

30/10/2026 12:00

Danske Aktier



Indholdsfortegnelse

A.P. Møller - Mærsk	3
AL Sydbank	4
Alm. Brand	5
Carlsberg	6
Coloplast	7
Danske Bank	8
Demant	9
DSV	10
Genmab	11
GN Store Nord	12
ISS	13
Netcompany	14
NKT	15
Nordea	16
Novo Nordisk	17
Novonesis	18
Pandora	19
Rockwool	20
Royal Unibrew	21
Tryg	22
Vestas	23
Danske aktier – Ændringer siden sidst (30-09-2026)	24

Denne publikation indeholder holdninger og anbefalinger på danske aktier udarbejdet af aktieanalytikere i Research, Jyske Markets, Jyske Bank A/S.

Se vigtig investorinformation som blandt andet historiske anbefalingsændringer, anbefalingsstruktur, anvendte modeller etc. ift. disse på jyskebank.dk/investorinformation.

Jyske Bank A/S

Janne Vincent Kjær, Aktieanalytiker, Senior Vice President, Research
Henrik Hallengreen Laustsen, Senior Aktieanalytiker, Research
Anders Haulund Vollesen, Senior Aktieanalytiker, Research
Haider Anjum, Senior Aktieanalytiker, Research

A.P. Møller - Mærsk

- Et stærkt Q3 før den virkelige prøve i 2027
- Godt nyt er dårligt nyt for Mærsk

Et stærkt Q3 før den virkelige prøve i 2027

Mærsk går efter vores vurdering ind til Q3 med betydelig fart i maskinrummet. Fragtraterne har holdt sig bedre end ventet, mens Ocean, Logistics & Services og Terminals alle nyder godt af solidt momentum. En opjustering ligger derfor lige til højrebænet, men efter aktiens stærke udvikling er det næppe nok i sig selv. Fokus bliver derfor snarere på, om Mærsk kan levere noget, der løfter forventningerne til indgangen af 2027.

Godt nyt er dårligt nyt for Mærsk

Det lyder umiddelbart positivt, at verdens containerforsyningskæder langsomt fungerer bedre. For Mærsk er regnestykket mere kompliceret. Havnetrængslen er aftaget fra toppen, og tilbagevenden til Suez accelererer. Det frigiver effektiv kapacitet samtidig med, at vi kigger ind i 2027 og 2028, hvor der ventes en massiv kapacitetsvækst. Det, der er godt for kunderne og verdenshandlen, risikerer derfor at blive dårligt for Mærsk's fragtrater og indtjening. Det er præcis dét paradoks, vi mener markedet undervurderer.

Investeringscase

Mærsk kan meget vel levere endnu en opjustering i år, men udsigten længere frem er mere udfordrende. En historisk stor ordrebog, et niveau sidst set før finanskrisen, og mange nye skibe på vej ind i markedet risikerer at skabe markant overkapacitet. Når udbuddet vokser hurtigere end efterspørgslen, har fragtraterne typisk svært ved at holde niveauet, og det kan presse indtjeningen.

Vi ser Mærsk som værende blandt de absolut bedste i branchen, og vi nikker også anerkendende til deres stærke balance, den høje andel af volumen på kontrakt og deres ambition om at blive en integreret logistikoperatør. Vi kan dog ikke se bort fra, at selskabet fortsat henter størstedelen af omsætningen i Ocean-divisionen, hvor industridynamikkerne ventes at være ugunstige på længere sigt grundet voksende ubalancer mellem efterspørgsel og udbud, hvor makroøkonomisk usikkerhed presser den globale efterspørgsel, mens leveringen af nye skibe og manglende scrapping øger kapaciteten væsentligt.

Udvalgte nøgletal

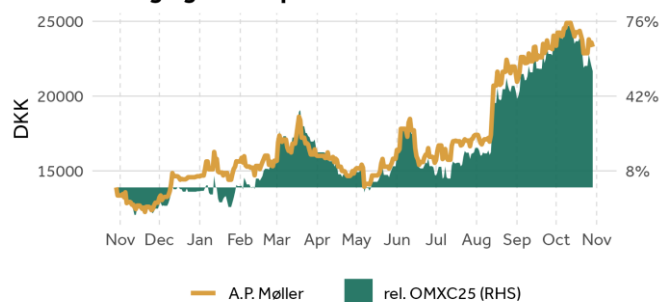
USDm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	53.988	64.916	55.703	52.245
EBIT	3.500	8.009	-137	-4.295
Net Profit	2.915	6.107	56	-3.033
Balance sum	82	211	177	198
Egenkapital	56.696	54.417	52.702	48.666
Indtjening per aktie (USD)	184,2	385,8	3,5	-191,6
Udbytte per aktie (USD)	480,0	154,3	150,0	150,0
P/E (x)	0,0	9,0	992,4	n/m
K/I (x)		1,0	1,0	1,1

Kilde: Jyske Bank & A.P. Møller - Mærsk

A.P. Møller - Mærsk

	Sælg
Sektor	Industri
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	17.000
Lukkekurs (DKK)	23.290
Markedsværdi (DKK mio.)	335.651
Jyske Quant	Q1
Value score	Q1
Quality score	Q5
Momentum score	Q1

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

A.P. Møller-Mærsk A/S, forkortet Maersk, blev stiftet i 1904 i Svendborg af Kaptajn Peter Mærsk Møller og sønnen Arnold Peter Møller. Den nuværende koncern-struktur opstod i 2003, ved fusionen mellem rederierne D/S 1912 og D/S Svendborg, som ejede gruppens selskaber på 50-50 basis. Maersk startede en strategisk transformation i 2016 med frasalg af bl.a. olieforretningen, hvilket betyder at containertransport i dag er hovedparten af Maersks omsætning, hvor den resterende del blandt andet kommer fra havnedrift, forsyningskædestyring, spedition og logistik.

Det holder vi øje med

For Mærsk-casen er det vigtigste på nuværende tidspunkt udviklingen i fragtraterne, hvor udefrakommende forhold og forstyrrelser har holdt fragtraterne på et forhøjet niveau. Stigende energipriser kan ramme forbrugernes pengepung og dermed volumen, mens krige og handelskrige kan skabe vedvarende lav økonomisk aktivitet. Normalisering af sejlads gennem Rødehavet vil ligeledes presse fragtraterne.

Senior Aktieanalytiker, Haider Anjum

AL Sydbank

- Investeringscasen er fortsat synergier
- Højere renteforventninger kan give medvind

Investeringscasen er fortsat synergier

AL Sydbank-aktien har haft beskedent fald på 0,6 % i oktober måned, sammenlignet med en stigning i OMX C25 på 8,2 %. Faldet skal dog ses i lyset af, at aktien er oppe med hele 33,5 % år til dato. AL Sydbank er fortsat i gang med integreringen af Vestjysk Bank og Arbejdernes Landsbank, og meget af aktiens udvikling står og falder dermed på, om integreringen forbliver vellykket og om de at kan høste de planmæssige synergieffekter. Foruden en stærk synergieksekvring, vil et stigende rentemiljø yderligere understøtte AL Sydbank – da banken har en særlig positiv rentefølsomhed sammenlignet med andre danske banker.

Højere renteforventninger kan give medvind

Markedets renteforventninger er steget, og det kan vise sig at blive en væsentlig medvind for AL Sydbank. Vores analyse peger på, at banken er blandt de mest rentefølsomme i sektoren, hvor en rentestigning på 1,25 procentpoint isoleret set kan løfte bankens egenkapitalforrentning med omkring 2,0 procentpoint efter skat. Det skyldes blandt andet bankens indlånsbase og muligheden for at øge rentemarginalen. Samtidig peger konsensusestimerne på, at nettorenteindtægterne vil stige fra DKK 7,1 mia. i 2026 til DKK 8,1 mia. i 2028. Hvis markedets renteforventninger materialiserer sig, kan der således være yderligere potentiale på indtjeningssiden, som endnu ikke er fuldt afspejlet i estimerne.

Investeringscase

AL Sydbank står overfor en omfattende fusionsproces, der frem mod 2028 skal forbedre bankens omkostningseffektivitet med brutto DKK 1,2 mia. og reducere kapitalbelastningen med DKK 12-18 mia., hvilket vil gøre banken til en af de mest profitable banker i Danmark.

Vi tror på, at banken vil lykkes med at indfri de udmeldte synergieffekter til fulde, hvilket vil resultere i, at AL Sydbank fra 2028 vil kunne levere en forrentning af aktionærernes egenkapital ekskl. immaterielle aktiver i omegnen af 18%. Dette profitabilitetsniveau er i øjeblikket ikke afspejlet i værdiansættelsen af aktien, som handler på store multipelrabatter til de øvrige større danske børsnoterede banker. Vi forventer, at rabatterne indsnævres og værdiansættelsen af banken bliver løftet i takt med, at AL Sydbank demonstrerer en succesfuld fusionsproces og intakt kommercielt momentum.

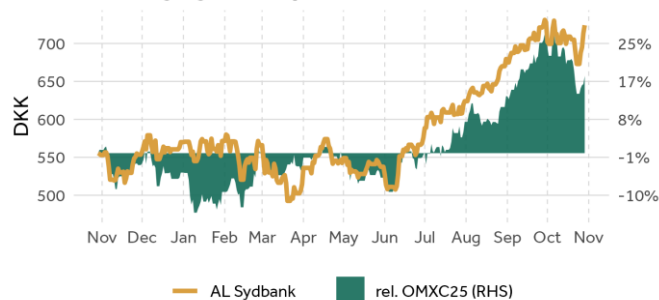
Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Indtjening før skat	2.474	5.042	6.063	6.955
Nettoreultat	1.893	3.832	4.608	5.286
Balancesum	341.950	344.912	378.019	392.476
Egenkapital	37.647	38.125	39.270	40.045
Indtjening per aktie (DKK)	35	45	56	67
Udbytte per aktie	25,0	25,0	30,0	35,0
P/E (x)	16,5	14,6	11,8	9,9
K/I (x)	1,4	n.m	n.m	n.m

Kilde: Jyske Bank & AL Sydbank

AL Sydbank	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	750
Lukkekurs (DKK)	724
Markedsværdi (DKK mio.)	62.111
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

AL Sydbank er blandt de 5 største banker i Danmark. Banken havde ultimo 2025 mere end 4.000 medarbejdere og en samlet kreditformidling på over DKK 380 mia. Banken tilbyder en bred vifte af traditionelle bankydelser såsom ud- og indlåns-produkter, formidling af realkreditlån (gennem To-talkredit og DLR), investerings-rådgivning og kapitalforvaltning.

Det holder vi øje med

AL Sydbank skal levere som lovet på de udmeldte fusions-synergier - sker dette ikke, vil det være negativt for opfattelsen af aktien. Som alle andre banker er AL Sydbanks indtægter dybt afhængige af renteniveauet, og et kraftigt fald i markedsrenterne vil ramme bankens indtjening hårdt. Risikoen for tab på udlån højere end markedet har indregnet er ligeledes til stede.

Senior Aktieanalytiker, Anders Haulund Vollesen

Alm. Brand

- Stærkt kvartal og usikkerhed sender aktien op
- Udramatisk 3. kvartalsregnskab

Stærkt kvartal og usikkerhed sender aktien op

Alm. Brand-aktien har haft en rigtig solid udvikling i oktober måned med en stigning på 5,6 % sammenlignet med en stigning i OMX C25 på 8,2 %. Kursstigningen kan i høj grad tilskrives en opjustering for helåret og et stærkt regnskab i oktober måned, mens forøget geopolitisk usikkerhed og højere renteforventninger sender flere investorer over i de mere sikre aktier – som forsikringsselskaber.

Udramatisk 3. kvartalsregnskab

Alm. Brand kom med 3. kvartalsregnskab den 28. oktober, som viste et rekordhøjt forsikringsresultat, godt hjulpet på vej af lave vejrligs- og storskader samt et højt afløbsresultat. Resultatet var dog ikke udelukkende drevet af den underliggende drift, selvom den underliggende erstatningsprocent blev forbedret med 0,5 procentpoint trods modvind fra arbejdsskadesagen. Denne belaster fortsat indtjeningen, men forventes i høj grad at blive opvejet af prisstigninger fra starten af 2027. Præmievæksten var beskedne 1,6 % i kvartalet, men vi venter, at væksten accelererer til 3,5-4 % fra 2027. Samlet set vurderes Alm. Brand at være godt på vej mod målet om et forsikringsresultat på DKK 2,35 mia. i 2028.

Investeringscase

Alm. Brand har gennemgået en succesfuld transformation de seneste år, fra at være et finansielt supermarked til at være et fokuseret dansk skadesforsikringsselskab. Med en succesfuld integration af Codan-opkøbet har selskabet løftet profitabiliteten markant, men den nuværende aktiekurs afspejler ikke det forbedrede indtjeningspotentiale.

Forsikringssektoren har været igennem en række år med kraftige prisstigninger, men udsigterne ser nu mere afdæmpede ud, og det vil i højere grad være evnen til at tiltrække nye kunder og mersalg der vil drive præmievæksten – noget Alm. Brand bør have gode muligheder for bl.a. med sine lukrative bankpartnerskabsaftaler. Vi anser aktiens nuværende værdiansættelse som for lav, både relativt til gruppen af børsnoterede nordiske forsikringsselskaber samt ud fra et fundamentalt perspektiv. Vi anser derfor kurspotentialet for at attraktivt de kommende måneder.

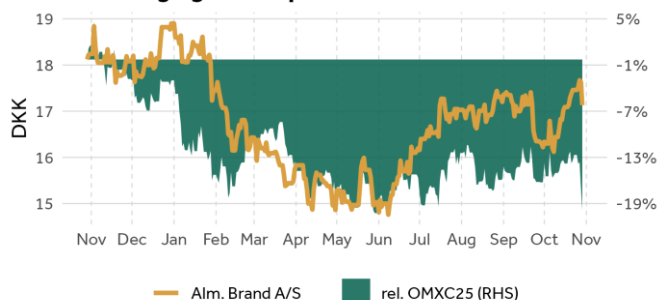
Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Bruttopræmieindtægter	11.790	12.018	12.483	12.950
Teknisk resultat	1.913	1.722	2.225	2.381
Nettoresultat	1.353	968	1.432	1.551
Balance sum	32.022	31.949	34.683	35.263
Egenkapital	12.368	11.530	11.234	11.028
Indtjening per aktie (DKK)	0,9	0,7	1,1	1,2
Udbytte per aktie	0,7	0,7	0,8	0,9
P/E (x)	19,1	16,2	16,3	14,7
K/I (x)	2,0	2,0	2,0	2,0

Kilder: Jyske Bank & Alm. Brand

Alm. Brand	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	19,5
Lukkekurs (DKK)	17,1
Markedsværdi (DKK mio.)	24.068
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

Alm. Brand er det 3. største skadesforsikringsselskab i Danmark. Alm. Brand blev grundlagt i 1792, og servicere i dag privatkunder, små- og mellemstore erhvervsvirksomheder, ejendomme, landbrug samt den offentlige sektor. Alm. Brand har hovedsæde i København og har ca. 2400 medarbejdere

Det holder vi øje med

En stigning i skadesfrekvenser eller skadesinflation vil altid tynde forsikringsselskabernes bundlinje initialt. En stigning i storskader eller voldsomt vejr kan ligeledes presse indtjeningen, men disse er typisk midlertidige faktorer, som forsikringsselskaberne kan prise sig ud af over tid.

Senior Aktieanalytiker, Anders Haulund Vollesen

Carlsberg

- Kina skuffer, men Carlsberg står stærkere på flere ben
- Aktietilbagekøb kan blive næste vigtige kurstrigger

Kina skuffer, men Carlsberg står stærkere på flere ben

Regnskabet for Q3'26 giver efter vores vurdering endnu et bevis på, at Carlsberg er blevet mere robust grundet deres multibeverage-strategi. Kina skuffer igen med et volumenfald på næsten 10 %, men på koncernniveau vokser volumenerne alligevel 0,3 %. Kina skal fortsat stabiliseres, men svagheden dikterer ikke længere udviklingen for hele koncernen. Q3 understreger, at Carlsberg i stigende grad er i stand til at absorbere svagheit i den traditionelle ølforretning og Kina gennem andre kategorier og geografer.

Aktietilbagekøb kan blive næste vigtige kurstrigger

Carlsberg forventer, at gældsgraden kan være omkring 2,5x NIBD/EBITDA allerede ved udgangen af 2026, inklusive Saporito-transaktionen, men heri ikke inkluderet provenuet fra en potentiel børsnotering af den indiske forretning. Dermed kan aktietilbagekøb efter vores vurdering komme tilbage på agendaen allerede ved årsregnskabet, omkring ét år tidligere end oprindeligt ventet. Det giver en potentiel katalysator til investeringscasen på et tidspunkt, hvor den operationelle vækst fortsat er moderat.

Investeringscase

Carlsberg står stærkere som en mere diversificeret drikkevarerkoncern med en veldokumenteret evne til at levere trods vanskelige markedsforhold. Multi-beverage profilen reducerer afhængigheden af traditionel øl og gør koncernen mindre sårbar over for nogle af de strukturelle udfordringer, der præger alkoholmarkedet, mens fortsat gældsnedbringelse kan bane vejen for aktietilbagekøb i 2027.

Carlsberg står stærkere end længe med en attraktiv kombination af kvalitet, vækst og defensive egenskaber. Transformationen fra klassisk bryggeri til multi-beverage via Britvic, Pepsisamarbejdet og en bredere produktportefølje reducerer afhængigheden af et strukturelt udfordret ølmarked og åbner nye vækstveje, mens selskabet har en dokumenteret stærk omkostningsdisciplin. Gældsgraden bliver reduceret effektivt, hvilket bringer aktietilbagekøb tættere på. Carlsberg står efter vores vurdering foran en stærkere vækst- og kapitaludlodningsfase, som markedet endnu ikke fuldt ud priser ind.

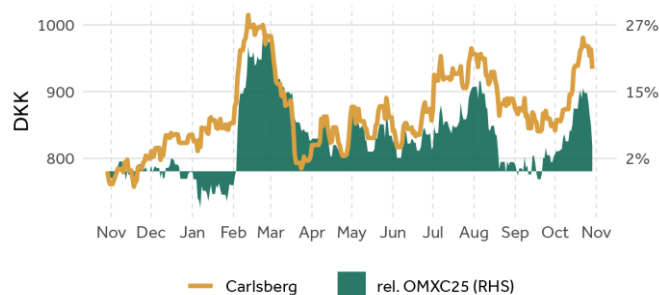
Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	89.095	93.248	97.352	101.401
EBIT	13.996	14.817	15.590	16.634
Net Profit	6.978	9.855	10.568	11.475
Balance sum	153.955	155.407	156.515	157.677
Egenkapital	30.676	41.259	41.651	42.149
Indtjening per aktie (DKK)	44,4	65,4	70,4	76,8
Udbytte per aktie (DKK)	24,4	33,0	35,4	38,5
P/E (x)	16,9	12,0	11,2	10,3
K/I (x)	3,8	3,0	3,0	3,0

Kilde: Jyske Bank & Carlsberg

Carlsberg	Køb
Sektor	Stabilt forbrug
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	1.050
Lukkekurs (DKK)	934,2
Markedsværdi (DKK mio.)	129.010
Jyske Quant	Q3
Value score	Q2
Quality score	Q4
Momentum score	Q3

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

Carlsberg er et af verdens største bryggerier med en produktpalette på mere end 700 produkter, fordelt på 140 brands og en tilstedeværelse i 150 lande. Topbrandsene Carlsberg og Tuborg er blandt de mest populære øl i Europa. Foruden traditionelle øl producerer Carlsberg også specialøl, alkoholfri øl og læskedrikke. Carlsberg har størst eksponering mod det stagnerende vesteuropæiske ølmarked, men vækstmarkederne i Asien fylder mere og mere. De største konkurrenter er Heineken og Anheuser-Busch InBev.

Det holder vi øje med

Væksthistorien er essentiel, særlig på vækstmarkeder i Asien og inden for læskedrikke og alkoholfrie øl, og derfor holder vi øje med forbrugerudvikling og makroøkonomiske forhold. Derudover vil hårdere konkurrence presse volumenvæksten og markedsandelene, mens lovgivningsmæssige ændringer, der har til formål at reducere alkoholforbruget, kan skade den traditionelle øl-forretning.

Senior Aktieanalytiker, Haider Anjum

Coloplast

- Outperformance uden selskabsspecifikke nyheder
- Fokus på regnskabet og mulig nedjustering af mål

Outperformance uden selskabsspecifikke nyheder

Coloplast er steget 14,1 % i oktober og har outperformat OMX C25, hvilket blandt andet kan ses i lyset af en mere defensiv positionering i markedet, da oktober ikke har budt på større selskabsspecifikke nyheder. Bekymringer om en potentiel AI-boble og stigende renter har øget usikkerheden blandt investorerne og bidraget til en rotation mod mere defensive sektorer som sundhed. Oktober blev afsluttet med at Coloplast annoncerede åbningen af den hidtil største fabrik i Portugal, hvilket helt efter planen og en dele af 2030-strategien.

Fokus på regnskabet og mulig nedjustering af mål

Fokus retter sig nu mod Coloplasts årsregnskab den 3. november, hvor særligt guidance for 2026/27 og eventuelle justeringer af de mellemlange målsætninger vil være afgørende. Vi forventer en mindre fremgang i væksten i det kommende regnskabsår, men ser fortsat udfordringer fra blandt andet Kerecis, Kina og stigende omkostninger. Vi forventer, at Coloplast sænker de mellemlange ambitioner for organisk omsætningsvækst fra 7-8 % til 6-7 %. En sådan justering vurderer vi dog kan gavne aktien, da den vil reducere usikkerheden og i vid udstrækning allerede synes indregnet i markedets forventninger. Omvendt vil en større nedjustering kunne forstærke investorernes bekymringer om selskabets eksekvering og langsigtede vækstpotentiale.

Investeringscase

Coloplasts lavere værdiansættelse og beskedne forventninger giver en attraktiv risk/reward. Et troværdigt re-set af de mellemlange vækst mål kan mindske usikkerheden og løfte aktien. Skal markedet igen anerkende Coloplast for deres markedsledende position og sikre en varig kursfremgang kræver dog, at de negative overraskelser stopper, og at selskabet viser operationel fremgang. Fokus er nu rettet mod årsregnskabet den 3. november, hvor investorerne forventer større klarhed om strategi og finansielle mål. Vi forventer, at de mellemlange mål sænkes til 6-7 % organisk omsætningsvækst og tilsvarende EBIT-vækst – en nedjustering, som vi vurderer i vid udstrækning, er indregnet. Selv fraværet af yderligere negative overraskelser kan derfor understøtte aktien. Samtidig fremstår værdiansættelsen attraktiv, både absolut og relativt. På kort sigt er kurstriggerne dog begrænsede, og en genopretning af tilliden kræver konkrete beviser på operationel fremgang. Execution is key

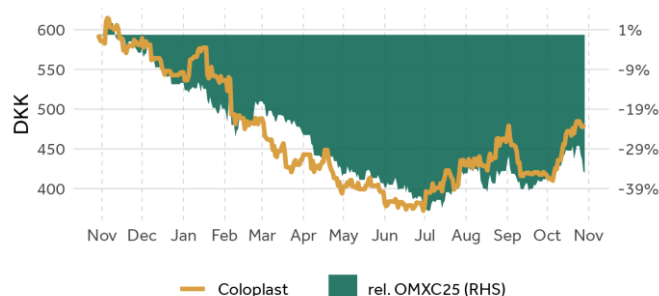
Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	27.874	28.866	31.226	33.262
EBIT	7.201	4.562	8.150	8.661
Net Profit	3.636	3.329	5.852	6.272
Balance sum	48.367	46.745	48.115	49.595
Egenkapital	16.083	16.916	18.171	19.553
Indtjening per aktie (DKK)	16,2	14,8	26,0	27,9
Udbytte per aktie (DKK)	23,0	11,1	18,2	19,5
P/E (x)	33,6	31,9	18,2	16,9
K/I (x)	7,6	6,3	5,9	5,5

Kilde: Jyske Bank & Coloplast

Coloplast	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	530
Lukkekurs (DKK)	477
Markedsværdi (DKK mio.)	108.851
Jyske Quant	Q4
Value score	Q3
Quality score	Q4
Momentum score	Q4

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

Coloplast er en global medtech-virksomhed med førende positioner inden for Stomi, Kontinens, Sårpleje og Urologi. Selskabet driver produktion i bl.a. Danmark, Ungarn, Kina, Frankrig, USA og Costa Rica, hvor Ungarn står for omkring 80 % af volumenproduktionen. Coloplast er kendt for stærk brugercentreret innovation og arbejder løbende med produktforbedringer, nye lanceringer og udvidelse af kapacitet til et voksende globalt marked.

Det holder vi øje med

Alle øjne er rettet mod strategiopdateringen ved årsregnskabet den 3. november. Desuden følges udviklingen i stomi og Kerecis tæt, herunder svag performance, særligt i Kina, regulatoriske ændringer og toldsituationen i USA samt råvarepriserne, der kan påvirke marginerne. En yderligere risiko er, at flere lande gennemfører sundhedsreformer, som kan presse væksten.

Senior Aktieanalytiker, Henrik Hallengreen Laustsen

Danske Bank

- Melankolsk stemning drevet af kapitaltillæg til peers
- Solidt 3. kvartalsregnskab med stærke gebyrindtægter

Melankolsk stemning drevet af kapitaltillæg til peers

Danske Bank-aktien har haft en hård oktober måned med et fald på 4,7 % mod en stigning i OMX C25 på ca. 8,2 %. Flere nordiske banker er blevet ramt af usikkerhed om højere kapitalkrav. Det svenske finanstilsyn har pålagt SEB et midlertidigt tillæg på SEK 150 mia. til bankens risikovægtede aktiver, som følge af mangler i bankens interne kreditrisikomodeller, mens Nordea har meldt ud, at ECB's kommende godkendelse af nye interne modeller for erhvervskunder forventes at medføre en stigning i bankens risikovægtede aktiver. Der er dog umiddelbart intet, der indikerer, at Danske Bank står over for tilsvarende udfordringer, hvilket banken også selv har meldt ud.

Solidt 3. kvartalsregnskab med stærke gebyrindtægter

Danske Bank aflagde et solidt regnskab den 29. oktober et resultat på DKK 6,4 mia. (8 % over markedets forventninger). Resultatet var især drevet af stærke gebyrindtægter og meget lave kreditomkostninger, mens nettorenteindtægterne var en smule under forventningerne. Egenkapitalforrentningen steg til 15,1 % fra 12,7 % sidste år, hvilket var det højeste niveau siden 00'erne, og banken oppræciserede samtidigt sin guidance for 2026 til et resultat efter skat på DKK 24-25 mia. mod tidligere DKK 23-25 mia.

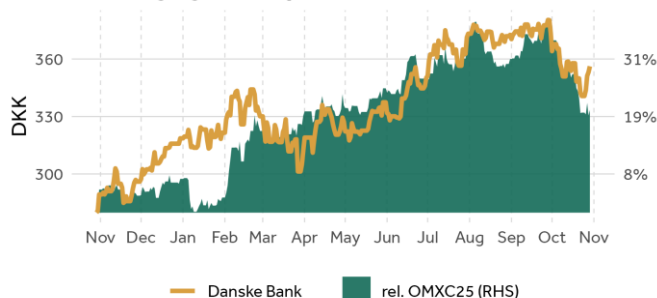
Investeringscase

Danske Bank har løftet profitabiliteten markant de seneste år, godt hjulpet på vej af et strukturelt højere renteniveau, men også et kommercielt momentum med pæn udlånsvækst i erhvervssegmentet. Det gode forretningsmomentum har også udmøntet sig i markante positive afkast i aktien de seneste år, og vi ser nu aktien som fair prissat ift. den profitabilitet banken kan levere fremadrettet.

Danske Bank opererer i et attraktivt forretningsmiljø, med stabil økonomisk vækst i Norden, et strukturelt forbedret renteniveau, høj kreditkvalitet og en sund kapitalisering. Bankens egenkapitalforrentningsmålsætning på 14,5% i 2028 ser vi derfor som realistisk. Vi ser samlet set afkastpotentialet som moderat positivt i øjeblikket, da værdiansættelsen af aktien nu ser fair ud.

Danske Bank	Hold
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	400
Lukkekurs (DKK)	356,2
Markedsværdi (DKK mio.)	290.593
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

Danske Bank er den største bank i Danmark med markedands- andele på udlån og indlån mellem 25 og 30%. Danske Bank har også en betydelig international tilstedeværelse som en af de største banker i Norden med mere end millioner kunder og afdelinger i 8 lande. Bankens serviceer privatkunder, erhvervskunder og institutionelle kunder, og udover traditionelle bankrelaterede serviceydelser, tilbyder banken livsforsikring og pension, realkredit, formueforvaltning, samt bolig- og leasing ydelser.

Det holder vi øje med

Økonomisk afmatning og et lavere rentemiljø er den mest direkte risiko for Danske Bank og banksektoren generelt. Store tab på udlån til kunder er ligeledes en af de primære risici ved at drive bankforretning, men bankens allerede store hensættelsesbuffer afhjælper noget af denne risiko.

Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Indtjening før skat	30.697	32.663	35.360	36.621
Nettoreultat	23.035	24.466	26.520	27.465
Balancesum	3.572.750	3.823.533	3.938.845	4.052.428
Egenkapital	181.162	176.267	176.374	181.164
Indtjening per aktie (DKK)	28	30	33	35
Udbytte per aktie	22,7	26,5	22,0	23,0
P/E (x)	12,6	11,7	10,6	10,1
K/I (x)	1,6	n.m	n.m	n.m

Kilde: Jyske Bank & Danske Bank

Senior Aktieanalytiker, Anders Haulund Vollesen

Demant

- Demant fortsætter opturen – 2. opjustering i streg
- Går luften af ballonen, eller fortsætter opturen?

Demant fortsætter opturen – 2. opjustering i streg

Aktiekursen for Demant holder retningen for året, med en imponerende stigning på hele 18,1 % i oktober. Det følger i kølvandet på overraskende stærke salgstal for 3. kvartal, der bød vejen for endnu en opjustering af forventningerne til året – 2. opjustering i streg. Samtidig har vi fået stærke VA-tal for september måned, der viste en yderligere fremgang til Demant. Derved fortsætter Demant den stærke udvikling, og tilføjer yderligere procenter til de allerede vundne markedsandele, som har rundet 5,8 procentpoint siden april.

Går luften af ballonen, eller fortsætter opturen?

Demant løftede i midten af oktober sløret for salgsudviklingen i 3. kvartal, der viste, at de stadig har skruet i vandet. Demant fortsætter således deres imponerende væksteventyr, hvor særligt engrossalget af høreapparater viste en imponerende organisk vækst på hele 17 %. Det vidner om, at Demant's nye produkt, Oticon Reveal er blevet godt modtaget i markedet. Konkurrencen i markedet bliver dog hårdere i 4. kvartal, hvor markedet bliver oversvømmet med nye produkter. Det bliver derfor spændende at se, om Demant kan fortsætte med at tage markedsandele.

Investeringscase

Efter en periode med afdæmpet efterspørgsel er salgsvæksten tilbage på sporet, understøttet af lanceringen af Oticon Zeal, der har gjort det muligt at tage markedsandele. Det er dog afspejlet i forventningerne i markedet. Samtidig står Demant overfor hård konkurrence, da markedet bliver oversvømmet med nye produkter i 2. halvår. Det kan derfor blive svært at opretholde den høje vækst i 4. kvartal.

Vi ser Demant som et veldrevet selskab, der står godt positioneret til at drage fordel af den strukturelle vækst i efterspørgslen efter høreapparater. Denne udvikling understøttes af en stigende andel af ældre over 65 år, mere socialt aktive seniorer og et øget fokus på sundhed generelt. Vi har derfor fortsat tillid til det langsigtede vækstpotentiale og forventer, at volumenvæksten i markedet vil vende tilbage til den strukturelle trend på 4-6%. Forventningerne i markedet er dog kommet op, og vi ser derfor ikke længere samme mulighed for en positiv overraskelse i 2026.

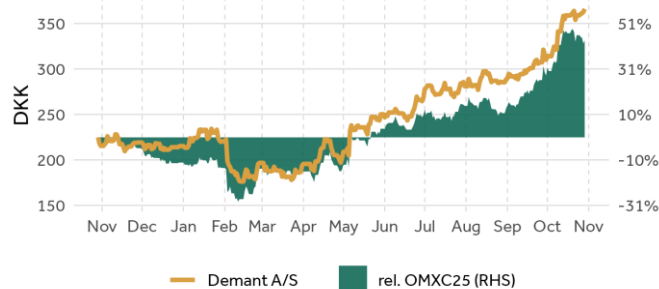
Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	22.971	26.175	27.982	30.041
EBIT	3.832	4.315	5.098	5.926
Net Profit	1.544	2.655	3.259	3.898
Balance sum	39.074	40.082	41.950	44.030
Egenkapital	9.842	13.407	16.666	17.642
Indtjening per aktie (DKK)	7,1	12,5	15,3	18,4
Udbytte per aktie (DKK)	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	40,6	23,2	18,8	15,7
K/I (x)	6,4	5,8	4,7	4,4

Kilde: Jyske Bank & Demant

Demant	Hold
Sektor	Sundhed
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	340
Lukkekurs (DKK)	366
Markedsværdi (DKK mio.)	77.502
Jyske Quant	Q1
Value score	Q3
Quality score	Q2
Momentum score	Q1

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

Demant er en af verdens førende producenter af høreapparater med en global markedsandel, der kun er overgået af Sonova. Demant udvikler, producerer og sælger høreapparater, der spænder over hele prisspektret og som markedsføres under mærkerne Oticon, Bernafon og Sonic. Herudover laver Demant diagnostiske instrumenter.

Det holder vi øje med

Vi holder øje med, om efterspørgslen efter høreapparater vender tilbage til den historiske trend eller om kunderne fortsætter med at være tilbageholdende. Samtidig kan tab af markedsandele, fejlslåede produktlanceringer, øget konkurrence i markedet, indførsel af told på høreapparater i USA, ændringer i tilskudssystemerne og integrationen af KIND ændre vores vurdering.

Aktieanalytiker, Senior Vice President, Janne Vincent Kjær

DSV

- Regnskabet genopliver troen på DSV-casen
- Road har ramt bunden, nu skal indtjeningen følge med

Regnskabet genopliver troen på DSV-casen

DSV-aktien steg 19,9 % i oktober mod en fremgang på 8,2 % for OMXC25, efter Q3 regnskabet gav investorerne flere tegn på, at Schenker integrationen bevæger sig i den rigtige retning. EBIT landede på DKK 6,61 mia., 4 % over markedets forventninger, mens Air & Sea fortsatte den stærke udvikling og Contract Logistics ligeledes leverede solidt. Road er fortsat problembarnet, men servicekvaliteten er nu normaliseret efter sommerens integrationsproblemer. Samlet understøtter regnskabet dermed billedet af, at udfordringerne primært er koncentreret i Road, mens resten af DSV-maskinen fortsat leverer.

Road har ramt bunden, nu skal indtjeningen følge med

Det afgørende spørgsmål er nu, hvor hurtigt den forbedrede service i Road kan omsættes til højere volumen og indtjening. Leveringskvaliteten steg til 93,4 % i september, og fokus flyttes derfor fra brandslukning til at genvinde kunder og løfte produktiviteten. Det vil tage tid, og vi venter først en mere tydelig genopretning i løbet af 2027, men synergierne uden for Road udvikler sig fortsat som planlagt. Samtidig har DSV genstartet aktietilbagekøbene med DKK 1,5 mia., hvilket sender et positivt signal om ledelsens tro på både balancen og den videre integration.

Investeringscase

DSV står midt i sin mest krævende integration, og udfordringerne i Road har øget eksekveringsrisikoen markant. Udfordringerne er dog koncentreret i Road, mens Air & Sea og Contract Logistics præsterer fornuftigt. Kan ledelsen stabilisere Road, genvinde kunder og fastholde synergiplanen, ser vi mulighed for en markant re-rating af aktien. Risikoen er højere, men det er potentialet også.

Servicekvaliteten i Road er normaliseret, Air & Sea nærmer sig et volumenvendepunkt, og synergierne uden for Road er på sporet. DSV er ikke ude af problemerne, men casen bevæger sig efter vores vurdering fra integrationskrise og estimatnedjusteringer mod gradvis indtjeningsgenopretning. DSV har imidlertid fortsat en stærk platform, betydelige resterende synergier og yderligere potentiale fra AI og effektiviseringer. Kan ledelsen stabilisere Road, genvinde kunder og fastholde synergiplanen, ser vi mulighed for en markant re-rating af aktien. Risikoen er højere, men det er potentialet også.

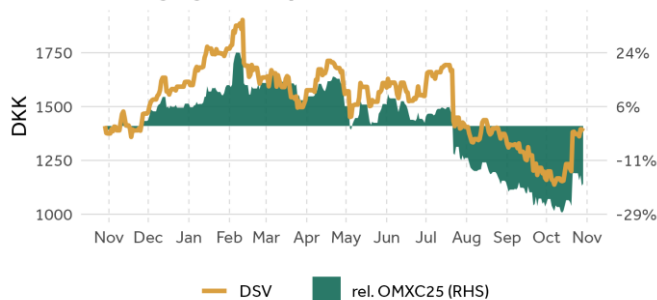
Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	247.331	303.204	308.752	314.388
EBIT	19.611	24.452	29.563	34.081
Net Profit	8.463	10.455	17.428	21.881
Balance sum	290.373	284.031	277.343	270.723
Egenkapital	117.690	122.486	128.334	134.628
Indtjening per aktie (DKK)	47,8	74,6	52,0	43,1
Udbytte per aktie (DKK)	5,4	6,6	11,0	13,9
P/E (x)	46,0	37,2	22,3	22,0
K/I (x)		2,7	2,6	2,5

Kilde: Jyske Bank & DSV

DSV	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	1.600
Lukkekurs (DKK)	1.401
Markedsværdi (DKK mio.)	336.863
Jyske Quant	Q4
Value score	Q3
Quality score	Q3
Momentum score	Q3

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

DSV startede som De Sammensluttede Vognmænd af 13/7 1976 A/S. 10 vognmænd skabte den gang en af verdens største speditører i en meget fragmenteret branche og sidenhen har opkøb blot øget DSV's markedsposition. I dag er DSV verdens største leverandør af tredjeparts logistik efter opkøbet af DB Schenker. DSV har vist en usædvanlig evne til at skabe værdi gennem opkøb, mens succesfuld integration af nye kompetencer og kulturer har skabt et af branchens mest profitable selskaber.

Det holder vi øje med

For DSV har opkøb været den vigtigste vækstmotor. Manglende opkøbsmuligheder kan derfor presse vækstmulighederne, mens DSV nu har en størrelse, der gør, at konkurrenterne kan lokke flere af DSV's små- og mellemstore kunder. Udbredelsen af AI kan reducere kundernes behov for mange af de value-added-services DSV tilbyder, mens svagere verdenshandlen kan føre til faldende volumen.

Senior Aktieanalytiker, Haider Anjum

Genmab

- Vild oktoberfest efter tre "Home runs"
- Rammer tømmermændene efter en vild oktoberfest?

Vild oktoberfest efter tre "Home runs"

Historisk oktober fra Genmab med tre ud af tre home runs og en kursstigning på 61,7 %. Den markante kursudvikling har især været drevet af positive studiedata for alle tre kerneprodukter Epkinly, Rina-S og Peto, som alle leverede imponerende resultater, der lå væsentligt over forventningerne. De tre stærke resultater fra EPKINLY, Rina-S og Peto reducerer risikoen i pipelinen væsentligt og styrker vækstprofilen efter Darzalex. Det stærke nyhedsflow har fået analytikere verden over til markant at hæve deres kursmål og har sat en raket i aktien. Aktien har med rette stort set ignoreret den mindre skuffelse, da J&J offentliggjorde Darzalex-salget for 3. kvartal.

Rammer tømmermændene efter en vild oktoberfest?

De tre stærke resultater fra EPKINLY, Rina-S og Peto har imponeret og været til glæde for både Genmab, aktionærer og patienter. Aktiekursen er blevet pænt belønnet og er steget hele 149 % siden bunden i juni. Den kraftige kursstigning og et markant tyndere nyhedsflow får os til at sænke anbefalingen til SALG, selv om vi løfter kursmålet med 28 % til DKK 3.725. Det vigtigste nyhedsflow er nu ovre, hvilket øger risikoen for profit-taking og en mere sivende kursudvikling i den kommende periode. Vi vurderer derfor risk/reward som negativ. Investorerne vil nu rette blikket mod regnskabet for 3. kvartal den 5. november, efterfulgt af yderligere resultater med Peto i anden-/tredjelinjebehandling af hoved- og halskræft (LiGeR-HN2) i 1. kvartal 2027.

Investeringscase

Genmabs investeringscase er markant styrket efter tre stærke fase 3-resultater, som har reduceret risikoen i pipelinen væsentligt. Aktien er dog steget endnu hurtigere og handler nu lidt over vores fundamentale værdi. Samtidig er det vigtigste nyhedsflow overstået, hvilket begrænser yderligere upside og øger risikoen for profit-taking. Vi vurderer derfor risk/reward som negativt.

Efter stærke fase 3-resultater for EPKINLY, Rina-S og Peto er pipelinens risikoprofil væsentligt forbedret, hvilket styrker troen på, at Genmab har bygget en holdbar vækstbro hen over Darzalex-patentkløften omkring 2030. Fokus flytter nu fra klinisk de-risking til regulatorisk og kommerciel execution. De næste væsentlige datapunkter bliver regulatoriske ansøgninger for de tre kerneprodukter, yderligere resultater med Peto i

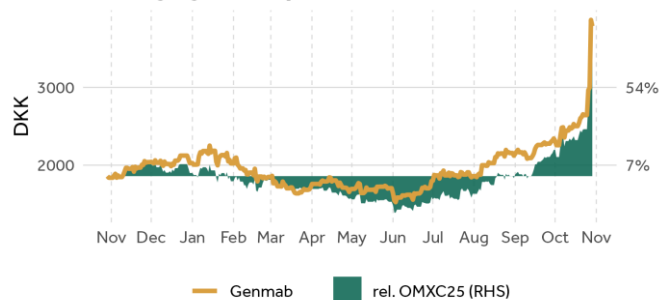
Udvalgte nøgletal

USDm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	3.720	4.473	5.748	6.776
EBIT	1.065	1.162	1.811	2.464
Net Profit	963	643	1.159	1.680
Balance sum	12.873	13.638	14.668	16.223
Egenkapital	6.100	6.744	7.903	9.583
Indtjening per aktie (USD)	14,8	10,0	18,0	26,2
Udbytte per aktie (USD)	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	39,6	59,4	32,1	22,1
K/I (x)	6,2	5,4	4,6	3,8

Kilde: Jyske Bank & Genmab

Genmab	Sælg
Sektor	Sundhed
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	3.725
Lukkekurs (DKK)	3.788
Markedsværdi (DKK mio.)	236.393
Jyske Quant	Q4
Value score	Q4
Quality score	Q2
Momentum score	Q4

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

Genmab er et internationalt biotekselskab specialiseret i antistofbaserede kræftbehandlinger. Porteføljen omfatter bl.a. Darzalex, Epkinly, Tivdak og Kesimpta via globale partnerskaber med selskaber som Johnson & Johnson, Novartis og Pfizer. Selskabet har en bred pipeline af kliniske og prækliniske programmer og udvider mod autoimmune sygdomme gennem egne og partnerdrevne projekter.

Det holder vi øje med

Efter en vild oktober skifter fokus nu til ansøgninger om godkendelser for EPKINLY, Rina-S og Peto, peaksales forventninger samt launch-timing fra 2027. Derudover er fokus på resultater med Peto i anden linje hoved- og halskræft (LiGeR-HN2) i 1. kvartal 2027. De største risici er forsinkelser i godkendelser, svagere kommerciel uptake og øget konkurrence.

Senior Aktieanalytiker, Henrik Hallengreen Laustsen

GN Store Nord

- Stærk performance siden bunden i august
- 3. kvartal kan ende med at skuffe markedet

Stærk performance siden bunden i august

GN Store Nord-aktien har taget en lille puster i oktober efter den stærke performance siden bunden i august, hvor aktien er oppe med over 20 % - vel og mærke uden at indtjeningsforventningerne er fuldt med op. Markedet begynder således i stigende grad at få øjnene op for den overskydende likviditet, som GN står med efter frasalget af GN Hearing, hvor vi ser mulighed for, at GN kan sende DKK 4 mia. retur til aktionærerne hen over det næste 1½ år. Prissætningen af den tilbageværende forretning ser fortsat attraktiv ud relativt til Logitech, men GN bliver efter frasalget af Hearing en meget mindre og mere risikabel forretning. Vi har derfor sænket anbefalingen til Hold.

3. kvartal kan ende med at skuffe markedet

GN Store Nord kommer med regnskab den 5. november, hvor fokus vil være på Enterprise-forretningen, og hvorvidt væksten er tilbage i positivt territorium efter tre år med negative vækstrater. Vi ser begyndende tegn på bedring, drevet af lanceringen af Jabra Evolve 3, men det er ikke givet, at væksten vender tilbage allerede i 3. kvartal. Det afhænger af udrulningen af Jabra Evolve 3 til de lavere prispunkter, som udgør 35 % af markedet. Vi forventer en organisk vækst på 0 % i Enterprise-forretningen i 3. kvartal, hvilket ikke nødvendigvis er nok til at tilfredsstille markedet, og bliver væksten negativ vil markedet blive skuffet.

Investeringscase

Vi ser begyndende tegn på bedring i Enterprise-forretningen, hvor væksten forventes at vende tilbage til positivt territorium i 2. halvår, men det er ikke givet, at det sker i 3. kvartal. Det afhænger af udrulningen af Jabra Evolve 3 til mid-end segmentet. Markedet vil dog blive skuffet, hvis GN ikke leverer varen. Samtidig kan GN kan blive ramt af stigende transportomkostninger.

Vi har fortsat tiltro til det langsigtede potentiale i både Enterprise- og Gaming-forretningen, men frasalget af Hearing gør, at GN bliver mere følsom over for en forværring i den makroøkonomiske situation. Samtidig lader opsvinget i Enterprise markedet vente på sig, da virksomhederne er tilbageholdende med at øge deres IT-budgetter, der er under pres fra de stigende priser på hukommelseschips og stigende omkostninger til AI. Vi har derfor en Hold anbefaling på aktien.

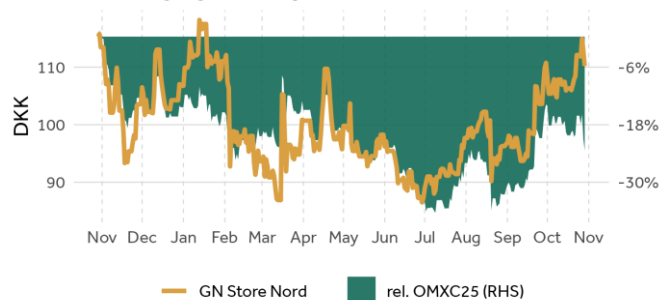
Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	9.568	9.523	10.060	10.630
EBIT	423	56	712	837
Net Profit	708	-439	1.310	1.494
Balance sum	29.226	28.798	29.879	29.846
Egenkapital	10.898	10.494	10.699	9.737
Indtjening per aktie (DKK)	4,7	-2,9	8,7	10,2
Udbytte per aktie (DKK)	0,0	0,0	0,0	1,3
P/E (x)	22,8	-38,8	13,0	11,1
K/I (x)	1,5	1,6	1,6	1,6

Kilde: Jyske Bank & GN Store Nord

GN Store Nord	Hold
Sektor	Cyklisk forbrug
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	110
Lukkekurs (DKK)	110,2
Markedsværdi (DKK mio.)	16.631
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

GN Store Nord er en af verdens førende producenter af høreapparater, gaming udstyr og headsets. Høreapparatsdivisionen er dog solgt til Amplifon - en handel, som forventes at blive gennemført ved udgangen af 2026. Den tilbageværende forretning vil herefter bestå af Enterprise divisionen, som sælger headsets og videoudstyr til virksomheder under Jabra brandet og Gaming divisionen, som sælger gaming udstyr.

Det holder vi øje med

Vi holder øje med, om markedet for headsets vender tilbage til den strukturelle vækst, og hvordan de nye produktlanceringer er kommet fra start. Samtidig kan øget makroøkonomisk usikkerhed, et faldende PC-salg, tab af markedsandele, fejlslåede produktlanceringer, øget konkurrence i markedet, AI og et mislykket forsøg på at sælge GN Hearing og dermed nedbringe gælden ændre vores vurdering.

Aktieanalytiker, Senior Vice President, Janne Vincent Kjær

ISS

- Rolig kursfremgang før Q3 opdateringen
- Overgangskvartal i en stærk vækstcase

Rolig kursfremgang før Q3 opdateringen

ISS-aktien har haft en flad kursudvikling i oktober mod en fremgang på 8,2 % for OMXC25. ISS kom under pres efter deres datterselskab fik omfattende kritik i undersøgelsen af branden i boligkomplekset Wang Fuk Court i Hongkong. I alt er syv personer og to selskaber sigtet. Hverken ISS eller selskabets medarbejdere er blandt de sigtede. Selv i det tilfælde vurderer vi, at ISS har en passende og tilstrækkelig forsikringsdækning. Kritikken rammer selvfølgelig på omdømme og muligheden for nye kontrakter i Hongkong.

Overgangskvartal i en stærk vækstcase

Vi ser Q3 som et overgangskvartal snarere end en ny temperaturmåling på den langsigtede case. ISS kapitalmarkedsdag efterlod os med et positivt indtryk af selskabets markedsposition og evne til at vinde nye kontrakter, mens de langsigtede mål fortsat peger mod mere end 5 % årlig organisk vækst frem mod 2028 og yderligere marginfremgang. Derfor behøver ISS efter vores vurdering ikke at imponere i Q3, men blot undgå at skuffe. Kan selskabet samtidig vise tegn på stabilisering i Amerikas, vil det være et positivt signal ind mod 2027.

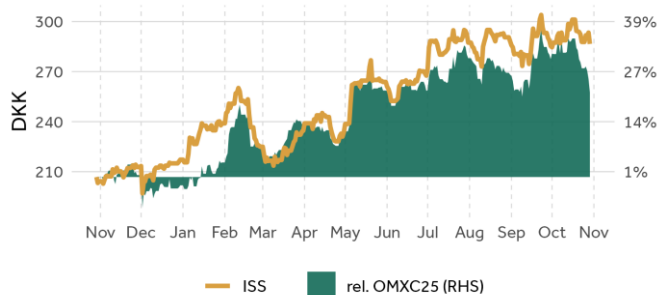
Investeringscase

Med udsigt til organisk vækst over 6% og en driftsmargin over 5,25% i 2026 har ISS for alvor cementeret, at tidligere års resultatmæssige udfordringer er et lukket kapitel. ISS ser igen ud til at være garanteret for en stabil indtjening og med høj udlodning til aktionærerne.

ISS har i de sidste mange år performet under markedets forventninger, men en ny ledelse, bestyrelse og strategi har for alvor genetableret investortilliden – vi ser nu frugterne af det målrettede arbejde ISS har udført for at løfte profitabiliteten til et stabilt og tilfredsstillende niveau. Dette har gjort, at aktiekursen har set en kraftig forbedring, og ISS kan ikke betegnes som en billig aktie længere, hverken ift. egen multipelhistorik eller ift. peergruppen. Vi mener dog stadig, at den fundamentale værdi af ISS ikke er afspejlet fuldt i kursen endnu.

ISS	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	330
Lukkekurs (DKK)	286,6
Markedsværdi (DKK mio.)	45.856
Jyske Quant	Q2
Value score	Q2
Quality score	Q3
Momentum score	Q3

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

ISS er et globalt Integrated Facility Services-selskab, der leverer en lang række forskellige serviceydelser indenfor hovedområderne rengøring, tekniske opgaver, fødevarer samt arbejdspladser (f.eks. sikkerhed). ISS har mere end 325.000 ansatte og er til stede i 40 lande – størstedelen af omsætningen hentes i Europa på ca. 70%. ISS' primære forretningsområde er deres rengøringsydelser, hvor de er blandt de største selskaber på verdensplan; rengøringsydelser udgør ca. 42% af deres omsætning.

Det holder vi øje med

ISS lave driftsmargin betyder, at selv små skuffelser kan blive til store bekymringer om fremtiden for investorerne. Kontraktudfordringer eller kundeexit på større kontrakter kan derfor skubbe til ISS' profitabilitet og skabe udsving i aktien.

Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	84.684	90.751	96.378	101.283
EBIT	3.950	4.575	5.058	5.579
Net Profit	2.613	2.879	3.231	3.601
Total Assets	45.601	48.251	48.811	49.349
Egenkapital	10.540	9.254	9.405	9.709
Indtjening per aktie (DKK)	15,6	18,8	22,5	26,8
Udbytte per aktie (DKK)	3,3	4,1	4,9	5,9
P/E (x)	13,9	14,6	12,2	10,3
K/I (x)	3,5	4,7	4,4	4,0

Kilde: Jyske Bank & ISS

Senior Aktieanalytiker, Haider Anjum

Netcompany

- God stemning blev ødelagt af regnskab
- Klare tegn på produktivitetsforbedringer

God stemning blev ødelagt af regnskab

Netcompany-aktien er steget hele 15,5 % i oktober måned mod en stigning i OMX C25 på 8,2 %. Stigningen skal i høj grad tilskrives en aftagende frygt for AI-disruption, som har præget IT-aktierne meget det sidste år. Den gode stemning blev dog delvist ødelagt af et regnskab som på nogle punkter skuffede markedet, og sendte aktien ned med knap 9 % på dagen. Netcompany-aktien ligger nu fladt år-til-dato, med en udvikling, som mest af alt kan beskrives som en rutsjebanetur for investorerne.

Klare tegn på produktivitetsforbedringer

Netcompany aflagde et 3. kvartalsregnskab med fin vækst, klare tegn på produktivitetsforbedringer og gode fremskridt i synergihøsten i Netcompany Banking Services. Aktien satte sig dog 9% på dagen, hvilket formentligt skyldes en mindre aggressiv topinjeopjustering og et meget svagt frit cash flow – sidstnævnte ser vi dog som lidt af en storm i et glas vand og af klart midlertidig karakter. Med en stigning i kundevedt medarbejdere på 1,4% å/å og en omsætningsvækst på 8% viser Netcompany nu for alvor tegn på de produktivitetssløft der skal bringe selskabet op på en driftsmargin over 20% i 2029.

Investeringscase

Netcompany har positioneret sig som en central leverandør af komplekse og kritiske IT-infrastrukturløsninger til det offentlige og privatsektoren i Europa. Vækstpotentialet virker næsten ubegrænset de kommende år i kraft af Netcompanys størrelse som "udfordrer" i en Europæisk kontekst. Leveres denne vækst, og med marginforbedringer undervejs, er kurspotentialet attraktivt mange år frem.

Efter nogle år med skuffende marginudvikling i flere kernemarkeder har Netcompany vist mere stabil fremgang i løbet af 2025, og udsigterne for 2026 ser solide ud med en vækstforventning mellem 8,5- 10,5% og en driftsmargin (før afskrivninger) på 16-19%. Netcompany har desuden haft et meget positivt kommercielt momentum de seneste måneder, med flere store kontraktomineringer, særligt i Storbritannien. Vi ser derfor basis for at Netcompanys indtjeningsevne stadigt kan forbedres i takt med at man får endnu mere skala i udlandet.

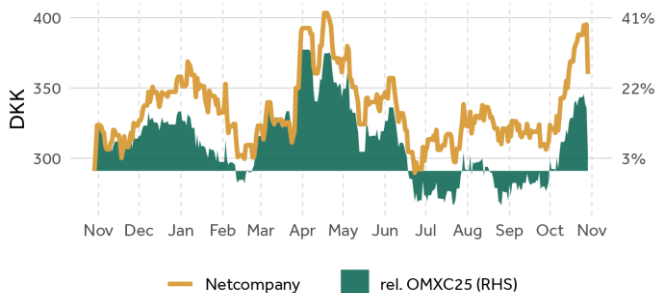
Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	7.892	9.608	10.444	11.142
EBIT	562	981	1.494	1.779
Net Profit	257	769	1.061	1.282
Balance sum				
Egenkapital	3.488	3.224	3.489	3.489
Indtjening per aktie (DKK)	5,5	17,2	24,9	32,1
Udbytte per aktie (DKK)	0,0	0,0	6,2	8,0
P/E (x)	61,4	21,2	14,6	11,4
K/I (x)	4,5	40,8	37,7	37,7

Kilde: Jyske Bank & Netcompany

Netcompany	Køb
Sektor	Information Technology
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	425
Lukkekurs (DKK)	360
Markedsværdi (DKK mio.)	16.560
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

Netcompany er en dansk IT-konsulentvirksomhed, der udvikler og implementerer "next generation" IT-løsninger til den private og offentlige sektor. Netcompany har blandt andet stået for udviklingen og vedligeholdelsen af portalen Borger.dk, kommunikationsplatformen Aula, samt avancerede IT-systemer hos selskaber som Topdanmark, Novo Nordisk og Københavns Lufthavn. Netcompany havde i 2025 en omsætning på DKK 7,9 mia. og mere end 9700 ansatte.

Det holder vi øje med

Forhøjet makroøkonomisk usikkerhed kan lede til at IT-projekter udskydes eller annulleres, hvilket vil sætte sig i Netcompanys vækst og profitabilitet. Risikoen for fejl på IT-projekter og efterfølgende imageskade er altid til stede for selskaber som Netcompany.

Senior Aktieanalytiker, Anders Haulund Vollesen

NKT

- Al bekymringer fortsætter med at presse NKT
- Spændende fremtidsudsigter

Al bekymringer fortsætter med at presse NKT

NKT er faldet med under 1 % i oktober, og tilbagegangen siden toppen i maj er nu oppe på omkring 21,4 %. Det er på trods af, at indtjeningsforventningerne for både 2026 og 2027 er blevet løftet. Aktien er altså ikke blevet belønnet for den stærke eksekvering i 2. kvartal, hvor især højspændingsforretningen leverede en overraskende stærk indtjeningsevne. NKT har dog haft det svært siden Al bekymringerne ramt markedet, men vi vil benytte kursfaldet til at købe op i aktien.

Spændende fremtidsudsigter

Trods den seneste modgang, forventer vi et solidt resultat fra NKT, når selskabet leverer regnskab d. 11. november. NKT kan dog få svært ved at replicere den stærke profitabilitet i højspændingsforretningen, hvor indtjeningsevnen i 2. kvartal var drevet af en stærk eksekvering, som ikke nødvendigvis kan gentages i 3. kvartal. Samtidig vil omkostningerne forbundet med indkøringen af den nye højspændingsfabrik i Karlskrona blive yderligere intensiveret forud for, at fabrikken starter produktion op i 2027. Det bliver derfor spændende at følge med i, hvordan indkøringen af den nye højspændingsfabrik forløber, men det er vores vurdering, at NKT er på rette vej i forhold til at levere på deres finansielle mål for 2030.

Investeringscase

Vi ser et attraktivt vækstpotentiale i NKT, hvor udbygningen af havvind og elektrificeringen af samfundet stiller store krav til udbygningen af elnettet i Europa. Samtidig står NKT med en rekordhøj ordrebog, hvor kapaciteten er tæt på fuldt udsolgt frem mod 2030. NKT er derfor godt på vej til at levere på målsætningen om mere end en fordobling af indtjeningen. Det er ikke fuldt afspejlet i prisen.

NKT står med kapacitetsudvidelsen i Karlskrona godt positioneret til at få andel i det attraktive vækstpotentiale, der er på højspændingsmarkedet frem mod 2030, hvor efterspørgslen forventes at overstige kapaciteten på markedet. Det lover godt for kvaliteten af ordrebogen, hvor priserne på kablerne er fordoblet siden 2020-2022. Der er derfor udsigt til et markant løft i profitabiliteten i takt med, at den nye kapacitet kommer op at køre, og NKT begynder at eksekvere på nogle af de ordrer, der er taget ind på rigtig gode priser hen over de sidste par år.

Udvalgte nøgletal

EURm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	3.565	3.604	4.423	4.721
EBIT	257	289	401	584
Net Profit	275	237	324	467
Balance sum	5.595	5.917	5.437	5.620
Egenkapital	2.193	2.430	2.733	2.826
Indtjening per aktie (EUR)	5,1	4,4	6,0	8,7
Udbytte per aktie (EUR)	0,0	0,0	0,0	1,2
P/E (x)	20,9	26,1	19,0	13,2
K/I (x)	2,6	2,6	2,3	2,2

Kilde: Jyske Bank & NKT

NKT	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	1.100
Lukkekurs (DKK)	874
Markedsværdi (DKK mio.)	46.951
Jyske Quant	Q2
Value score	Q4
Quality score	Q2
Momentum score	Q1

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

NKT er en af verdens førende kabelleverandører med over 5.000 medarbejdere og produktionsfaciliteter fordelt over hele Europa bl.a. i Karlskrona og København, hvor selskabets to højspændingsfabrikker ligger. Cirka 50% af selskabets omsætning kommer fra højspændingskabler, hvor NKT er leveringsdygtig i både jævn- og vekselstrømskabler til havvindmølleparker og landbaserede højspændingsprojekter. Herudover producerer NKT lav- og mellemspændingskabler til blandt andet transmissions- og distributionsselskaberne samt installationskabler til byggebranchen.

Det holder vi øje med

Vi holder øje med, om NKT kan håndtere indkøringen af den nye højspændingsfabrik i Karlskrona, og hvorvidt selskabet er i stand til at eksekvere på de store højspændingsprojekter uden væsentlige forsinkelser og ekstraomkostninger. Samtidig kan pipelinen af potentielle ordrer, øget konkurrence i markedet, projektforsinkelser, kartelsager og ændringer i de politiske ambitioner ændre vores vurdering.

Aktieanalytiker, Senior Vice President, Janne Vincent Kjær

Nordea

- Hård oktober måned drevet af modelbekymringer
- Nye krav om yderlig konservatisme i erhvervslån

Hård oktober måned drevet af modelbekymringer

Nordea-aktien har haft en meget hård oktober måned med et fald på 8,5 % sammenlignet med en stigning i OMX C25 på 8,2 %. Faldet skal i høj grad tilskrives 3. kvartalsregnskabet den 15. oktober, som bragte nyheden om, at aktietilbagekøb sættes på pause, indtil der er afklaring om kapitaleffekten fra nye kapitalmodeller fra ECB. Nordea's udlånsmomentum er dog fortsat intakt med en samlet udlånsvækst på 5 % sammenlignet med sidste år, og hvor særligt udlånsvæksten blandt erhvervs-kunder i Sverige og Norge ser stærk ud (7-20 % å/å på tværs af segmenterne).

Nye krav om yderlig konservatisme i erhvervslån

Nordea kunne i forbindelse med regnskabet offentliggøre, at ECB har fremsat et krav om yderligere konservatisme i de nye interne modeller på erhvervslån. Effekten er ukendt, men vi ser dog grund til at mane til besindighed, da Nordea oprindeligt ikke forventede nogen effekt af modelopdateringen, samtidig med at banken fastholder sine vækstambitioner og en udbyttepolitik på 60-70 % af årets resultat efter skat. Hertil kommer, at Nordeas risikovægte ikke adskiller sig væsentligt fra gennemsnittet blandt ECB-regulerede SIFI-banker. Vi anser derfor markedets reaktion på usikkerheden som forstælig, men overgjort.

Investeringscase

Nordeas finansielle mål frem mod 2030 lyder på en egenkapitalforrentning over 15% i alle år og en omkostningsprocent på 40-42% i 2030. Indfrier Nordea dette, vil det placere banken som en af de mest profitable og omkostningseffektive nordiske storbanker. Værdiansættelsen af aktien ift. øvrige nordiske banker afspejler dog ikke dette, hvorfor vi ser et godt potentiale i aktien.

Nordeas kommercielle ambitioner er høje de kommende år, og man venter at tage markedsandele på flere kernemarkeder og -segmenter. Vi ser dog konkurrencen om bankkunderne som høj, og det er ikke givet på forhånd at Nordea vil lykkes med sine vækstambitioner. Til gengæld ser vi bankens omkostningsplan som troværdig og de digitale skalafordele er åbenlyse for en bank som Nordea. Vi tror derfor Nordea vil lykkes med at levere en stabilt høj egenkapitalforrentning på linje med den langsigtede målsætning – dette gør aktien attraktiv ved den nuværende værdiansættelse.

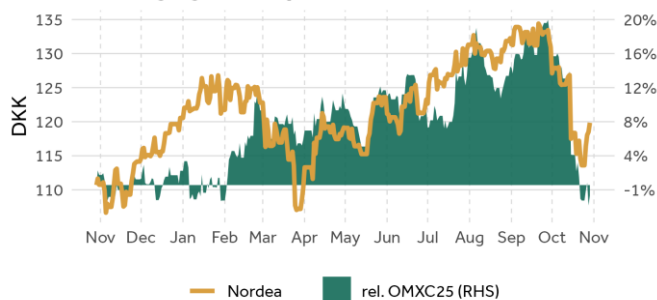
Udvalgte nøgletal

EURm	2025	2026E	2027E	2028E
Indtjening før skat	6.316	6.196	6.825	7.303
Nettoreultat	4.840	4.739	5.222	5.588
Balancesum	621.931	679.371	703.460	727.738
Egenkapital	32.419	32.516	34.346	35.120
Indtjening per aktie (EUR)	1	1	2	2
Udbytte per aktie (EUR)	1,0	1,0	1,1	1,1
P/E (x)	11,3	11,4	10,3	9,5
K/I (x)	1,7	n.m	n.m	n.m

Kilde: Jyske Bank & Nordea

Nordea	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	150
Lukkekurs (DKK)	119,8
Markedsværdi (DKK mio.)	407.825
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

Nordea er den største finansielle virksomhed i Norden og en af de største banker i Europa med en tilstedeværelse i 20 lande. Nordea leverer en bredt funderet og universal bank-service til over 9 millioner privatkunder og ca. 600.000 erhvervs-kunder.

Det holder vi øje med

Økonomisk afmatning og et lavere rentemiljø er den mest direkte risiko for Nordea og banksektoren generelt. Store tab på udlån til kunder er ligeledes en af de primære risici ved at drive bankforretning, men bankens geografiske diversificering og hensættelsesbuffer afhjælper noget af denne risiko.

Senior Aktieanalytiker, Anders Haulund Vollesen

Novo Nordisk

- Novo Nordisk halter efter OMXC25 i oktober
- Fokus på Wegovy-pillen ved regnskabet for 3. kvartal

Novo Nordisk halter efter OMXC25 i oktober

Novo Nordisk er steget 2,8 % i oktober, mod en stigning på 8,2 % for OMX C25. Månedens har budt på et begrænset væsentligt nyhedsflow, om end der har været enkelte mindre nyheder. FDA har forlænget behandlingstiden på Novos ansøgning om denecimig til behandling af hæmofili A. Lillys kommende produkt retatrutide har slået Novos Ozempic i en direkte sammenligning og vist større effekt på både blodsukkerreduktion og vægttab. Det eneste positive element for Novo er, at flere patienter stoppede behandlingen med retatrutide på grund af bivirkninger. Aktien kan også have været presset af en aftagende vækst i receptallene for Wegovy-pillen i USA. Dette bliver formentlig et fokuspunkt i forbindelse med regnskabet.

Fokus på Wegovy-pillen ved regnskabet for 3. kvartal

Fokus retter sig nu mod Novo Nordisks regnskab for 3. kvartal den 4. november, med særligt fokus på Wegovy-pillen, udviklingen i diabetesforretningen og indikationer for væksten i 2027. Vi forventer, at Novo vil levere stort set på linje med markedets forventninger, og samtidig at selskabet vil løfte den nedre ende af forventningerne til 2026, primært drevet af Wegovy-pillen og en bedre udvikling i Ozempic end tidligere frygtet. Markedet indregner dog allerede en oppræcisering, hvorfor en fastholdelse af de nuværende forventninger kan skuffe investorerne.

Investeringscase

Væksthistorien er afgørende for Novo-casen og har været presset. En svækket vækstprofil og usikkerhed om tiden efter semaglutids patentudløb gør at værdiansættelsen fremstår fair. Wegovy-pillen og pipelineprodukterne kan understøtte væksten, men der udsigt til få oplagte nyheder fra pipeline i nær fremtid og øget konkurrence fra Lillys væggtabspil, hvorfor aktien ventes at bevæge sig sidelæns. Væksthistorien er afgørende for kursstigninger, og højere vækstforventninger kræver bedre recepttal for Wegovy og Ozempic, skuffelser fra Eli Lilly (studieresultater eller pille-salg), eller klare beviser på, at Novo kan genetablere den langsigtede væksthistorie. Det er dog fortsat usikkert, om pipeline kan kompensere for semaglutids patentudløb. Udebliver væksten stiger fokus på patentudløb i 2031-32. Selvom værdiansættelsen er faldet, vurderes vækstprofilen fortsat som vigtigste driver for kursen. Forventningerne er dog så lave, at selv beskedne vækstforbedringer kan understøtte aktien

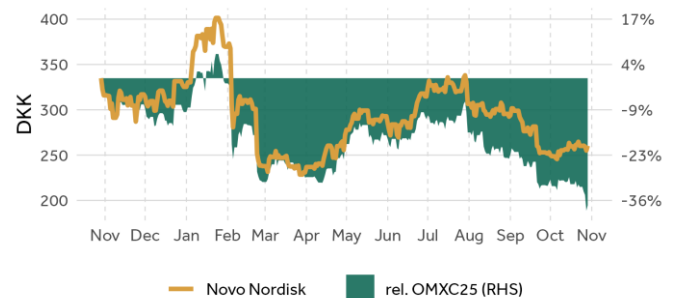
Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	306.415	298.381	305.104	318.963
EBIT	127.658	121.983	125.036	130.955
Net Profit	102.434	116.213	95.234	99.643
Balance sum	542.902	580.461	575.491	586.574
Egenkapital	194.047	243.497	241.112	250.282
Indtjening per aktie (DKK)	23,1	26,2	21,4	22,4
Udbytte per aktie (DKK)	11,6	15,4	11,8	12,3
P/E (x)	14,1	9,8	12,0	11,4
K/I (x)	7,4	4,8	4,8	4,6

Kilde: Jyske Bank & Novo Nordisk

Novo Nordisk	Hold
Sektor	Sundhed
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	330
Lukkekurs (DKK)	260,4
Markedsværdi (DKK mio.)	1.162.463
Jyske Quant	Q1
Value score	Q1
Quality score	Q1
Momentum score	Q4

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

Novo Nordisk er en global dansk medicinalvirksomhed med ledende positioner inden for diabetes, fedme og sjældne sygdomme. Porteføljen rummer stærke GLP-1-produkter som Ozempic, Wegovy og Wegovy-pillen, og selskabet investerer massivt i forskning og produktionskapacitet for at imødekomme høj efterspørgsel. Med global tilstedeværelse i mere end 168 lande og en stærk pipeline fortsætter Novo med at drive innovation i et hurtigt voksende marked.

Det holder vi øje med

Udviklingen i recepttal for Wegovy, Ozempic og Wegovy-pillen som pejlemærke for væksten. Samtidig følger vi positioneringen af CagriSema, fremdriften i fase 3-programmet for zenagamtide samt eventuelle partnerskaber. På risikosiden holder vi øje med konkurrence fra Eli Lilly, prispres, marginpres, forsinkelser i pipeline og stigende fokus på patentudløb.

Senior Aktieanalytiker, Henrik Hallengreen Laustsen

Novonesis

- Et forventet gearskifte i væksten
- Flere vækstben trækker fortsat i den rigtige retning

Et forventet gearskifte i væksten

Lad dig ikke skræmme af, at væksten tager et mærkbart skridt ned i Q3. Den lavere Q3-vækst bør efter vores vurdering i høj grad ses som et teknisk bump snarere end et knæk i væksthistorien. Animal møder omkring EUR 7 mio. modvind fra lageropbygning i første halvår, mens tilbagebetaling af tidligere tarifarrelaterede pristillæg ligeledes rammer den organiske vækst uden tilsvarende effekt på marginerne. Hertil kommer vanskelige sammenligningstal i Bioenergy, mens Human Health er presset af svag forbrugertillid på det amerikanske marked. Vi venter derfor, at Q3 bliver årets vækstmæssige lavpunkt.

Flere vækstben trækker fortsat i den rigtige retning

Trods et mere afdæmpet Q3 ser vi ingen væsentlige ændringer i de underliggende vækstdrivere. Energy udvikler sig fortsat fornuftigt trods et sværere sammenligningsgrundlag, mens Food & Beverage fortsat nyder godt af stærk efterspørgsel på tværs af blandt andet mejeri. Kan Novonesis bekræfte, at afmatningen primært skyldes kendte tekniske forhold, og at den underliggende efterspørgsel er intakt, bør investorens fokus hurtigt flytte sig mod en højere vækst i Q4 og 2027

Investeringscase

Novonesis fortsætter på overbevisende vis med at styrke deres konkurrencemæssige position, hvor man både udvider kerneforretningen og vinder markedsandele. Samtidig sender aktietilbagekøbet på EUR 1 mia. et klart signal fra ledelsen om, at gælden er under kontrol, cash flow-profilen er robust, og at selskabet kan finansiere både vækstinvesteringer, opkøb, udbytter og aktietilbagekøb samtidigt.

Målt mod konkurrenterne er Novonesis ingen billig aktie, men kvalitet koster. Selskabet kombinerer en best-in-class vækst- og marginprofil med markedsledende positioner inden for biologiske løsninger og eksponering mod nogle af de mest attraktive strukturelle megatrends. Efter en vellykket fusion kan fokus nu flyttes til krydssalg, nye anvendelsesområder og en stadig større biologisk værktøjskasse, der kan løfte væksten yderligere. Vi ser gode muligheder for en fastholdelse af best-in-class vækst og indtjeningsudvikling i mange år og dermed forsvare en betydelig værdiansættelsespræmie.

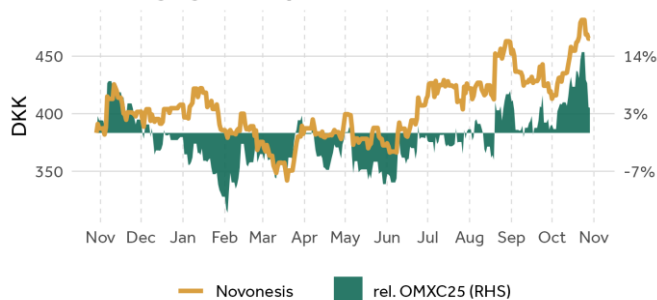
Udvalgte nøgletal

EURm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	4.157	4.475	4.885	5.246
EBIT	816	1.133	1.297	1.503
Net Profit	584	816	940	1.096
Balance sum	16.349	16.372	16.321	16.571
Egenkapital	10.855	11.408	11.772	12.080
Indtjening per aktie (EUR)	1,2	1,7	2,0	2,3
Udbytte per aktie (EUR)	0,7	0,3	0,8	0,9
P/E (x)	43,8	32,3	28,2	24,1
K/I (x)	2,4	2,6	2,5	2,4

Kilde: Jyske Bank & Novonesis

Novonesis	Køb
Sektor	Materialer
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	515
Lukkekurs (DKK)	465,3
Markedsværdi (DKK mio.)	217.899
Jyske Quant	Q5
Value score	Q4
Quality score	Q4
Momentum score	Q4

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

Novonesis er en sammensmeltning af Chr. Hansen og Novozymes. Selskabet er en veldiversificeret innovations- og markedsleder, der har oparbejdet en stærk konkurrencemæssig fordel qua deres enorme biologiske værktøjskasse med mere end 10.000 aktive patenter og 100.000+ enzym- og mikrobielle stammer, samt et konstant fokus på at optimere og udbygge kompetencer via forskning. Ved at kombinere Novozymes kompetencer inden for enzymer og proteiner med Chr. Hansens enorme teknologiske knowhow inden for bakterie og mikrober kan der låses op for et potentielt, de enkelte selskaber hver især ikke har haft.

Det holder vi øje med

Novonesis er en dyrt prissat aktie, hvorfor selv de mindste skuffelser bliver straffet. Dette kan blandt andet komme fra en svagere end ventet eksekvering af strategi- og integrationsplanen, mens fejlslagen produktudvikling, forsinkede produktlanceringer, forværring af kundernes underliggende markeder og en langsommere penetrering på Emerging Markets kan presse vækstmulighederne.

Senior Aktieanalytiker, Haider Anjum

Pandora

- Stille oktober for Pandora
- Udsigt til forbedrede forhold for Pandora

Stille oktober for Pandora

Pandora har ikke gjort det store væsen af sig i oktober, hvor aktiekursen stort set ligger fladt. Det er på trods af, at sølvpriserne er faldet yderligere tilbage, hvilket bør være understøttende for aktiekursen på den lange bane, da det påvirker de fremtidige input-udgifter og dermed også den fremtidig lønsomhed. Pandora har dog afdækket størstedelen af sølvforbruget for 2027, hvorfor det ikke får nogen effekt på indtjeningen i 2027. Derudover har Pandora i oktober indviet deres nye fabrik i Vietnam, hvor CEO, Berta de Pablos-Barbier, udtalt, at de har set en stabilisering i efterspørgslen i USA, der dog stadig befinder sig på et lavt niveau.

Udsigt til forbedrede forhold for Pandora

Pandora kommer med regnskab d. 4. november, hvor fokus vil være på salgsudviklingen i kvartalet, og hvorvidt væksten fortsætter med at være i den høje ende. Det lave niveau af forbrugertilid forventes ikke at blive forværret, men snarere forbedres en smule, hvis man kigger på kreditkortdata. Hvad der bliver spændende at holde øje med niveauet af fremtidige marginforventninger, samt pilottest af platinbelagte smykker i Holland. Derudover forventes de tidligere antagelser om stigende metalpriser at nedjusteres, hvilket forhåbentligt resulterer i en højere overskudsgrad.

Investeringscase

Vi ser god værdi i aktien, hvis det lykkedes Pandora at få konverteret en stor del af sølvsortimentet til platinbelagte smykker uden at det skader brandet, hvilket vi har tiltro til. Vi forventer derfor, at Pandora vil være i stand til at genoprette indtjeningsevnen, således at de på mellemlangt sigt vil kunne fastholde en overskudsgrad på over 21%. Holder det stik ser pris-sætningen attraktiv ud.

Pandora står overfor store udfordringer, hvor den faldende forbrugertilid i USA risikerer at påvirke salget negativt. Samtidig kommer de stigende sølvpriser til at lægge pres på indtjeningen i 2027, men presset bliver mindre end tidligere antaget. Desuden har Pandora igangsat initiativer med henblik på at mindske eksponeringen mod sølv, og lykkedes overgangen til platinbelagte smykker, ser vi gode muligheder for, at Pandora vil være i stand til at genoprette indtjeningsevnen. Det er ikke fuldt afspejlet i forventningerne i markedet, som undervurderer det langsigtede marginpotentiale.

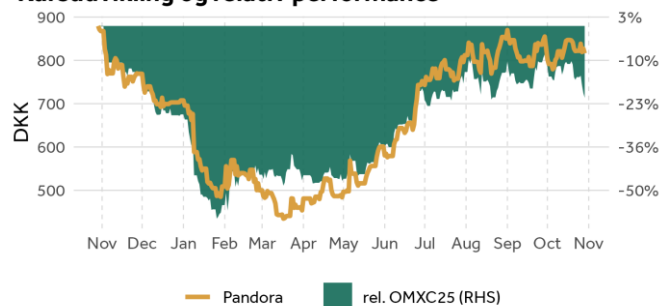
Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	32.549	33.363	35.031	36.782
EBIT	7.783	7.627	5.563	7.780
Net Profit	5.242	5.042	3.484	5.157
Balance sum	29.603	33.115	35.256	34.598
Egenkapital	5.282	8.683	10.526	9.571
Indtjening per aktie (DKK)	68,3	67,6	46,7	69,1
Udbytte per aktie (DKK)	22,0	22,0	22,0	22,0
P/E (x)	12,3	12,4	17,9	12,1
K/I (x)	11,8	7,0	5,8	6,4

Kilde: Jyske Bank & Pandora

Pandora	Køb
Sektor	Cyklisk forbrug
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	900
Lukkekurs (DKK)	816
Markedsværdi (DKK mio.)	61.200
Jyske Quant	Q1
Value score	Q2
Quality score	Q1
Momentum score	Q1

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

Pandora designer, producerer og markedsfører smykker i højkvalitets materialer til overkommelige priser. Selskabets produkter sælges gennem mere end 7.700 butikker i over 100 lande med størst omsætning i USA, Storbritannien, Italien og Australien. Der produceres omkring 1.250 varenumre inkl. charms og armbånd, der udgør omkring 75 % af salget, samt ringe, øreringe og halskæder. Produktionen er beliggende i Thailand, og distributionen sker med luftfragt til fire regionale centre i USA, Hamburg, Madrid og Australien.

Det holder vi øje med

Vi holder øje med, om Pandora kan håndtere overgangen til platinbelagte smykker uden at det skader brandet, og hvorvidt der er tegn på yderligere svækkelse i forbrugertiliden i USA. Samtidig kan stigende priser på ædelmetaller, højere toldsatser på varer fra Thailand, en lavere kundetrafik, fejlslagne kollektioner og prispres i markedet være med til at ændre vores vurdering af selskabet.

Aktieanalytiker, Senior Vice President, Janne Vincent Kjær

Rockwool

- Tiltrængt medvind til Rockwool
- Udsigt til en bedring i indtjeningsevnen i 3. kvartal

Tiltrængt medvind til Rockwool

Den seneste måned har givet lidt tiltrængt medvind til Rockwool-aktien, der er oppe med 6,5 % i oktober. Aktien er dog fortsat nede med 15 % siden midten af august bl.a. på bekymringer for de kraftigt stigende energipriser. Rockwool har afdækket 75 % af el- og gasforbruget for 4. kvartal, men bliver gaspriserne liggende oppe på det nuværende niveau, risikerer det at ramme indtjeningen i 2027. Rockwool har dog historisk været gode til at overvælde de stigende energipriser på kunderne, og vi forventer, at Rockwool og resten af industrien vil hæve priserne yderligere. Vi vil derfor benytte kursfaldet til at købe op i aktien.

Udsigt til en bedring i indtjeningsevnen i 3. kvartal

Rockwool kommer med regnskab d. 25. november, hvor fokus vil være på salgsudviklingen i 3. kvartal, og hvorvidt prisstigningerne kan modvirke effekten af de stigende energi- og transportomkostninger, der var det store nedslagspunkt i 2. kvartal. Vi ser dog ikke lønsomheden i 2. kvartal som run-raten gående fremad, da prisstigningerne ikke har slået igennem endnu. Vi forventer derfor en lille bedring i indtjeningsevnen i 3. kvartal, men vil ikke sætte næsen op efter samme stærke omsætningsvækst som i 2. kvartal, da kunderne har fremrykket deres indkøb forud for prisstigningerne.

Investeringscase

Nybygningsaktiviteten i Europa har været svag, men vi ser spæde tegn på bedring i Frankrig og Tyskland, mens Storbritannien fortsat har det svært. Samtidig begynder infrastrukturinvesteringerne i Tyskland langsomt at slå igennem. Vi forventer derfor at se en bedring i aktiviteten i 2026. Holder det stik, og formår Rockwool at opretholde indtjeningsevnen, er der pænt upside i aktien.

Efterspørgslen efter stenuld er drevet af en række langsigtede trends, der er med til at understøtte efterspørgslen efter Rockwools produkter på sigt. Blandt de vigtigste kan nævnes 1) et øget fokus på energieffektivitet, hvor 40% af energiforbruget i EU kommer fra bygninger; 2) et øget fokus på brandsikkerhed og 3) en substitution væk fra plastikbaserede materialer over imod mere naturlige produkter som stenuld. Dette gælder ikke mindst i USA, hvor stenuld pt. kun udgør 3-4% af markedet. Vi ser derfor et stort vækstopotiale for Rockwool i USA på længere sigt.

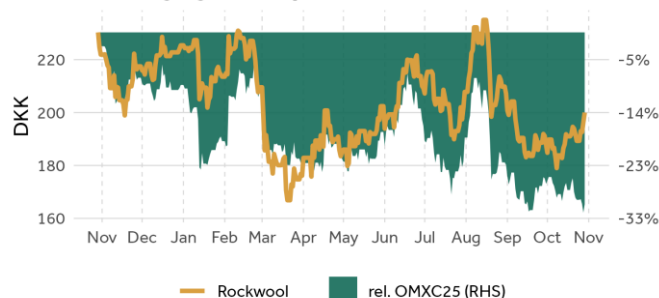
Udvalgte nøgletal

EURm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	3.877	3.855	4.163	4.413
EBIT	178	512	567	610
Net Profit	28	400	442	474
Balance sum	3.642	3.790	4.006	4.232
Egenkapital	2.741	2.863	3.024	3.205
Indtjening per aktie (EUR)	0,1	1,8	2,0	2,1
Udbytte per aktie (EUR)	0,6	0,6	0,6	0,7
P/E (x)	231,5	15,2	13,8	12,8
K/I (x)	2,3	2,0	1,9	1,8

Kilde: Jyske Bank & Rockwool

Rockwool	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	255
Lukkekurs (DKK)	200
Markedsværdi (DKK mio.)	42.570
Jyske Quant	Q4
Value score	Q3
Quality score	Q3
Momentum score	Q5

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

Rockwool er verdens førende producent af produkter baseret på stenuld. Selskabet tilbyder et bredt sortiment af produkter til byggesektoren, herunder isoleringsmaterialer, akustiklofter og facadeplader. Virksomhedens aktiviteter er opdelt i to forretningssegmenter: 1) Insulation, der leverer energibesparende og brandsikre isoleringsmaterialer til byggesektoren samt produkter til industriel og teknisk isolering og 2) Systems, der bl.a. leverer akustiklofter, facadeplader og støjisoleringsløsninger. Rockwool har i dag 45 produktionsfaciliteter fordelt på 39 lande.

Det holder vi øje med

Rockwool er følsom overfor ændringer i de økonomiske konjunkturer, hvor en opbremsning i den globale vækst vil påvirke konstruktionsaktiviteten negativt. Det gælder særligt nybygningsaktiviteten, mens renoveringsmarkedet er mere modstandsdygtigt. Desuden kan stigende energipriser, prispres, tilgang af ny kapacitet, høje investeringer og lav kapacitetsudnyttelse påvirke vores holdning til aktien.

Aktieanalytiker, Senior Vice President, Janne Vincent Kjær

Royal Unibrew

- Pæn kursmåned trods modvind i Q3
- Prisforhøjelser skal holde omkostningerne i skak

Pæn kursmåned trods modvind i Q3

Unibrew-aktien steg 4,5 % i oktober mod en fremgang på 8,2 % for OMX C25. Forud for Q3 handelsopdateringen den 11. november ser kvartalet dog ud til at blive præget af flere modvinde. Koldt og vådt vejr i Norden og Baltikum ventes at presse volumen, mens højere marketinginvesteringer vil påvirke indtjeningen. I Vesteuropa fortsætter Unibrew samtidig den mere selektive kommercielle strategi i Holland, hvor selskabet bevidst fravælger kampagner på lavmarginprodukter. Det sænker volumen på kort sigt, men skal til gengæld løfte kvaliteten af salget og indtjeningen.

Prisforhøjelser skal holde omkostningerne i skak

Royal Unibrew arbejder samtidig med prisforhøjelser for at afbøde presset fra stigende råvarepriser, hvor nogle kunder allerede har accepteret højere priser, mens yderligere justeringer ventes senere på året og igen i 2027. Positivt er det, at selskabet indtil videre ikke har set tab af markedsandele i de markeder, hvor priserne er hævet. Samtidig ventes International at få støtte fra en mere normal lagerudvikling end sidste år. Unibrew fastholder dermed forventningerne til 2026, men udviklingen i forbrugertillid, konkurrencesituationen og omkostningerne bliver fortsat de vigtigste faktorer at holde øje med.

Investeringscase

Royal Unibrew er en yderst veldrevet forretning med mange interessante vækstben. Værdiskabelsen drives af egne lokale brands, en høj ROIC og en fremragende eksekvering, men tabet af PepsiCo-kontrakten skaber usikkerhed omkring væksten efter 2028. Netop denne usikkerhed, og konkurrencesituationen generelt, gør, at vi forbliver på sidelinjen for nu.

Vi ser Unibrew som et stærkt kort med deres ambitiøse langsigtede vækstmålsætning om en organisk EBIT-vækst på 6-8% frem mod 2028, men tabet af PepsiCo-kontrakten skaber usikkerhed omkring vækstudsigterne herefter. PepsiCo-kontrakten var et volumenfundament, ikke en værdiskabende kerne, men når fundamentet fjernes, så vakler vækststrategien. Det er en problemstilling Royal Unibrew skal overbevise markedet om, at de kan håndtere. Mulighederne for at afbøde tabet af kontrakten er til stede, men de er langt fra konkrete nok på nuværende tidspunkt. Vi afventer derfor en klart defineret plan.

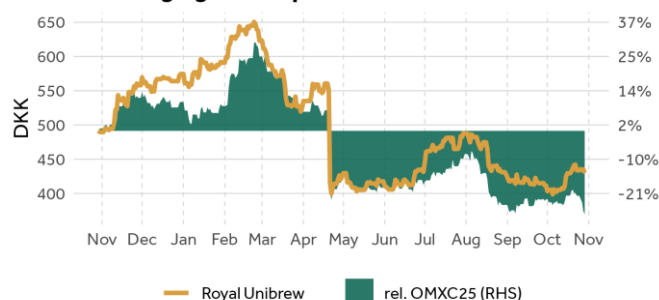
Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	15.723	16.027	16.446	17.173
EBIT	2.202	2.365	2.496	2.674
Net Profit	1.560	1.657	1.753	1.892
Balance sum	18.269	18.465	18.831	19.319
Egenkapital	6.713	6.842	7.108	7.409
Indtjening per aktie (DKK)	31,4	33,0	34,9	37,7
Udbytte per aktie (DKK)	16,0	16,5	17,5	18,8
P/E (x)	13,8	13,1	12,4	11,5
K/I (x)	4,2	3,2	3,0	2,9

Kilde: Jyske Bank & Royal Unibrew

Royal Unibrew	Hold
Sektor	Stabilt forbrug
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	525
Lukkekurs (DKK)	429,8
Markedsværdi (DKK mio.)	21.189
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

Royal Unibrew er blandt de ledende drikkevareproducenter på udvalgte europæiske markeder indenfor sodavand, øl, og energidrikke. Virksomhedens rødder og ekspertise går mere end 100 år tilbage og er kendt for brands som Royal, Faxe Kondi, Ceres, Novelle, LemonSoda, Kildevæld, Mokai og Cult. Unibrew tilbyder ligeledes internationale brands i form af Heineken og PepsiCo gennem licens-aftaler. Geografisk er Unibrew inddelt i tre regioner: "Nordeuropa", "Vesteuropa" og "International". På landeniveau er Unibrew i høj grad eksponeret mod Danmark, Finland, Norge, Italien og de baltiske lande.

Det holder vi øje med

Mens kerneforretningen egentlig præsterer som ventet er der nu stor usikkerhed omkring vækstudsigterne efter 2028. Derfor er fokus fra investorerne udelukkende rettet mod Unibrews bestræbelser på at få lukket "cola-hullet". Derudover er fokus på yderligere stigninger i råvare- og energipriser, forbrugertilliden samt den igangværende integration af Vrumona og San Giorgio.

Senior Aktieanalytiker, Haider Anjum

Tryg

- Flot rebound i oktober måned
- Heja Norge!

Flot rebound i oktober måned

Tryg-aktien har set et rebound i oktober måned efter det store fald i september. Anført af et fornuftigt regnskab, har Tryg-aktien haft en stigning på 13,4 % mod en stigning i OMX C25 på 8,2 %. Trygs direktør var også ude og berolige investorerne om de stigende bekymringer for, at AI-agenter kan lægge pres på forsikringspriserne og dermed udfordre forsikringsselskabernes forretning. En holdning vi langt hen ad vejen køber ind på, og som markedet også ser ud til at være enig i, selvom det er umuligt at spå om, hvad AI-agenter i fremtiden er i stand til at udrette.

Heja Norge!

Tryg aflagde regnskab for 3. kvartal den 9. oktober, hvor særligt den norske forretning imponerede i et ellers vækstmæssigt afdæmpet kvartal, mens kundefastholdelsen og den underliggende erstatningsprocent begge så en godkendt udvikling. Combined ratio i Norge faldt til 76,1 %, svarende til en forbedring på 7 procentpoint i forhold til året før og det bedste kvartalsresultat i ti år. Fremgangen var understøttet af gunstigt vejr, mens profitabilitetsinitiativer, særligt inden for motorforsikring, fortsat løftede den underliggende indtjening. Forbedringerne i Norge bør være strukturelle og udgør et vigtigt element i Trygs fortsatte indtjeningsløft, efterhånden som væksten igen tager til.

Investeringscase

Attraktiviteten af Trygs stabile forretningsmodel og solide vækstudsigter i flere af Trygs segmenter er ikke til at komme udenom. Vi forventer at Tryg de kommende år vil være i stand til at levere moderat præmievækst og små løft til profitabiliteten, hvilket bør drive en midt- til høj encifret vækst i indtjeningen pr. aktie, og et midt-encifret årligt afkast fra den ordinære dividende.

Med en stabil forretningssammensætning og generelt forudsigelig vækst i forsikringsmarkedet er det typisk småt med overraskelserne i Trygs finansielle resultater. Tryg-aktien er ikke dyrt prisfastsat målt på en 12 mdr. fremadskuende P/E-multipel, hverken ift. egen historik eller relativt til peer-gruppen, og vi mener også, at en præmie til peer-gruppen bør være berettiget. Dette, sammenholdt med stabile, men moderate, vækstudsigter gør, at vi ser afkastpotentialet som attraktivt positivt i øjeblikket.

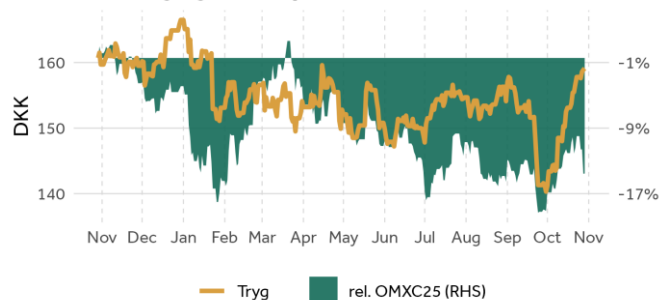
Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Bruttopræmieindtægter	40.357	42.252	44.251	46.153
Teknisk resultat	7.945	7.294	8.735	9.171
Nettoresultat	5.407	4.760	5.761	6.176
Balance sum	103.665	111.258	115.280	118.249
Egenkapital	39.620	36.400	35.806	35.355
Indtjening per aktie (DKK)	8,9	8,0	9,8	10,6
Udbytte per aktie	8,2	8,6	9,0	9,4
P/E (x)	16,3	18,1	15,2	14,4
K/I (x)	10,6	2,6	2,6	2,6

Kilde: Jyske Bank & Tryg

Tryg	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	170
Lukkekurs (DKK)	159,1
Markedsværdi (DKK mio.)	95.506
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

Tryg er den største danske og pan-nordiske skadeforsikringsvirksomhed. Tryg tilbyder en bred palette af produkter til sine kunder bestående af f.eks. bilforsikring, ejendomsforsikring samt sundheds- og ulykkesforsikring. Trygs ca. 7.000 medarbejdere servicerer mere end 5 millioner kunder og behandler mere end 1 millioner skadeanmeldelser årligt. Selskabet er tilstedeværende i Danmark (markedsleder), Norge (nr. 3) og Sverige (nr. 3) og er primært rettet mod privatkunder, understøttet af et stærkt brand.

Det holder vi øje med

En stigning i skadesfrekvenser eller skadesinflation vil altid tynde forsikringsselskabernes bundlinje initialt. En stigning i storskader eller voldsomt vejr kan ligeledes presse indtjeningen, men disse er typisk midlertidige faktorer, som forsikringsselskaberne kan prise sig ud af over tid.

Senior Aktieanalytiker, Anders Haulund Vollesen

Vestas

- Vestas fortsætter nedad trods opjustering fra Nordex
- Knækket vinge er blot et bump på vejen for Vestas

Vestas fortsætter nedad trods opjustering fra Nordex

Vestas-aktien er fortsat nedad i oktober, hvor aktien er faldet med små 2 %. Det er på trods af, at konkurrenten Nordex har været ude og opjustere forventningerne til året efter et 3. kvartal med markant bedre indtjening end ventet. Vestas er nu faldet med 12 % siden starten af september og har dermed mistet meget af stigningen på 2. kvartalsregnskabet. Aktien er således ikke blevet belønnet for den stærke eksekvering i 2. kvartal, hvor turbineforretningen leverede en imponerende indtjening. Ligesom flere AI-relaterede aktier har Vestas dog været under pres, siden AI-temaet mødte modstand.

Knækket vinge er blot et bump på vejen for Vestas

Vestas kommer med regnskab d. 11. november, hvor fokus vil være på marginudviklingen i kvartalet, og hvorvidt Vestas er i stand til at gentage den stærke performance fra 2. kvartal. Vi vil dog ikke sætte næsen op efter samme stærke eksekvering som i 2. kvartal, da problemer med den knækkede vinge på He Dreiht kommer til at trække ned i indtjeningen. Det er dog indeholdt i guidance. Vi forventer derfor, at Vestas slutter året i den øvre halvdel af guidance-intervallet og ser gode muligheder for, at Vestas i forbindelse med regnskabet vil indsnævre guidance-intervallet i opadgående retning. Det bør blive taget positivt op af markedet set i lyset af den seneste tids kursfald.

Investeringscase

Vestas er godt på vej i forhold til at genetablere indtjeningsevenen, hvor vi forventer en bedring i profitabiliteten i takt med, at havvindmølleforretningen vender tilbage til sorte tal på bundlinjen og indtjeningskvaliteten i serviceforretningen bedres. Målsætningen om en overskudsgrad på over 10% er derfor indenfor rækkevidde. Samtidig kigger vi ind i et stigende aktivitetsniveau i 2027.

Vestas står med en rekordhøj ordrebog, der er med til at sikre aktivitetsniveauet de næste 2 år, hvor vi kigger ind i en tocifret stigning i volumen på landvind. Den langsigtede væksthistorie er således intakt, understøttet af den igangværende elektrificering, udbygningen af datacentre og et politisk ønske om at mindske afhængigheden af importeret gas. Det kan være med til at sætte ekstra skub i udbygningen af vindkraft, hvor vind er den hurtigste måde at udbygge energiforsyningen på. Vi ser derfor mulighed for et stort inflow af ordrer.

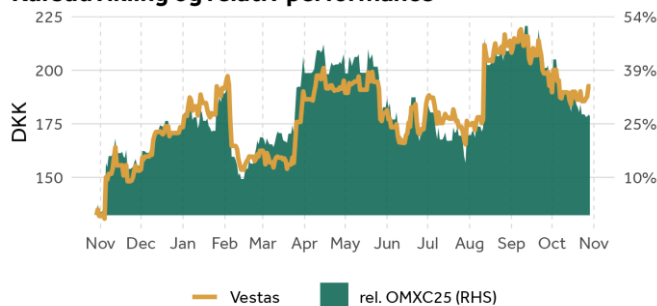
Udvalgte nøgletal

EURm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	18.822	21.264	24.387	24.895
EBIT	1.015	1.668	2.291	2.482
Net Profit	780	1.205	1.691	1.838
Balance sum	25.732	28.099	31.743	33.273
Egenkapital	3.881	4.777	5.792	6.894
Indtjening per aktie (EUR)	0,8	1,2	1,7	1,9
Udbytte per aktie (EUR)	0,1	0,2	0,2	0,2
P/E (x)	29,8	23,0	16,1	14,6
K/I (x)	5,9	5,3	4,3	3,5

Kilde: Jyske Bank & Vestas

Vestas	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	245
Lukkekurs (DKK)	192,3
Markedsværdi (DKK mio.)	191.446
Jyske Quant	Q1
Value score	Q1
Quality score	Q3
Momentum score	Q2

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

Vestas er verdens største producent af vindmøller med en markedsandel på omkring 20%. Selskabet startede produktionen af vindmøller i 1979 og blev børsnoteret i 1998. Vestas producerer og sælger landbaserede vindmøller i størrelsen fra 2,0 MW til 7,2 MW og havvindmøller på 15 MW. Herudover sælger Vestas havvindmøller og servicere mere end 50.000 møller med en samlet kapacitet på over 110 GW. Selskabets vision er at gøre vind til en ligeværdig energikilde med olie og gas.

Det holder vi øje med

Vi holder øje med, om Vestas kan håndtere indkøringen af produktionen på den nye havvindmølle, og hvorvidt selskabet er i stand til at få vendt offshore- og serviceforretningen rundt. Samtidig kan pipelinen af potentielle ordrer i USA og Europa, konkurrencen i markedet, kvalitetsproblemer, stigende inputpriser samt ændringer i tilskudsordninger og de politiske ambitioner ændre vores vurdering.

Aktieanalytiker, Senior Vice President, Janne Vincent Kjær

Danske aktier – Ændringer siden sidst (30-09-2026)

Selskab	Aktuel kurs	Aktuelt kurs-mål	Tidligere kursmål	Dato for ændring af kursmål	Anbefaling	Tidligere anbefaling	Dato for ændring af anbefaling	Analytiker
A.P. Møller - Mærsk	23290 (DKK)	17000 (DKK)	15750 (DKK)	30-10-2026	Sælg	-	-	Haider Anjum
AL Sydbank	724 (DKK)	750 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Alm. Brand	17.13 (DKK)	19.5 (DKK)	18.5 (DKK)	29-10-2026	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Carlsberg	934.2 (DKK)	1050 (DKK)	1000 (DKK)	30-10-2026	Køb	-	-	Haider Anjum
Coloplast	477 (DKK)	530 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Danske Bank	356.2 (DKK)	400 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Anders Haulund Vollesen
Demant	366 (DKK)	340 (DKK)	300 (DKK)	12-10-2026	Hold	-	-	Janne Vincent Kjær
DSV	1401 (DKK)	1600 (DKK)	2100 (DKK)	14-10-2026	Køb	-	-	Haider Anjum
Genmab	3788 (DKK)	3725 (DKK)	2925 (DKK)	29-10-2026	Sælg	Hold	29-10-2026	Henrik Hallengreen Laustsen
GN Store Nord	110.2 (DKK)	110 (DKK)	-	-	Hold	Køb	29-10-2026	Janne Vincent Kjær
ISS	286.6 (DKK)	330 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Haider Anjum
Netcompany	360 (DKK)	425 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
NKT	874 (DKK)	1100 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
Nordea	119.8 (DKK)	150 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Novo Nordisk	260.4 (DKK)	330 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Novonesis	465.3 (DKK)	515 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Haider Anjum
Pandora	816 (DKK)	900 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
Rockwool	200 (DKK)	255 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
Royal Unibrew	429.8 (DKK)	525 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Haider Anjum
Tryg	159.1 (DKK)	170 (DKK)	-	-	Køb	Hold	05-10-2026	Anders Haulund Vollesen
Vestas	192.3 (DKK)	245 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær

Kilde: Jyske Bank

Se historiske anbefalingsændringer [her](#)

Vigtig Investorinformation

Jyske Bank A/S (Vestergade 8-16, DK-8600 Silkeborg, CVR-nr. DK-17616617) er under tilsyn af Finanstilsynet.

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

Analysen og anbefalingerne er generelle informationer og ikke personlig rådgivning.

Analysen og anbefalingerne er investeringsanbefalinger medmindre andet er anført. Analyserne udarbejdes i overensstemmelse med de juridiske krav om objektiv fremlæggelse af investeringsanbefalinger og kravene om investeringsanalysens uafhængighed.

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 analyseaktiviteterne i Jyske Markets, der er en forretningsenhed i Jyske Bank.

Herudover må analytikere i Jyske Bank ikke have positioner i de papirer, som de udarbejder analyser om. Dækker en analytiker ind for den ansvarlige analytiker ifbm. sygdom, forretninger o.l. så må denne ikke handle i det pågældende papir på dagen for publicering af analysen og dagen efter. Jyske Bank kan tillige have positioner i de papirer, der analyseres og vil ofte have et forretningsmæssigt forhold til de analyserede virksomheder eller udstedere af de analyserede papirer. Analytikerne modtager ikke betaling fra enheder med interesse i analysen.

Kvantitative anbefalinger på enkeltsselskaber baseret på Jyske Quant modeller bygger på en kvantitativ metode. Det sikrer, at der ikke opstår interessekonflikter, da anbefalingen i analysen dannes på baggrund af den samlede Quant score.

Analysen er ikke blevet forelagt udstederen forud for offentliggørelse (medmindre andet er angivet).

Læs mere om Jyske Banks politik om interessekonflikter på:

<https://www.jyskebank.dk/produkter/investering/investeringsinfo>

Modeller

Kvantitative anbefalinger på enkeltsselskaber

Jyske Bank anvender en kvantitativ model, Jyske Quant Global Large Cap Equities, til at identificere investeringsmuligheder på globalt plan. Jyske Quant Global Large Cap Equities indeholder ca. 3.000 af verdens største børsnoterede selskaber målt på markedsværdi. Gennem en kvantitativ analyse scores selskaberne ud fra 23 nøgletal og rangeres efterfølgende inden for tre klassiske og veldokumenterede faktorer:

- Value – aktien er relativt billig i forhold til de øvrige selskaber.
- Quality – aktien har relativt lav risiko og høj kvalitet i forhold til de øvrige selskaber.
- Momentum – aktien er attraktiv i forhold til de øvrige selskaber, baseret på prisudviklingen og analytikernes forventninger.

De tre faktorer ligevægtes herefter til en samlet Quant score, som danner baggrund for anbefalingen. Den samlede Quant score rangerer selskaberne inden for fem kvintiler. Kvintilet Q1 er de 20 % bedst scorende selskaber, altså dem med den højeste samlede score. Kvintilet Q5 er omvendt de 20 % dårligst scorende selskaber etc. Jyske Quant Global Large Cap Equities er baseret på en grundig og veldokumenteret metode med stærke historiske resultater. Jo bedre rangering, desto større er sandsynligheden for at opleve et positivt merafkast. Modellen ekskluderer Finans og Forsyning, da begge sektorer vurderes at være signifikant anderledes end andre sektorer. Blandt andet som følge af regulering og selskabernes typiske kapitalstruktur. Samtidig er der store forskelle mellem industrierne inden for disse sektorer. Jyske Bank foretager ikke en fundamental vurdering eller en risikovurdering af selskabet, hvorfor der ej heller stilles et kursmål for aktien.

Fundamentale anbefalinger på enkeltsselskaber

Jyske Quant Global Large Cap Equities (se beskrivelse under afsnittet "Modeller") anvendes til at screene markedet og identificere fremtidens potentielle vindere. Vi revurderer løbende vores anbefalinger. Det afgørende for, hvornår vi ændrer en anbefaling fra Køb eller Stærk Køb til Hold eller Sælg, vil være analytikernes vurdering af selskabet.

Jyske Bank anvender en eller flere af følgende modeller:

- Discounted cash flow model (DCF-model): I denne model værdiansættes selskabet på baggrund af de forventede fremtidige frie pengestrømme, som selskabets drift genererer. Værdiansættelsen opdeles i hhv. en budgetperiode, bestående af 10 år, en mellemperiode, hvori det antages, at selskabet vil være i stand til at opretholde sin konkurrencemæssige fordel og en terminalperiode. Beregningen af værdien i budgetperioden og mellemperioden beregnes ved en simpel tilbagediskontering af de frie pengestrømme i de enkelte år med de relevante kapitalomkostninger, WACC. Værdien beregnes således:

$$NPV \text{ af budgetperiode (EV)} = \sum_{t=0}^T (FCF_{t+1} / (1+WACC)^{(t+1)})$$

hvor

FCF_{t+1} = Den frie pengestrøm i periode t+1 (både ejere og långivere)

WACC = De vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger (både ejere og långivere)

EV = Estimeret værdi (både egenkapital og rentebærende gæld)

- Dividendemodell: I enkelte tilfælde anvendes en dividendemodell til bestemmelse af selskabets fundamentale værdi. Ifølge denne model er værdien af et selskab den tilbagediskonterede værdi af alle forventede fremtidige udbyttebetalinger.
- Relativ værdiansættelse: Den fundamentale værdi sammenholdes med en relativ værdiansættelse, hvor nøgletal såsom P/E, P/B og EV/EBITDA holdes op imod konkurrenternes. Hvis der er tale om et koncernselskab bestående af flere forskellige forretningsområder kan en sum-of-the-parts værdiansættelse benyttes, hvor selskabet værdiansættes med udgangspunkt i værdien af de enkelte forretningsområder, der fastsættes på baggrund af sammenlignelige selskabers nøgletal.
- Markedsstemning: Anbefalingen og kursmålet justeres endvidere for den forventede nyhedsstrøm og markedsstemning baseret på branchekendskab samt selskabs-specifikke forhold. Heri indgår momentum-scoren i Jyske Quant modellen. I momentum-scoren indgår faktorer så som indtjeningsmomentum, implicit volatilitet, analytikernes estimataendringer og anbefalingsændringer.

Anbefalinger på enkeltsselskaber: Handelsidéer

Jyske Quant Global Large Cap Equities (se beskrivelse under afsnittet "Modeller") anvendes til at screene markedet og identificere potentielle vindere indenfor branchen. Foruden Jyske Quant Global Large Cap Equities anvendes nedenstående metoder til screening samt analytikernes indgående branchekendskab. Vi revurderer løbende vores anbefalinger. Det afgørende for, hvornår vi lukker en handelsidé, vil være analytikerens vurdering af om investeringscasen for handelsidéen er intakt, med input fra de beskrevne modeller. Når en handelsidé lukkes betyder det således, at analytikeren vurderer, at investeringscasen enten er blevet indfriet eller ikke længere er relevant, hvilket beskrives i en nedlukningsanalyse. Dette betyder, at Jyske Banks dækning af aktien ophører gældende fra handelsidéens nedlukningsanalyse, og Jyske Bank yder herfra ikke nogen vurdering af hvorvidt aktien fremadrettet skal sælges, holdes eller købes.

Herudover tager handelsidéen udgangspunkt i følgende:

- Relativ værdiansættelse: nøgletal såsom P/E, P/B og EV/EBITDA holdes op imod selskabets egen historik og konkurrenternes. Hvis der er tale om et koncernselskab bestående af flere forskellige forretningsområder kan en sum-of-the-parts værdiansættelse benyttes, hvor selskabet værdiansættes med udgangspunkt i værdien af de enkelte forretningsområder, der fastsættes på baggrund af sammenlignelige selskabers nøgletal.
- Markedsstemning: Handelsidéen tager højde for den forventede nyhedsstrøm og markedsstemning baseret på branchekendskab samt selskabsspecifikke forhold. Heri indgår momentum-scoren i Jyske Quant modellen. I momentum-scoren indgår faktorer såsom indtjeningsmomentum, implicit volatilitet, analytikernes estimataendringer og anbefalingsændringer.
- Følgende modeller kan benyttes, hvis det findes værdiskabende:
 - o Forsimplet DCF model: Her tages udgangspunkt i konsensusforventningerne til de frie pengestrømme de næste tre år, som tilbagediskonteres med de relevante kapitalomkostninger, WACC. Hertil lægges et terminalled baseret på den forventede nettoindtjening i år 3 multipliceret med en P/E multipl, der tager udgangspunkt i den forventede indtjening pr. aktie eller en EV/EBITDA multipl.
 - o Implicit vækstkrav: Her undersøges hvor meget omsætningen skal vokse med om året de næste 10 år for at retfærdiggøre den nuværende kurs. I beregningerne/målsøgningen tages udgangspunkt i en Discounted cash flow model (DCF-model), hvor de frie pengestrømme tilbagediskonteres med de relevante kapitalomkostninger, WACC.

For uddybning af vores anvendte modeller klik [her](#).

Anbefalingsbegreber

Kvantitative anbefalinger på enkeltsselskaber

Der anvendes anbefalingsbegreberne Stærkt køb, Køb, Hold og Sælg. Anbefalingen afhænger alene af, hvilket kvintil selskabet befinder sig i.

- Q1: Stærkt køb, da der er størst sandsynlighed for, at selskabet klarer sig bedre end markedet.
- Q2: Køb, da der er moderat sandsynlighed for, at selskabet klarer sig bedre end markedet.
- Q3: Hold, da det er sandsynligt, at selskabet klarer sig som markedet.
- Q4: Sælg, da der er moderat sandsynlighed for, at selskabet klarer sig dårligere end markedet.
- Q5: Sælg, da der er størst sandsynlighed for, at selskabet klarer sig dårligere end markedet.

Bemærk, at ovenstående beskrivelse af anbefalingsbegreberne er gennemsnitsbetragtninger. Det er derfor stadig muligt, at selskaber i eksempelvis Q5 klarer sig bedre end markedet, mens der ligeledes også er muligt, at selskaber i Q1 klarer sig dårligere end markedet etc.

Fundamentale anbefalinger på enkeltsselskaber

Vores anbefalingsstruktur består af de fire anbefalinger, Stærkt Køb, Køb, Hold og Sælg. Disse giver en gældende anbefalingsstruktur, der ser således ud:

Anbefaling	Absolut Afkast
Stærkt køb	>20%
Køb	10-20%
Hold	0-10%
Sælg	<0%

Kilde: Jyske Bank

Vores anbefalinger bliver bestemt ud fra en vurdering af det forventede afkast de kommende 12 mdr. Det forventede afkast er forskellen mellem den aktuelle kurs og vores 12 mdr.'s kursmål (vores kursmål er inklusive dividender i perioden). Kursmålet afspejler det potentiale, vi ser i en aktie i form af kursændring og udbytte indenfor de kommende 12 måneder.

Det er anbefalingen, ikke kursmålet, der er ankeret. En købsanbefaling er altså en købsanbefaling indtil anbefalingen er ændret, også selvom kursstigninger har bragt kursen "for tæt" på kursmålet. Vi vil derfor eksplicit gøre opmærksom på, hvis vi ændrer vores anbefaling, mens en ændring af kursmålet ikke nødvendigvis medfører en ny analyse eller kommentar.

Fundamentale anbefalinger på enkeltsselskaber: Handelsidéer

Vores anbefalingsstruktur for handelsidéer består af anbefalingen Køb så længe handelsidéen er aktiv. Ved initiering af en handelsidé er det vores forventning, at kursudviklingen for selskabet vil være bedre end gennemsnittet af konkurrenterne (inkl. udbytte) på en horisont på 0-12 mdr.

Opdatering af analysen

Analysen, anbefalinger og ad hoc publikationer opdateres ikke. I stedet offentliggøres en ny publikation, når og hvis Jyske Bank finder det nødvendigt. Kvantitative anbefalinger på enkeltfondskoder opdateres løbende. Se analysens forside for dato og tidspunkt for offentliggørelse.

Risiko

Investering kan være behæftet med risiko, hvorfor vurderinger og evt. anbefalinger kan være forbundet med risiko. Anførte risikofaktorer og/eller følsomhedsberegninger kan ikke ses som udtømmende. Handles værdipapirer i en anden valuta end investors basisvaluta, så påtager investor sig en valutarisiko. Er der tale om en ADR eller lignende, er valutarisikoen forbundet med den valuta, som moderselskabet handles i.

Læs meget mere om risici ved investering og fordelene ved risikospredning [her](#).

Afkast og kursudvikling

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-, markeds-, valuta- og produktspecifikke vilkår. Det er ikke givet, at et anført forventet fremtidigt afkast vil stemme overens med den faktiske udvikling. De anførte forventede, fremtidige afkast er udelukkende udtryk for vores vurdering.

Tidligere afkast og kursudvikling kan ikke anvendes som pålidelig indikator for fremtidige afkast og kursudvikling. Afkast og/eller kursudvikling kan blive negativ. Prognoser i analysen kan ikke med sikkerhed anvendes som en sikker indikator for fremtidige afkast.

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

Skat

Den skattemæssige behandling af investeringer kan være fra kunde til kunde. Kontakt din skatterådgiver for de skattemæssige konsekvenser af dine investeringer.

MSCI disclaimer

Certain information contained herein (the "Information") is sourced from/copyright of MSCI Inc., MSCI ESG Research LLC, or their affiliates ("MSCI"), or information providers (to-

gether the "MSCI Parties") and may have been used to calculate scores, signals, or other indicators. The Information is for internal use only and may not be reproduced or disseminated in whole or part without prior written permission. The Information may not be used for, nor does it constitute, an offer to buy or sell, or a promotion or recommendation of, any security, financial instrument or product, trading strategy, or index, nor should it be taken as an indication or guarantee of any future performance. Some funds may be based on or linked to MSCI indexes, and MSCI may be compensated based on the fund's assets under management or other measures. MSCI has established an information barrier between index research and certain Information. None of the Information in and of itself can be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. The Information is provided "as is" and the user assumes the entire risk of any use it may make or permit to be made of the Information. No MSCI Party warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness of the Information and each expressly disclaims all express or implied warranties. No MSCI Party shall have any liability for any errors or omissions in connection with any Information herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

Flere informationer

I analyser og anbefalinger kan der blive henvist til andre analyser og anbefalinger. I sådanne tilfælde vil der være et link, hvor der kan findes fyldestgørende oplysninger omkring den specifikke anbefaling.

Læs mere omkring vigtig investorinformation i forhold til Jyske Banks analyser og anbefalinger på jyskebank.dk/investorinformation.