedet, sektoren og/eller nyhedsstrøm mv. om selskabet kan påvirke kursdannelsen i aktien. Se analysens forside for vores syn på risikoen for aktien. Anførte risikofaktorer og/eller følsomhedsberegninger i analysen kan ikke ses som udtømmende. Handles aktien i en anden valuta end investors base valuta, påtager investor sig en valutakursrisiko. Er der tale om ADR e.l., er valutarisikoen forbundet med den valuta, som moderselskabet handles i.

### Opdatering af analysen

Den planlagte opdatering af analysen følger regnskabsmeddelelser fra selskabet. Der ud over kan der udarbejdes temaanalyser specifikt for selskabet eller i sammenhænge, hvor selskabet indgår i temaanalysen. Disse analyser udgives på ad hoc basis.

Se forsiden for dato for analysens første offentliggørelse.

Alle oplyste kurser er seneste lukkekurser før analysens offentliggørelse, med mindre andet er anført.

Anbefaling	Risikojusteret afkast
<b>Stærkt Køb</b>	<b>&gt;20%</b>
<b>Køb</b>	<b>10–20%</b>
<b>Reducer</b>	<b>0–10%</b>
<b>Sælg</b>	<b>&lt;0%</b>

Kilde: Jyske Bank

### Aktieanbefalingsbegreber

Vores anbefalinger er relative til markedsudviklingen og bliver bestemt ud fra en vurdering af det forventede afkast indenfor de kommende 12 mdr. Det forventede afkast er forskellen mellem den aktuelle kurs og vores 12 mdr.'s kursmål (kursmålet indeholder det forventede udbytte). Aktiemarkedet har historisk givet et afkast på omkring 10% (eksempelvis har det amerikanske aktiemarked givet et afkast på 10 % i perioden fra 1902 til 2011). Når vi bestemmer anbefalingen på en aktie bruger vi de 10% som estimat for afkastet på aktiemarkedet.

Da vores anbefalinger er relative og risikojusterede, er det muligt at sammenligne vores anbefalinger på tværs af sektorer og risikoklasser. Endvidere er potentialet også angivet absolut via vores kursmål. Det skal dog understreges, at det er anbefalingen, som er ankeret. En Køb-anbefaling er altså en Køb-anbefaling, indtil anbefalingen er ændret, også selvom kursstigninger har bragt kursen "for tæt" på kursmålet.

De i analysen vurderede fremtidige og historiske afkast er afkast før omkostninger og skattemæssige forhold, da afkast efter omkostninger og skattemæssige forhold, vil være individuelt afhængig af kunde-, opbevarings-, volumen-, marked-, valuta- og produktspecifikke vilkår. Det er ikke givet, at aktien vil give de(t) anførte forventede fremtidige afkast. De anførte forventede fremtidige afkast er udelukkende udtryk for vores bedste vurdering.

For uddybning af vores anbefalingsbegreber henviser vi til

[https://www.jyskebank.dk/\\_jb/commoninc/bin.asp?id=306063&src=anbefalingskategori.pdf](https://www.jyskebank.dk/_jb/commoninc/bin.asp?id=306063&src=anbefalingskategori.pdf).

## Kontaktpersoner

### Institutionelle

#### Kim Sejdell Christensen

Leder, Kunderådgivning i Aktier  
+45 87 57 82 81

#### Klaus Andersen

Senior Account Manager  
+45 87 57 82 89

#### Anders Isager

Senior Account Manager  
+45 87 57 82 90

#### Martin Munk

Senior Account Manager  
+45 87 57 82 84

#### Jens Johansen

Senior Account Manager  
+45 87 57 82 88

### Private kunder

#### Investeringscenter Nord

Tlf: 89 89 30 23

#### Investeringscenter Midtvest

Tlf: 89 89 06 60

#### Investeringscenter Sydvest

Tlf: 89 89 98 31

#### Investeringscenter Østjylland

Tlf: 89 89 96 55

#### Investeringscenter Trekantsområdet

Tlf: 89 89 80 75

#### Jyske Bank (Schweiz) AG

Tlf: +41 44 368 7373

#### Berben's Effectenkantoor B.V.

Tlf: +31 (0)495 456000

#### PBC Hamburg

Tlf: +49 40 309 510 24

#### Investeringscenter København

Tlf: 89 89 10 49

#### Investeringscenter Sjælland

Tlf: 89 89 10 45

#### Investeringscenter Fyn

Tlf: 89 89 93 40

#### Investeringscenter Silkeborg

Tlf: 89 89 86 66

#### Jyske Bank (France)

Tlf: +33 493 39 39 00

#### Jyske Bank (Gibraltar) Ltd

Tlf: +350 20072782

#### Private Banking Copenhagen (PBC)

Tlf: +45 89 89 62 32