

19/12/2025 10:00

Danske Aktier



Indholdsfortegnelse

A.P. Møller - Mærsk	3
Alm Brand	4
Carlsberg	5
Coloplast	6
Danske Bank	7
Demant	8
DSV	9
Genmab	10
GN Store Nord	11
ISS	12
Netcompany	13
NKT	14
Nordea	15
Novo Nordisk	16
Novonesis	17
Pandora	18
Rockwool	19
Royal Unibrew	20
Tryg	21
Vestas	22
Danske aktier – Ændringer siden sidst (28-11-2025)	23

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

- Stærkt 2025, men med begyndende sprækker
- 2026 bliver et udfordrende år for industrien

Stærkt 2025, men med begyndende sprækker

Mærsk-aktien har været i hopla med et afkast år til dato på knap 33,5%. Kursfremgangen har især været drevet af en stærkere end ventet indtjening i årets 3 første kvartaler, med flere oppræciseringer af helårsguidance til følge. Mens told-barrierer har ramt fragt fra Kina til USA, har Mærsk udnyttet og været begunstiget af et "eksport boom" ud af Kina til især de omkringliggende asiatiske lande, men også til Europa og Afrika, lavere bunkerforbrug og en stærk udvikling i Terminals lige så vel som, at Gemini-samarbejdet er kommet stærkt fra land. Fragtraterne har i perioder stabiliseret sig som følge af forstyrrelser i de globale handelsstrømme, men både spotrater og futures indikerer, at raterne har toppet. Samtidig er volumen-væksten på Mærsk's største rute, Asien-Europa, aftaget markant mod årets slutning.

2026 bliver et udfordrende år for industrien

Mens fragtraterne i den seneste tid har stabiliseret sig, og faktisk vist en svagt opadgående tendens, kigger Mærsk dog i et udfordrende indtjeningsmiljø i 2026. Kapacitetsvæksten i markedet ventes fortsat at overstige efterspørgselsvæksten, understøttet af en stor ordrebog og begrænset scrapping, hvilket ventes at presse fragtraterne. En potentiel normalisering af sejlads gennem Det Røde Hav vil øge den effektive kapacitet og presse fragtraterne yderligere. Samtidig vurderer vi, at en væsentlig del af eksportboommet ud af Kina i vid udstrækning har været drevet af midlertidige handelsforstyrrelser, hvilket ikke vil gøre sig gældende næste år. Effektiviseringer fra Gemini-samarbejdet kan afbøde noget af presset, men ændrer ikke ved et fortsat ugunstigt risiko/afkast-forhold ind i 2026.

Investeringscase

Mens Mærsk-aktien er billigt prisfastsat, både i absolutte og historiske termer, er blandt de absolut bedste i containershipping-industrien, har en meget stærk balance og en høj andel af volumen på kontrakt er det imidlertid svært at komme udenom, at cocktailen af udfordringer for industrien fortsat består. Det globale containermarked kigger ind i en mere volatil og uforudsigelig periode som følge af geopolitisk usikkerhed og Donald Trumps protektionistiske toldpolitik. Dette, kombineret med, at fragtkapacitetsvæksten vil overgå efterspørgselsvæksten i de kommende år skaber et strukturelt pres på industrien, og særligt fragtraterne.

Udvalgte nøgletal

USDm	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	55.482	52.160	48.541	51.262
EBIT	6.499	3.616	895	1.654
Net Profit	6.232	3.182	617	1.273
Balance sum	87.697	89.484	92.564	95.810
Egenkapital	57.947	57.186	50.259	45.846
Indtjening per aktie (USD)	393,7	201,0	39,0	80,5
Udbytte per aktie (USD)	150,0	150,0	150,0	150,0
P/E (x)	5,9	11,5	59,3	28,8
K/I (x)		0,6	0,7	0,8

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

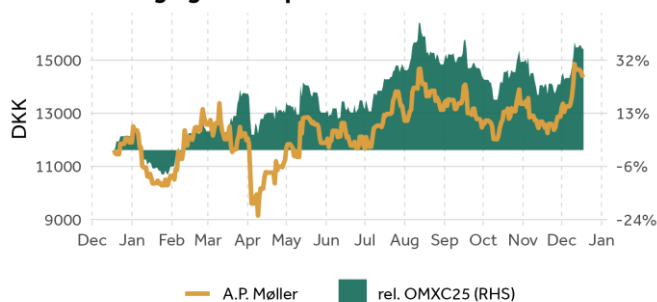
A.P. Møller - Mærsk

Sælg	
Sektor	Industri
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	11.000
Lukkekurs (DKK)	14.465
Markedsværdi (DKK mio.)	228.527

Jyske Quant

Q1	
Value score	Q1
Quality score	Q3
Momentum score	Q2

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 kommer fra havnedrift, forsyningskædestyring, spedition osv.

Risikofaktorer

- Krige og/eller eskalerende handelskrig skaber vedvarende lav økonomisk aktivitet og verdenshandel.
- Hvis de globalt dominerende containerrederier ikke har en disciplineret tilgang og øger konkurrencen med priskrig til følge.

Senior Analyst, Haider Anjum, Research

Alm Brand

- Fremragende år for Alm. Brand
- Et kig ind i krystalkuglen

Fremragende år for Alm. Brand

Alm. Brand-aktien har haft et fremragende år, med et kursafkast på hele 33% mod OMX C25's mere beskedne 0,5%. Motorskader har igen været et stort tema i år, hvor vi har set en negativ vækst sammenlignet med en voldsom stigning i 2024, hvilket alt andet lige har understøttet den positive udvikling for Alm. Brand. Alm. Brand har i løbet af året aflagt en stribe fornuftige regnskaber, og vi forventer at forsikringsresultatet for 2025 lander på DKK 1.884 mio. (DKK 1.443 mio. i 2024), særligt drevet af omkostningsbesparelser i form af synergieffekter fra Codan-opkøbet og en vækst i bruttoindtægterne på knap 7%. Dette ville sætte et punktum på et rigtig flot år, hvor høj geopolitisk og makroøkonomisk usikkerhed fortsat har understøttet investorinteressen for de mere sikre forsikringsaktier.

Et kig ind i krystalkuglen

Alm. Brand afholdt i slutningen af 2025 en kapitalmarkedsdag, hvor de kunne præsentere deres mål frem mod 2028, som blandt andet lød på et forsikringsresultat på DKK 2,35 mia. og en combined ratio på under 82% - hvilket ville være en klar forbedring i forhold til det nuværende niveau. I 2026 forventer vi derfor, at Alm. Brand udbygger forsikringsresultatet yderligere, til DKK 2,05 mia. hvilket blandt andet understøttes af fortsat pæn præmienvækst og løbende arbejde med at høste skalafordele af Codan-integrationen.

Investeringscase

Alm. Brand har på få år gennemgået en succesfuld transformation, fra at være et finansielt supermarked til i dag at være et fokuseret skadesforsikringsselskab med et rent dansk fokus. I samme periode har Alm. Brand løbende arbejdet med at forbedre lønsomheden i forsikringsforretningen, hvilket har vist lovende takter, og vi ser gode muligheder for, at Alm. Brand indfrier 2025-målsætningen om et forsikringsresultat på DKK 1,85 mia. inkl. høstede synergieffekter ifm. Codan-opkøbet på DKK 600 mio. Vi anser dog aktiens nuværende værdiansættelse som fair, både relativt til gruppen af børsnoterede nordiske forsikringsselskaber samt ud fra et fundamentalt perspektiv. Vi anser derfor kurspotentialen for at være behersket – dog stadig positivt – i de kommende måneder.

Alm Brand	Hold
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	18,5
Lukkekurs (DKK)	18
Markedsværdi (DKK mio.)	26.096
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

Alm. Brand er det 2. 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.

Risikofaktorer

- Skadesinflation (størrelse/frekvens) større end prisstigninger, særligt i relation til bilforsikringer.
- Prispres i industrien som følge af en eller flere konkurrenter med aggressiv markedsstrategi.
- Strukturelt højere niveau af vejrskader som følge af klimaforandringer.

Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Bruttopræmieindtægter	11.083	11.845	12.322	12.746
Teknisk resultat	1.443	1.884	2.052	2.197
Nettoresultat	776	1.324	1.288	1.399
Balance sum	35.428	32.888	35.467	36.107
Egenkapital	13.403	12.512	12.240	11.724
Indtjening per aktie (DKK)	0,5	0,9	0,9	1,1
Udbytte per aktie	0,6	0,7	0,7	0,8
P/E (x)	27,5	19,9	19,4	17,3
K/I (x)	1,6	2,0	2,0	2,0

Kilde: Jyske Bank & Alm Brand

Senior Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

Carlsberg

- Særk kursudvikling drevet af et solidt 1. halvår
- Står stærk positioneret når modvindende vender

Stærk kursudvikling drevet af et solidt 1. halvår

Trods noget af en rutsjebanetur er Carlsberg-aktien år til dato oppe med 25 %, efter en markant kursfremgang i første halvår, som siden er blevet delvist korrigeret. Udviklingen i 2. halvår har vist tydelige tegn på et mere udfordret driftsbillede, eksempelvis ved resultaterne i Q3, der viste et volumenfald på -2,6 % i Vesteuropa, -1,2 % i Asien og -5,2 % i CEEI. Udfordringerne var drevet af blandt andet tabet af San Miguel-kontrakten, vejrmæssige forstyrrelser i Asien samt afdæmpet forbrugertilid i Østeuropa og Kina. Vi ser dog positivt på modstandsdugtigheden på det kinesiske marked, hvor Carlsberg venter væksthøjgang i Q4, mens Vesteuropa ligeledes præsterer positive vækstrater fraregnet San Miguel.

Står stærkt positioneret når modvindende vender

Vi forventer at 2026 bliver et år, hvor flere af de midlertidige modvinde gradvist aftager. Sammenligningsgrundlaget lettes i Kina, hvor Carlsberg står stærkt positioneret i premium-kategorien, mens de seneste data fra Vietnam peger på begyndende bedring. Indien fortsætter samtidig som et strukturelt vækstmarked, og Britvic styrker Carlsbergs eksponering mod non-beer-kategorier og understøtter multibeverage-strategien. Carlsbergs udvidelse af deres produktportefølje, deres øget fokus på at være multibeverage, rammer de "rigtige" kategorier på de "rigtige" vækstmarkeder, og selskabet står stærkt positioneret, når forbrugertiliden i flere lande igen vender og de midlertidige modvinde skifter retning.

Investeringscase

Vi anerkender, at der fortsat er en række usikkerhedspunkter for Carlsberg, heriblandt udviklingen på det asiatiske marked og forbrugertiliden i Europa. Vi vurderer dog, at Carlsberg nok skal komme i mål med integrationen af Britvic, og at de vil være i stand til at afbøde effekterne af de svære markedsforhold. Aktien kan drives højere af det positive momentum og fremgang hos forbrugerne, samt det faktum at Carlsberg igennem en årrække har bevist, at de har en rolig hånd på roret, når skibet sendes ud i uroligt farvand. Fokus på premium- og specialøl, øget investeringer i marketing, øget investeringer i Asien, Pepsi-licensen i Kasakhstan, samt selskabet e-commerce platform danner et solidt fundament for fremtiden, der understøtter målsætningen om en organisk salgsvækst på 4-6% frem mod 2027.

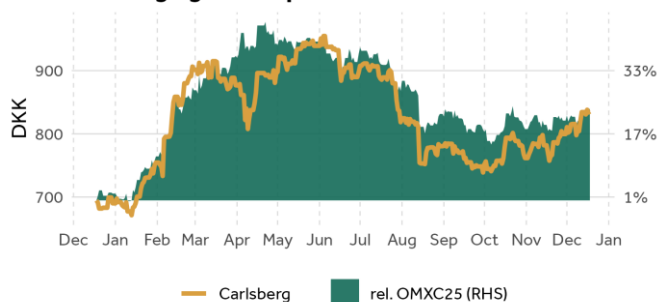
Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	75.011	88.155	95.605	99.035
EBIT	11.411	13.340	14.873	15.893
Net Profit	8.005	8.198	9.567	10.405
Balance sum	113.328	167.366	170.234	171.273
Egenkapital	30.612	32.956	33.708	34.169
Indtjening per aktie (DKK)	68,7	52,5	62,0	67,9
Udbytte per aktie (DKK)	27,0	28,7	32,1	34,9
P/E (x)	11,2	14,6	12,4	11,3
K/I (x)	3,0	3,4	3,3	3,3

Kilde: Jyske Bank & Carlsberg

Carlsberg	Køb
Sektor	Stabilt forbrug
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	950
Lukkekurs (DKK)	835,4
Markedsværdi (DKK mio.)	114.346
Jyske Quant	Q3
Value score	Q3
Quality score	Q4
Momentum score	Q1

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 som ale, ciders og alkoholfri øl. Carlsberg har størst eksponering mod det stagnerende vesteuropæiske ølmarked, men vækstmarkederne i Asien fylder mere og mere. Carlsberg sætter fokus på at give tilbage til samfundet, hvilket sker ved deres "Together Towards Zero"-program. Programmet sætter fokus på reduktion af kulstof samt vandforbruget. De største konkurrenter er Heineken og Anheuser-Busch InBev.

Risikofaktorer

- Yderligere stigninger i råvare- og energipriserne.
- Markant downtrade blandt forbrugerne.
- Opbremsning i det vigtige asiatiske vækstmarked.
- Hårdere konkurrence, som vil presser volumenvæksten og markedsandele.
- Lovgivningsmæssige ændringer, der har til formål at reducere alkoholforbruget

Senior Analyst, Haider Anjum, Research

Coloplast

- Svært 2025 for Coloplast
- Investorerne ser frem mod bedring

Svært 2025 for Coloplast

Coloplast-aktien har haft et hårdt år, med et fald på 30 % år til dato. Året har været præget af mange små skuffelser, afskedigelsen af CEO Kristian Villumsen tilbage i maj, hvor en permanent afløser endnu ikke er udpeget (forventes inden maj), samt politiske reformer i USA. 2025 bød ligeledes på annonceringen af en ny femårig strategi, som blev set som uambitiøs, men opnåelig. Regnskabsåret 2025/26 bliver første forsigtige skridt i den rigtige retning, hvor Coloplast forventer en organisk omsætnings- og indtjeningsvækst på ca. 7 % i fast valuta – vi forventer 7,2 % og 7,2 %. Coloplast forventer, at væksten igen i 2025/26 bliver back-end-loaded, eftersom starten af året bliver negativt påvirket af produkttilbagekaldelserne og generelt svaghed i Kina. Målsætningerne for den nye Impact4-strategi er en vækst på 7-8 % og en EBIT-vækst på niveau med eller over omsætningsvæksten.

Investorerne ser frem mod bedring

Investorerne kigger frem, og med annonceringen af flere politiske reformer i USA, som vil dæmpe væksten en smule de kommende år, fjernes samtidig et væsentligt risikoelement fra markedet. Netto anses ændringerne som svagt positive for Coloplast. Udfordringerne er ikke ovre for Coloplast, men vi vurderer, at markedet har indpriset et meget negativt sentiment i aktien. Samtidig er der spæde indikationer på vækstmæssig fremgang i den kroniske forretning samt fremgang i Kerecis. Fuld genvinding af markedets tillid kræver dog beviser på fremgang – execution is key.

Investeringscase

Forfejlet eksekvering, tilbagekaldte produkter og regulatoriske ændringer (LCD, prisjustering i sårpleje og CBP) har presset aktien i 2025. En positiv kursreaktion på de seneste skuffelser indikerer dog, at markedet aktuelt indpriser mange negative elementer, og at blot fraværet af yderligere negative nyheder eller annonceringen af en ny CEO kan styrke aktien. Annonceringen af nye (forsigtige) langsigtede målsætninger, udnævnelsen af en ny CEO i begyndelsen af 2026, spæde tegn på vækstfremgang i den kroniske forretning samt en mere attraktiv værdiansættelse – både absolut og relativ – driver investeringscasen. Fuld genvinding af markedets tillid kræver fortsat beviser på fremgang – execution is key.

Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	27.874	29.153	31.254	33.496
EBIT	7.201	8.140	8.822	9.521
Net Profit	3.636	5.546	6.071	6.612
Balance sum	48.367	47.313	48.736	50.328
Egenkapital	16.083	17.470	18.791	20.275
Indtjening per aktie (DKK)	16,2	24,7	27,0	29,4
Udbytte per aktie (DKK)	23,0	18,5	18,9	20,6
P/E (x)	33,6			
K/I (x)	7,6	7,0	6,5	6,0

Kilde: Jyske Bank & Coloplast

Coloplast	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	720
Lukkekurs (DKK)	543,4
Markedsværdi (DKK mio.)	124.004
Jyske Quant	Q5
Value score	Q3
Quality score	Q4
Momentum score	Q5

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

Coloplast udvikler og sælger produkter og services inden for stomi, kontinens, urologi og sår- og hudpleje i hele verden. Produkterne leveres til hospitaler, institutioner, grossister, apoteker og på enkelte markeder direkte til brugerne. Stomi og kontinens er de to største områder med hhv. 37% og 33% af omsætningen. Sår- og hudpleje, urologi og stemmepleje udgør hhv. 12%, 10% og 7% af omsætningen. Geografisk er Europa størst med 58% af omsætningen, efterfulgt af "øvrige udviklede" med 25% og Emerging Markets med 17%.

Risikofaktorer

- At de ikke kan leve op til egne langsigtede vækstmål.
- Sundhedsreformer kan presse priserne.
- Integrationsrisiko i forbindelse med Atos opkøbet.
- Usikkerheder ved fremtidige opkøb.
- Konkurrenter begynder at indhente Coloplast, når det kommer til produktinnovation.
- Tidligere opdagelse, kure og forbedrede produkter reducerer markedet for Coloplasts produkter.

Senior Analyst, Henrik Hallengreen Laustsen, Research

Danske Bank

- Robuste nettorenteindtægter i 2025
- Gode forudsætninger for indtjeningen i 2026

Robuste nettorenteindtægter i 2025

Danske Bank-aktien har i 2025 haft et afkast på hele 61,4% mod OMX C25's afkast på 0,5%. Danske Bank leverede et imponerende 2025, hvor robuste nettorenteindtægter overgik markedsforventningerne og placerede banken i toppen af de nordiske banker. Banken arbejdede målrettet videre mod 2026-målet om en egenkapitalforrentning på 13%, understøttet af et stærkt kommercielt momentum, god omkostningskontrol og solide gebyrindtægter. Vi forventer at egenkapitalforrentningen for 2025 lander på 12,7%, og skabt af et nettoresultat på DKK 22.697 mio. Med en af Nordens stærkeste kapitalpositioner og fortsat høje udlodninger fremstod 2025 som et år, hvor Danske Bank styrkede sin position og leverede resultater, der matchede de høje forventninger.

Gode forudsætninger for indtjeningen i 2026

I 2026 vurderer vi, at Danske Bank og banksektoren generelt har gode forudsætninger for fortsat at levere stærke resultater. Rentenedsættelserne ser ud til at være et overstået kapitel i Danmark og eurozonen, og økonomierne ser robuste ud med høj beskæftigelse – dette understøtter bankernes indtjening og holder nedskrivningerne lave. Værdiansættelsen af banksektoren har dog taget et stort spring i 2024/2025 og det høje indtjeningspotentiale er derfor allerede afspejlet i Danske Banks – og mange andre bankers – nuværende værdiansættelse.

Investeringscase

Danske Bank arbejder på at indfri sine ambitiøse finansielle målsætninger for 2026, hvori hovedelementet er at levere en egenkapitalforrentning på 13%. For at lykkes med dette kræves der et accelereret kommercielt momentum, hvilket banken på det seneste har været i stand til at fremvise, med fornuftig udlånsvækst og stærke gebyrindtægter, samtidigt med at omkostningsbasen i vid udstrækning er blevet holdt i ave. Vi forventer dog ikke, at banken når helt i mål med målsætningerne, da vi ikke ser udviklingen i nettorenteindtægterne som tilpas understøttende herfor. Aktiens meget positive udvikling ÅTD har gjort, at aktien nu ser mere fair pris-fastsat ud i forhold til egen multipelhistorik, selvom der dog stadig er potentiale til moderat højere multipler sammenlignet med de øvrige nordiske storbanker. Vi ser derfor samlet set afkastpotentialet som mere afdæmpet i øjeblikket.

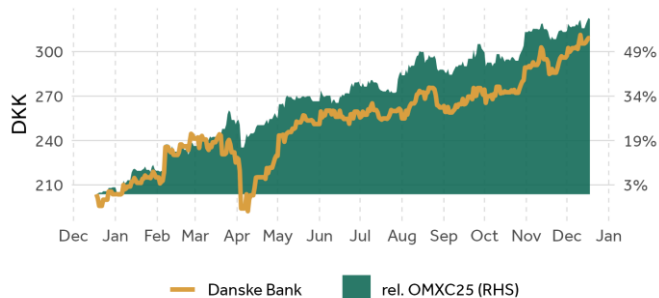
Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Indtjening før skat	31.212	30.246	29.623	29.774
Nettoresultat	23.628	22.697	22.424	22.539
Balancesum	3.540.355	3.513.678	3.605.050	3.692.392
Egenkapital	175.687	181.719	177.402	176.812
Indtjening per aktie (DKK)	28	27	27	28
Udbytte per aktie	28,7	23,0	22,0	16,0
P/E (x)	7,3	11,0	11,0	10,7
K/I (x)	1,0	n.m	n.m	n.m

Kilde: Jyske Bank & Danske Bank

Danske Bank	Hold
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	290
Lukkekurs (DKK)	309,1
Markedsværdi (DKK mio.)	258.097
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 markedsandele 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. Banken servicerer privatkunder, erhvervskunder og institutionelle kunder, og udover traditionelle bankrelaterede serviceydelser, tilbyder banken livsforsikring og pension, realkredit, formueforvaltning, samt bolig- og leasing ydelser.

Risikofaktorer

- Udskudte rentestigninger og/eller intensiveret konkurrencesituation i særligt Danmark.
- Et pludseligt fald i aktivpriser og/eller den økonomiske vækst i Norden.
- Flere regulatoriske tiltag med negative konsekvenser for den finansielle sektor end ventet.

Senior Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

Demant

- Udfordrende år for Demant
- Opkøbet af Kind er gennemført

Udfordrende år for Demant

Demant har haft et udfordrende 2025, hvor aktien er faldet med 19,5%. Det skal ses i lyset af svagere end ventede markeder, hvor makroøkonomisk usikkerhed har fået forbrugerne til at holde igen med at anskaffe sig et nyt høreapparat. Demant har derfor været tvunget til at nedjustere forventningerne til året hele 3 gange. Vi forventer dog at volumenvæksten vil vende tilbage på sporet igen i 2026, hvor lanceringen af Oticon Zeal og forventningen om en ny produktplatform i starten af det nye år bør gøre det muligt for Demant at tage markedsandele. Vi forbliver derfor køber af aktien.

Opkøbet af Kind er gennemført

Demant kunne i starten af måneden meddele, at de har gennemført opkøbet af Kind, der forventes at bidrage med omkring DKK 2 mia. til omsætningen i 2026. Det er lavere end de 2,2 mia. som Demant oprindeligt indikerede i forbindelse med annonceringen af opkøbet, hvilket begrundes med de svagere end ventede markeder i 2025. Vi vurderer dog fortsat, at opkøbet giver god strategisk mening for Demant, der længe har været underrepræsenteret i Tyskland, hvilket har resulteret i en lavere profitabilitet i den tyske del af forretningen. Vi ser således gode muligheder for, at Demant vil være i stand til at hente tilstrækkelig med synergier til at bringe overskudsgraden op på 20% i 2028.

Investeringscase

Vi betragter 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 og mere socialt aktive seniorer. Selv om væksten i 2025 har været negativt påvirket af øget makroøkonomisk usikkerhed, der har fået kunderne til at holde igen med at anskaffe sig et nyt høreapparat, er de langsigtede vækstudsigter intakte. Vi forventer således, at væksten vender tilbage på sporet i 2026, understøttet af lanceringen af Oticon Zeal og en helt nye høreapparatsplatform, formentlig i starten af det nye år. Det er ikke fuldt afspejlet i prisen. Prissætningen ser således attraktiv ud – både i forhold til selskabets egen historik og relativt til konkurrenterne.

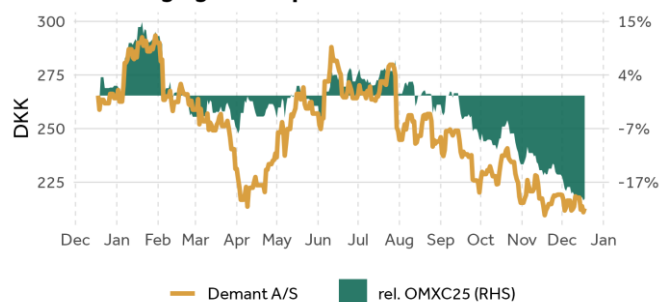
Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	22.419	22.763	26.538	28.612
EBIT	4.528	3.934	4.775	5.375
Net Profit	2.388	2.244	2.979	3.449
Balance sum	32.450	31.840	34.260	36.312
Egenkapital	9.564	11.452	14.431	17.881
Indtjening per aktie (DKK)	10,7	10,3	13,9	16,2
Udbytte per aktie (DKK)	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	24,6	20,5	15,2	13,1
K/I (x)	6,1	4,1	3,2	2,5

Kilde: Jyske Bank & Demant

Demant	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	300
Lukkekurs (DKK)	212,8
Markedsværdi (DKK mio.)	45.496
Jyske Quant	Q2
Value score	Q2
Quality score	Q1
Momentum score	Q5

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, høreimplantater og headsets, hvor sidstnævnte markedsføres under brandet Epos.

Risikofaktorer

- Øget makroøkonomisk usikkerhed kan kortvarigt påvirke efterspørgslen efter høreapparater.
- Fortsat fald i gennemsnitsprisen som følge af produktmiks, offentlige licitationer, konsolidering i forhandlernettet samt større fokus på pris.
- Tab af markedsandele i "Managed Care" segmentet i USA (forsikringsdækket støtte til køb af høreapparater)
- Fortsat konsolidering i detailledet kan mindske producenterens forhandlingsstyrke.
- Mangel på nye banebrydende produkter kan gøre det vanskeligt at hæve priserne.
- Regulering af industrien, hvor der i USA åbnes op for salg af høreapparater i håndkøb fra oktober 2022

Senior Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

DSV

- Stærkt kurscomeback sikre flad udvikling år til dato
- 2026 formes af synergier

Stærkt kurscomeback sikrer flad udvikling år til dato

DSV-aktien er steget knap 3,4 % år til dato, men har siden bunden i april leveret et markant comeback med en kursstigning på omkring 50 %. Kursudviklingen afspejler et gradvist forbedret stemningsskifte, understøttet af robuste luftfragtdata og stigende tillid til integrationscasen omkring DB Schenker. Regnskabet for 4. kvartal kan dog godt blive et lille bump på vejen, hvor udfordrende markedsforhold inden for søfragt presser både volumener og yields. Vi ser det dog som kortvarig medvind, og vurderer, at den langsigtede case er intakt, da integrationen af DB Schenker kører på skinner. Derudover vurderer vi, at Q4 sandsynligvis vil markere en bund for yields, hvilket dermed er et godt udgangspunkt for indtjeningen gående fremad.

2026 formes af synergier

DSV's indtjeningsudvikling vil i 2026 i højere grad være drevet af integration og effektiviseringer end af markedsudviklingen. Integrationen af DB Schenker er kommet stærkt fra land, hvor DSV venter, at 70 % af integrationen er gennemført ved udgangen af 2026. Dette peger på synergier på minimum DKK 4 mia. næste år, med en officiel målsætning på DKK 9 mia. årligt fra 2028. På trods af fortsat afdæmpede markedsforhold inden for luft- og søfragt danner integration, et stærkt cash flow og en gradvist faldende gearing et solidt fundament for indtjeningsvækst. Vi ser fortsat potentiale for en opjustering af synergimålsætningen på kapitalmarkedsdagen til maj, mens vi ser en øget sandsynlighed for, at aktietilbagekøb godt kunne komme på tale igen hen mod slutningen af 2026.

Investeringscase

DSV er en klar branchevinder, og de kommer til at fortsætte deres imponerende vækst i fremtiden gennem organisk vækst og opkøb. DSV's styrke ligger i deres effektive IT-setup, performancekultur og deres aktionærvenlige samt kompetente ledelse. Det er disse kvaliteter, der har skabt og vil fortsætte med at skabe den vækstrejse, DSV er på. Forude venter dog turbulente farvende og tåge. Ikke nok med, at DSV står over for deres største integration, så har Donald Trumps protektionistiske politik gjort fragtmarkedet mere volatilt og mindre forudsigeligt. DSV har dog tidligere bevist, at de har de nødvendige kompetencer til effektivt at absorbere og integrere større virksomheder, men også til at præstere under volatile markedsforhold.

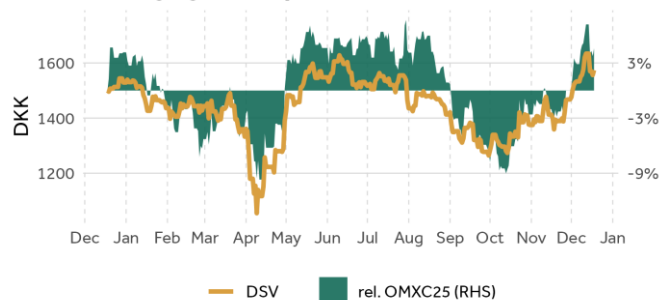
Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	167.106	248.367	294.812	298.201
EBIT	16.096	19.799	25.937	30.017
Net Profit	10.204	10.285	11.980	17.578
Balance sum	236.545	299.781	288.752	277.335
Egenkapital	114.503	113.926	137.712	162.231
Indtjening per aktie (DKK)	17,7	47,8	73,6	51,3
Udbytte per aktie (DKK)	6,4	6,4	7,5	11,0
P/E (x)	36,5	36,2	31,1	21,2
K/I (x)		4,1	2,7	2,3

Kilde: Jyske Bank & DSV

DSV	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	1.800
Lukkekurs (DKK)	1.574
Markedsværdi (DKK mio.)	378.460
Jyske Quant	Q5
Value score	Q4
Quality score	Q4
Momentum score	Q4

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 verdens nu fjerde-største speditør i en meget fragmenteret branche. I dag er DSV verdens tredje største leverandør af tredjeparts logistik. DSV har vist en usædvanlig evne til at skabe værdi gennem opkøb og succesfuld integration af nye kompetencer/kulturer har skabt et af branchens mest profitable selskaber.

Risikofaktorer

- Mislykkes med at finde nye opkøbsmuligheder.
- Stigende konkurrence og tab af kernekunder.
- IT-problemer.
- Handelskrig fører til et fald i verdenshandlen og afledt heraf faldende volumen samt stigende konkurrence blandt de førende fragtselskaber.
- Lovgivningsmæssige og arbejdsretsmæssige ændringer i selskabets vigtige segmenter og regioner.

Senior Analyst, Haider Anjum, Research

Genmab

- Stærke studieresultater bag kursvending i 2025
- 2026 kan blive endnu et begivenhedsrigt år

Stærke studieresultater bag kursvending i 2025

Trods en svag begyndelse på året har Genmab vendt udviklingen, og aktien er oppe med 34 % år til dato og 72 % siden bunden i april. Kursfremgangen har været drevet af stærk forretningsmæssigt med flot vækst og solid omkostningskontrol, samt opløftende nyheder for pipeline-kerneprodukterne Rina-S og Epcoritamab, samt opkøbet af Merus og adgangen til kerneproduktet petosemtamab (peto) har fået investorerne til at genfinde tronen og håber om at Genmab kan skabe vækst i forretningen efter patentudløbet på Darzalex i 2030. Trods den sidste tid har budt på flere gode nyheder har aktien ikke fået samme belønning, hvilket for os indikerer at aktien nu som mere fair værdiansat end tidligere.

2026 kan blive endnu et begivenhedsrigt år

Et kursmæssigt godt 2025 bliver snart afløst af et 2026, som Genmab selv kalder for endnu et begivenhedsrigt år. Året starter med fokus på gennemførelse og integration af Merus opkøbet. Merus opkøbet vil presse indtjeningen i 2026 og 2027, men bør have en langsigtet positive effekt på Genmab, som kan fjerne modvinden fra patentudløb af Darzalex i 2030 og sikre fornuftig vækst trods patentudløbet. Mens studie-resultaterne formentligt først kan forventes i andet halvår, hvilket kan medføre, at nogle investorer indtager en mere afventende position.

Investeringscase

Positive studieresultater for kerneprodukterne Rina-S og Epcoritamab, samt opkøbet af Merus og adgangen til kerneproduktet petosemtamab (peto) har skabt af øget optimisme (og sendt aktien nordpå) omkring investorernes største udfordring med Genmab, nemlig hvordan Genmab vil skabe vækst i forretningen efter patentudløbet på Darzalex i 2030. Efter et pænt kurs-run kombineret med et mere afdæmpet nyhedsflod resten af 2025 og starten af 2026 gør, at vi ser et positivt, om end mindre, afkastpotentiale i aktien end tidligere. Genmab-aktien anses nu som mere fair værdiansat end tidligere. Risikoen fra patentudløbet er dog til stede, trods købet af Merus, mindskes risikoen, og sammen med de øvrige kerneprodukter Epkinly, RINA-S og acasunlimab forventes Genmab at kunne modvirke patentudløbet. Skal aktien fortsætte op kræver det, at Genmab fortsætter det solide vækstmæssige momentum og fortsætter med positive dataannonceringer.

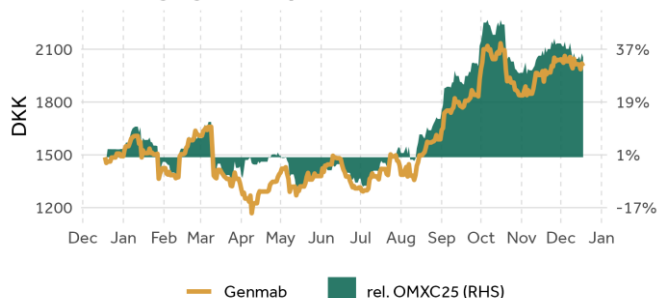
Udvalgte nøgletal

USDm	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	3.132	3.597	4.326	4.615
EBIT	973	1.257	1.334	1.502
Net Profit	1.139	1.050	1.116	1.265
Balance sum	6.414	7.464	8.580	9.845
Egenkapital	5.137	6.187	7.303	8.568
Indtjening per aktie (USD)	17,2	16,1	17,4	19,7
Udbytte per aktie (USD)	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	12,6	19,3	18,3	16,2
K/I (x)	2,8	3,3	2,8	2,4

Kilde: Jyske Bank & Genmab

Genmab	Hold
Sektor	Sundhed
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	2.000
Lukkekurs (DKK)	2.004
Markedsværdi (DKK mio.)	128.734
Jyske Quant	Q1
Value score	Q2
Quality score	Q1
Momentum score	Q2

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

Genmab A/S er et internationalt biotekselskab, som har specialiseret sig i udvikling af antistofferterapi til behandling af forskellige kræfttyper. Rygraden i selskabet er DARZALEX til behandling af visse indikationer af myelomatose lanceret i 2016. Sidenhen har selskabet lanceret Kesimpta (multiple sklerose), TEPEZZA (øjensygdommen TED), TIVDAK (livmoderhalskræft) og Rybrevant (lungekræft), som er udviklet og lanceret via partnerskaber med hhv. Johnson & Johnson, Novartis, Horizon og Seagen. Genmab opbygger desuden en pipeline af kliniske og prækliniske antistofprodukter til behandling af kræft og andre sygdomme med et udækket medicinsk.

Risikofaktorer

- Negative resultater fra kliniske studier, særligt i relation til Epcoritamab, HexaBody-CD38.
- Stærke studieresultater fra konkurrenterne.
- Uventet hård konkurrence fra bl.a. Scarlisa i knoglemarvskræft eller Roches glofitamab i non-Hodgkin-lymfom.
- Større end forventet omkostningsstigninger fra R&D.

Senior Analyst, Henrik Hallengreen Laustsen, Research

GN Store Nord

- PC-salget kan smitte af på væksten i Enterprise i 2026
- Prissætningen er fortsat attraktiv

PC-salget kan smitte af på væksten i Enterprise i 2026

2025 har været et udfordrende år for GN, der er blevet ramt af stigende toldafgifter og øget makroøkonomisk modvind, hvilket har smittet af på salget af headsets. Aktien fik dog lidt tiltrængt medvind i slutningen af året, drevet af en fornyet optimisme omkring AI, der sendte teknologiaktierne op. Samtidig har både Dell og HP været ude med regnskaber i slutningen af november, hvor salget af PC'ere til virksomhederne steg med hhv. 5% for Dell og 7% for HP. Det er 5. kvartal i streg med stigninger, hvilket lover godt for GN, da PC-salget typisk er en ledende indikator for salget af headsets. Meget tyder således på, at det værste er overstået, og at væksten i Enterprise-forretning vil vende tilbage til positivt territorium i 2026.

Prissætningen er fortsat attraktiv

GN Store Nord handler til en EV/EBITDA 9,5x baseret på den forventede indtjening de næste 12 måneder – det er 34% lavere end det historiske gennemsnit og en markant rabat til Logitech. Prissætningen ser således attraktiv ud. Vi forbliver derfor køber af aktien, da vi forventer, at væksten i Enterprise-forretningen vender tilbage i takt med at GN lancerer den nye headset-platform, og virksomhederne påbegynder opgraderingscyklussen. GN er dog følsom overfor øget makroøkonomisk usikkerhed, som kan dæmpe virksomhedernes investeringslyst, men væksten har været negativ de sidste 3 år, og der er en grænse for, hvor længe virksomhederne kan udskyde indkøbet af nye headsets.

Investeringscase

Markedet for høreapparater er kendetegnet ved stabil volumenvækst, der er relativt modstandsdygtig over for en økonomisk opbremsning. Vi forventer, at styksalget af høreapparater vil vokse med 4-6% om året på tværs af de økonomiske konjunkturer, og med lanceringen af ReSound Vivia vurderer vi, at GN står godt positioneret til at tage markedsandele i 2025. Markedet for headsets er fortsat udfordrende, og makroøkonomisk usikkerhed har fået kunderne til at holde igen og reducere lagrene. Samtidig har GN valgt midlertidigt at bremse salget til USA på grund af de stigende toldsatser, hvilket rammer omsætningen i 2025. Det ventede opsving ser således ud til at blive rykket ind i 2026. Vi har dog fortsat tiltro til det langsigtede potentiale i både Enterprise og Hearing-forretningen, hvilket ikke er afspejlet i prissætningen.

Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	17.985	16.981	17.907	18.942
EBIT	1.860	1.746	2.077	2.326
Net Profit	1.059	847	1.264	1.458
Balance sum	30.611	30.930	30.393	30.710
Egenkapital	10.824	11.614	10.793	10.153
Indtjening per aktie (DKK)	7,0	5,6	8,4	10,3
Udbytte per aktie (DKK)	0,0	0,0	1,1	1,4
P/E (x)	19,1	20,1	13,5	11,0
K/I (x)	1,9	1,3	1,4	1,4

Kilde: Jyske Bank & GN Store Nord

GN Store Nord	Køb
Sektor	Cyklisk forbrug
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	145
Lukkekurs (DKK)	103,5
Markedsværdi (DKK mio.)	15.619
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, diagnostiske instrumenter og headsets, som markedsføres under brandet, Jabra. GN består af headset divisionen, GN Audio, som er verdens næststørste producent af headsets efter Plantronics, og høreapparat divisionen, GN Hearing. Høreapparaterne sælges under tre mærker: ReSound, Beltone og Interton, hvor GN Hearing er verdens 4. største producent af høreapparater med en global markedsandel på små 20%.

Risikofaktorer

- Makroøkonomisk usikkerhed.
- Ændringer i tilskudsordninger og anden politisk regulering.
- Stigende konkurrence.
- Mangel på komponenter og flaskehalse i de globale forsyningskæder.
- Høj gæld i kølvandet på opkøbet af SteelSeries.
- Patentrisiko.

Senior Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

ISS

- ISS vender skuden med stærk solide kontrakter
- Mere af det samme i 2026, tak

ISS vender skuden med stærk solide kontrakter

2025 blev året, hvor ISS for alvor fik genetableret tilliden hos investorerne. ISS-aktien er oppe med hele 65% i 2025 mod et beskedent afkast på 0,5% for OMX C25, hvilket gør ISS til en af årets bedst præsterende C25-aktier. Denne fremgang er især drevet en stærk pipeline, normaliseret drift og en bedre kontraktkvalitet, som har skabt indtrykket af et selskab, der langt om længe har fået styr på sine udfordringer og genetableret en tilfredsstillende margin. Samtidigt har forsatte aktietilbagekøb understøttet kursudviklingen for året, og ISS går derfor ud af 2025 som et af de største turnarounds i C25.

Mere af det samme i 2026, tak

2026 bliver et år hvor ISS skal fortsætte med at vise, at vækst- og marginprofilen i 2025 ikke var et tilfælde, men derimod noget investorerne kan regne med bliver gentaget år efter år. Særligt det nordamerikanske marked har været i stilstand for ISS i en periode, men med ny ledelse vil investorerne formentligt gerne se at væksten i Nordamerika begynder at vise tegn på fremgang – det kan være med til at understøtte aktien i løbet af året.

Investeringscase

ISS har i de sidste mange år performet under markedets forventninger, og markedets frygt for at historien vil gentage sig har gjort, at aktien handler til en for stor rabat, både absolut og relativt til konkurrenter. Det virker urimeligt i vores optik, set i lyset af en normalisering i deres forretning, positive markedstendenser, sund balance, en stærk hovedaktionær, realistiske finansielle mål og en kompetent ledelse. Derudover giver deres kontraktbaserede forretning en høj grad af forudsigelighed, hvilket giver ISS et obligationslignende præg, og gør ISS til en god langsigtet investering i vores optik.

Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	78.681	83.761	85.811	89.458
EBIT	3.138	3.889	4.132	4.369
Net Profit	325	2.589	2.700	2.877
Total Assets	47.693	50.641	54.043	54.288
Egenkapital	10.522	11.913	10.354	10.801
Indtjening per aktie (DKK)	1,8	14,1	16,1	18,1
Udbytte per aktie (DKK)	2,3	3,1	3,2	3,6
P/E (x)	12,1	9,2	13,3	11,8
K/I (x)	2,3	3,3	3,4	3,1

Kilde: Jyske Bank & ISS

ISS

Sektor	Industri
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	230
Lukkekurs (DKK)	211,8
Markedsværdi (DKK mio.)	36.896

Jyske Quant

Value score	Q1
Quality score	Q4
Momentum score	Q4

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 de blandt de største selskaber på verdensplan; rengøringsydelser udgør ca. 42% af deres omsætning.

Risikofaktorer

- Risiko for nedgang i den globale økonomiske vækst, der påvirker den mere cykliske del af forretningen.
- En nedgang i væksten på emerging markets, som leverer vækst og driftsmarginer over gennemsnittet.
- Øget konkurrence, især i single service-markedet, som har relativt lave adgangsbarrierer.
- Nedadgående pres på priserne i forbindelse med fornyelse af store integrerede facility service-kontrakter.
- Lavere offentligt forbrug.

Senior Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

Netcompany

- Netcompany genfinder væksten mod slutningen af året
- Marginforbedringer skal leveres i 2026

Netcompany genfinder væksten mod slutningen af året

Netcompany-aktien har haft et udfordrende 2025 med et afkast på 2,4% mod et afkast i OMX C25 på 0,5%. Netcompany kom haltende fra start i 2025, hvor skuffende guidance for året og træg vækst i Storbritannien tyngede markedsstemningen. I løbet af året begyndte udviklingen dog at vende i Storbritannien, og optimismen spirede efter Netcompanys kapitalmarkedsdag som satte attraktive omkostningsmål for Netcompany Banking Services og desuden bød på afsløringen af en ny stor milepælskontrakt til lufthavnsplatformen Airhart. Netcompany går dermed ud af 2025 på en mere positiv note, men også med et behov for at levere mere konsistent vækst for at indfri investorernes forventninger.

Marginforbedringer skal leveres i 2026

Der er sjældent stilstand i Netcompany og 2026 bliver ingen undtagelse. Vi forventer at man vil fortsætte med at vokse indenfor målsætningen om 5-10% årligt, særligt drevet af de udenlandske markeder, mens væksten i Danmark formentligt vil være mere positiv, men afdæmpet. Desuden venter vi en fortsat marginfremgang, blandt andet drevet af bedre kapacitetsudnyttelser og Netcompanys produkt- og platformstrategi, men også gradvis synergihøst i Netcompany Banking Services. Lykkes Netcompany med alt dette bør 2026 kunne blive et fint år for aktionærerne.

Investeringscase

Netcompanys høje organiske vækstrater bør kunne fastholdes længe endnu i kernemarkederne i kraft af en stærk track-record i Danmark og et betydeligt vækstpotentiale i de udenlandske kernemarkeder, ikke mindst i lyset af stigende fokus på digital infrastruktur og sikkerhed. Netcompanys høje profitabilitet i kernemarkederne har været udfordret i de seneste år, hvilket dog efterhånden er mere end afspejlet i aktiekursen, og potentialet for forbedringer af profitabiliteten gennem større skala og kapacitetsudnyttelse bør i høj grad være til stede. Værdiansættelsen ser lav ud i øjeblikket, både relativt til peer-gruppen, ift. Netcompanys egen historik, og ift. vores fundamentale værdiansættelse af aktien. Vi mener derfor aktien er attraktiv i øjeblikket.

Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	6.540	7.853	9.289	9.941
EBIT	786	529	1.291	1.536
Net Profit	468	277	965	1.155
Balance sum	8.072			
Egenkapital	3.615	3.717	3.910	3.910
Indtjening per aktie (DKK)	9,8	5,9	21,6	27,4
Udbytte per aktie (DKK)	0,0	0,0	0,0	6,8
P/E (x)	34,7	57,8	15,8	12,5
K/I (x)	4,5	31,8	30,3	30,3

Kilde: Jyske Bank & Netcompany

Netcompany	Køb
Sektor	IT
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	375
Lukkekurs (DKK)	347
Markedsværdi (DKK mio.)	16.482
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 2024 en omsætning på DKK 6.540 mio. og mere end 8000 ansatte.

Risikofaktorer

- Manglende evne til at tiltrække nyuddannede talenter.
- Betydelige fejl på IT-projekter med imageskade og lav win-rate til følge.
- Manglende evne til at løfte marginerne i udlandet til niveauet i Danmark.
- Øget kompleksitet i organisationen og lavere profitabilitet til følge.

Senior Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

NKT

- Forrygende år for NKT
- Nexans – et stort projekt risikerer at blive annulleret

Forrygende år for NKT

NKT har haft et forrygende år, hvor aktien i 2025 er steget med hele 50 % i takt med, at markedet har fået øjnene op for det attraktive vækstpotentiale, der er på højspændingsmarkedet frem mod 2030. Det blev for alvor cementeret af selskabets finansielle mål for 2030, der blev præsenteret i forbindelse med 3. kvartalsregnskabet, Aktien er dermed gået fra at handle med en rabat på over 50% i forhold til det historiske gennemsnit til nu at handles med en præmie på 20 %. Vi skal dog ind i 2030 for at se det fulde potentiale udspille sig, men på kort sigt ser vi begrænset med kurstriggere i aktien, da NKT i 2026 fortsat er i gang med at eksekvere på mange af de samme projekter og samtidig bliver ramt af ekstra omkostninger til indkøringen af produktionen i Karlskrona. Vi forbliver derfor på sidelinjen indtil videre.

Nexans – et stort projekt risikerer at blive annulleret

Der har ikke været de store selskabsspecifikke nyheder i december – bortset fra rygterne om, at den franske konkurrent Nexans angiveligt har aflyst al tilbudsaktivitet relateret til Great Sea Interconnector projektet, som skal forbinde Cypern med Grækenland. Projektet er pt. sat i bero indtil der er lavet en nærmere undersøgelse af projektet, og noget tyder nu på, at projekter bliver udskudt eller helt annulleret. Vi ser umiddelbart ingen afsmittende effekter til NKT, men det vidner selvfølgelig om, at ordrer kan blive sat på hold eller annulleret, dog uden at vi forventer at det samme sker for NKT.

Investeringscase

NKT står med kapacitetsudvidelsen i Karlskrona godt positioneret til at få andel i det attraktive vækstpotentiale, der er på højspændingsmarkedet frem mod 2030. Vi forventer, at der årligt vil blive tildelt ordrer på over EUR 10 mia., understøttet af den igangværende udbygning af elnettet og målsætningen om, at øge andelen af vedvarende energi. Efterspørgslen forventes således at overstige højspændingskapaciteten på markedet frem mod 2030, hvilket lover godt for kvaliteten af de ordrer, der tages ind. Der er derfor udsigt til et markant løft i profitabiliteten frem mod 2030. Efter den seneste tids kursstigninger begynder prissætningen dog at se mere fair ud, og vi ser begrænset med kurstiggere på den korte bane, da vi skal ind i 2027/2028 for at vi for alvor begynder at se effekterne af den seneste tids stigende priser.

Udvalgte nøgletal

EURm	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	3.252	3.510	3.630	4.468
EBIT	240	274	272	379
Net Profit	337	240	220	300
Balance sum	4.859	5.425	5.860	5.255
Egenkapital	1.853	2.093	2.313	2.237
Indtjening per aktie (EUR)	6,3	4,5	4,1	5,6
Udbytte per aktie (EUR)	0,0	0,0	0,0	1,4
P/E (x)	11,0	23,0	25,0	18,3
K/I (x)	2,0	2,7	2,4	2,5

Kilde: Jyske Bank & NKT

NKT	Hold
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	845
Lukkekurs (DKK)	773,5
Markedsværdi (DKK mio.)	41.552
Jyske Quant	Q2
Value score	Q3
Quality score	Q3
Momentum score	Q2

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

NKT er en af verdens førende kableverandører 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 distributionselskaberne samt installationskabler til byggebranchen.

Risikofaktorer

- Problemer med overvæltning af stigende metalpriser på kunderne
- Stigende konkurrence og prispres i markedet
- Lav kapacitetsudnyttelse
- Problemer i eksekveringen af projekterne
- Udfordringer med indkøringen af den nye kapacitet
- Integrationen af SolidAI
- Økonomisk afmatning

Senior Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

Nordea

- Flotte 2025-resultater drevet af lavere omkostninger
- Gode udsigter ind i 2026

Flotte 2025-resultater drevet af lave omkostninger

Nordea-aktien havde et imponerende 2025 med et afkast på hele 61% mod OMX C25's afkast på små 0,5%. Allerede i februar var aktien oppe 20,4% ÅTD, drevet af stigende forventninger til markedsrenterne de kommende år, fortsatte høje nettorenteindtægter og udsigten til at Nordea igen bliver Nordens mest profitable storbank. Banken har fastholdt sin disciplin omkring kapitalen og lanceret aktietilbagekøb i 2025 for EUR 1.250 mio. og forventes at udbetale udbytte for i alt EUR 3.107 mio. Regnskaberne har vist stabil indtjening og en egenkapitals forrentning omkring 15%, understøttet af lavere omkostningspres og begrænsede nedskrivninger. Med en stærk kapitalposition og strukturel høj udlodning, har Nordea altså fremstået som en af de mest stabile og attraktive banker i Norden gennem 2025.

Gode udsigter ind i 2026

I 2026 vurderer vi, at Nordea og banksektoren generelt har gode forudsætninger for fortsat at levere stærke resultater. Rentenedsættelserne ser ud til at være et overstået kapitel i Danmark og eurozonen, og økonomierne ser robuste ud med høj beskæftigelse – dette understøtter bankernes indtjening og holder nedskrivningerne lave. Med udsigten til at være den mest profitable nordiske storbank de kommende år og med et ambitiøst omkostningsprogram der kan øje profitabiliteten yderligere, ser vi fortsat god værdi i Nordea-aktien, som ikke afspejler det fulde potentiale ved den nuværende værdiansættelse.

Investeringscase

Nordeas finansielle mål frem mod 2030 lyder på en egenkapitalforrentning over 15% i alle år og en omkostningsprocent på 40-42% i 2030 (ekskl. regulatoriske omkostninger). Indfrier Nordea dette, vil det placere banken som en af de mest profitable og omkostningseffektive nordiske storbanker – og med et rimeligt udlodningspotentiale undervejs. 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.

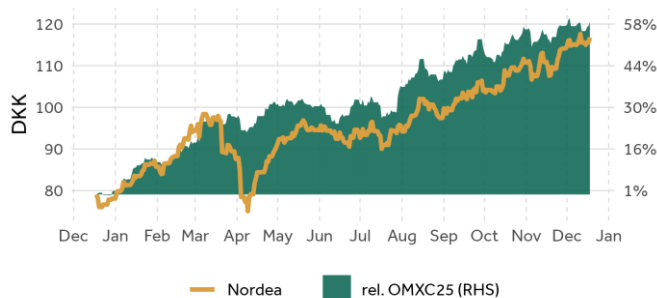
Udvalgte nøgletal

EURm	2024	2025E	2026E	2027E
Indtjening før skat	6.548	6.351	6.407	6.514
Nettoresultat	5.059	4.881	4.933	5.016
Balancesum	590.919	620.275	641.923	656.225
Egenkapital	32.446	32.468	33.295	34.198
Indtjening per aktie (EUR)	1	1	1	2
Udbytte per aktie (EUR)	0,9	0,9	0,9	0,9
P/E (x)	10,7	10,9	10,5	10,2
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)	120
Lukkekurs (DKK)	116,8
Markedsværdi (DKK mio.)	402.086
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 erhvervskunder.

Risikofaktorer

- Negativ medieomtale og fortsat faldende kundetilfredshed.
- Forværring af makroøkonomisk udvikling i Norden med negative konsekvenser for både kreditkvalitet og indtægter.
- Flere regulatoriske tiltag med negativ indvirkning på den finansielle sektor end ventet.

Senior Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

Novo Nordisk

- 2025 er et år Novo gerne vil glemme
- Begrænsede forhåbninger om vækst i 2026

2025 er et år Novo gerne vil glemme

Novo-aktien har fortsat den svage udvikling fra andet halvår 2024, og den er faldet omkring 50 % år til dato. Aktien har været presset af skuffende studieresultater, stor konkurrence fra Eli Lilly, ulovlig konkurrence og prispres fra compoundingers samt en opbremsning i væksten, hvilket har medført flere nedjusteringer og organisatoriske ændringer (ny bestyrelse og topledelse). Novo Nordisk har dog taget action – anført af Fonden – for at ændre billedet i 2026, men som den nye topchef Mike Doustdar sagde i forbindelse med regnskabet for 3. kvartal: "Turnaround is a marathon, not a sprint." Spørgsmålet er dog, om aktien (igen) løber foran, når der opstår tegn på vending.

Begrænsede forhåbninger om vækst i 2026

Efter et svagt 2025 vender investorerne nu fokus mod 2026, hvor indikationerne for vækst er meget begrænsede. Forventningerne i markedet er faldet fra 6,6 % før regnskabet for 3. kvartal til nu -1,6 % i lokal valuta. Vi vurderer derfor, at investorerne må forvente, at Novo i februar guider for negativ vækst i 2026. Væksten bliver negativt påvirket af patentudløbet på semaglutide i fem lande i IO (lav-encifret vækstmodvind), 2 % modvind fra rabatjusteringer i USA i 2025, som ikke gentages i 2026, samt lav-encifret vækstmodvind fra Most Favored Nation-aftalen med Trump. Dertil kommer svagt momentum i salget samt modvind i Medicaid som følge af budgetbegrænsninger under One Big Beautiful Bill Act. Det positive element for 2026 er Wegovy-pillen.

Investeringscase

Pres fra compoundingers, svage recepttal, nedjusteringer, prispres, politiske reformer i USA, toldrisiko og CagriSema-resultater, der ikke levede op til forventningerne, har gjort udfordringerne tydelige i Novo det seneste år. Et fremtidigt stemningsskifte kan tage tid – Novo skal genfinde væksten. Trods politisk modvind, konkurrence og prispres vurderer vi fortsat, at vækstpotentialer er attraktivt over de kommende år – dog lavere end tidligere forventet. Pipelinen er stærk, og kapacitetsmæssigt er Novo fortsat i førersædet. Et stemningsskifte kan udløses af: 1) fremgang i ugentlige tendenser i recepttallene for Wegovy og Ozempic, og 2) head-to-head-studiet mellem CagriSema og Zepbound (1. kvartal 2026) eller en potentiel godkendelse af høj-dosis-versionen af Wegovy, som kan mindske forskellen til Zepbound.

Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	290.403	312.122	337.119	348.518
EBIT	128.339	130.517	137.306	143.517
Net Profit	100.988	103.690	108.849	112.094
Balance sum	465.795	593.979	658.606	677.585
Egenkapital	157.316	222.122	277.063	295.337
Indtjening per aktie (DKK)	22,7	23,3	24,5	25,2
Udbytte per aktie (DKK)	11,4	8,7	9,8	10,1
P/E (x)	13,7	13,3	12,7	12,3
K/I (x)	17,6	6,1	4,9	4,6

Kilde: Jyske Bank & Novo Nordisk

Novo Nordisk	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	475
Lukkekurs (DKK)	304,3
Markedsværdi (DKK mio.)	1.358.700
Jyske Quant	Q2
Value score	Q2
Quality score	Q1
Momentum score	Q5

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

Novo Nordisk er en global medicinalvirksomhed med ledende positioner indenfor diabetes og fedme. Novo arbejder for at udvikle, fremstille og sælge produkter med det formål at bekæmpe diabetes og andre alvorlige kroniske sygdomme som svær overvægt og sjældne blodsygdomme og endokrine sygdomme. Novo Nordisk, som har hovedsæde i Danmark, beskæftiger mere end 47.000 medarbejdere på 80 kontorer rundt om i verden samt markedsfører sine produkter i mere end 168 lande.

Risikofaktorer

- Hurtigere end forventet udrulning af Mounjaro presser væksten i Ozempic i diabetes og/eller Wegovy for fedme, hvis de anvendes off-label.
- Værre end forventet prispres pga. f.eks. regulering, biosimilær konkurrence, patentudløb.
- Skuffende markedsvekst for væksthåbene i GLP-1 og/eller fedme.
- Øget konkurrence i GLP-1 og fedme fra bl.a. Eli Lilly.
- Skuffende kliniske resultater.
- Negative valutabevægelser, særligt USD/DKK.

Senior Analyst, Henrik Hallengreen Laustsen, Research

Novonesis

- Kvalitet uden kursmomentum i 2025
- 2026 understøttet af strukturel vækst

Kvalitet uden kursmomentum i 2025

Novonesis-aktien er omkring 0% år til dato på trods af et år med solid operationel performance. Aktien var oppe omkring 20% midt på året, men er siden faldet tilbage, primært som følge af mere pessimistiske meldinger fra flere af konkurrenterne. For Novonesis har det dog været "business-as-usual", hvor stærke og bæredygtige underliggende strukturelle forretningsstendenser har været understøttende for den organiske vækst. Udviklingen i 2025 har været bredt funderet på tværs af divisioner, med fortsat styrke i Energy og solid efterspørgsel inden for Food & Beverages og Human Health. Novonesis har i 2025 bevist, at de er "best-in-class". For Q4'25 forventes en midt-encifret organisk vækst, og marginen ventes at lande marginalt over 37%, hvilket igen vil være væsentligt højere end resten af sektoren

2026 understøttet af strukturel vækst

Mens presset på konkurrenterne ventes at fortsætte ind i 2026, ser vi ingen røde flag for Novonesis, hvor den underliggende efterspørgsel på high-end enzymer er intakt. Diversificeringen væk fra amerikansk ethanol reducerer den cykliske risiko, mens øget anvendelse af kornbaseret ethanol i blandt andet Brasilien og Indien er positivt for enzymintensiteten. Omkostningsbasen er stabil, omend der fortsat er pres på marginerne grundet den svagere dollar, hvilket dog ventes opvejet af synergier og et positivt bidrag fra opkøbet af DSMs Feed Enzyme-forretning.

Investeringscase

Med en velgennemført fusion vil et forstærket fokus på at høste frugterne af de mange megatrends, som Novonesis er eksponeret mod, gøre selskabet i stand til at fortsætte væksteventyret i de kommende år. Fokus på krydssalgsskemaer, stærke kunderelationer, en enorm biologisk værktøjskasse – med mere end 10.000 aktive patenter og 100.000+ enzym- og mikrobielle stammer – et solidt ry, en enorm produktionskapacitet og et konstant fokus på at optimere, forske og udvikle giver nemlig Novonesis en stærk konkurrencemæssig fordel og udbygger selskabets markedsledende position.

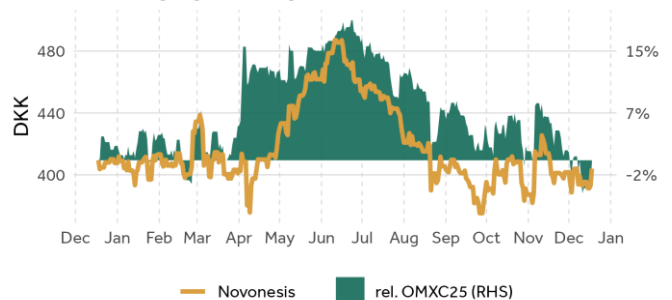
Udvalgte nøgletal

EURm	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	3.946	4.179	4.562	4.932
EBIT	869	903	1.030	1.340
Net Profit	277	656	748	973
Balance sum	15.196	17.112	17.130	17.209
Egenkapital	11.176	11.686	12.218	12.702
Indtjening per aktie (EUR)	0,7	1,5	1,7	2,3
Udbytte per aktie (EUR)	0,6	0,2	0,3	0,9
P/E (x)	81,9	35,6	31,3	24,1
K/I (x)	2,0	1,9	1,8	1,8

Kilde: Jyske Bank & Novonesis

Novonesis	Køb
Sektor	Materialer
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	550
Lukkekurs (DKK)	404
Markedsværdi (DKK mio.)	189.193
Jyske Quant	Q4
Value score	Q4
Quality score	Q4
Momentum score	Q3

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 stærke kunderelationer, enorme biologiske værktøjskasser med mere end 10.000 aktive patenter og 100.000+ enzym- og mikrobielle stammer, et solidt ry, en enorm produktionskapacitet og 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 know-how inden for bakterie-kolonier/mikrober kan der låses op for et potentiale, de enkelte selskaber hver især ikke har haft, da udvikling af nye og innovative produkter nu kan foregå på tværs af forretninger. Trends som stigende befolkning og velstand sikrer markedsvækst.

Risikofaktorer

- Udeblivende effekt og svagere end ventet eksekvering af strategi- og integrationsplan.
- Fejlslagen produktudvikling og forsinkede lanceringer af nye produkter og løsninger.
- Svækkelse af hovedvalutaerne USD, EUR og CNY.
- Langsommere end ventet vækst og forværring af kundernes underliggende markeder.
- Langsommere end ventet penetrering på Emerging Markets

Senior Analyst, Haider Anjum, Research

Pandora

- Hård medfart i 2025, men udsigt til en bedring i væksten
- Sølvr priserne slår fortsat rekorder

Hård medfart i 2025, men udsigt til en bedring i væksten

Pandora er blandt de mest faldende aktier i 2025, hvor aktien er nede med hele 46 %. Med til at lægge pres på aktien har været de kraftigt stigende sølvpriser, som igennem året har sat den ene rekord efter den anden. Derudover har stigende toldafgifter og bekymringer for den amerikanske forbruger været med til at lægge pres på aktien. Vi forventer dog at se en bedring i væksten i 4. kvartal drevet af lanceringen af Talisman og Minis, der ser ud til at være kommet godt fra start. Meget afhænger imidlertid af Black Friday og julehandlen, der udgør 80 % af omsætningen i kvartalet. Her viser tal fra Mastercard SpendingPulse, at salget i forbindelse med Black-Friday i USA steg med 4,1 %, hvilket er mere end sidste år. Det vidner om, at den amerikanske forbruger fortsat er relativt robust på trods af makroøkonomisk modvind, hvilket alt andet lige er positivt i relation til Pandora.

Sølvpriserne slår fortsat rekorder

Sølvpriserne fortsætter med at stige og ligger nu i et rekordhøjt niveau på hele USD 66 pr. ounce. Det er mere end dobbelt så højt som i starten af året og 37,5 % højere end de USD 48, som Pandora har lagt til grund for deres målsætning om en indtjeningsmargin på 23 % i 2026. Pandora har afdækket størstedelen af sølvforbruget for 2026, men bliver sølvpriserne liggende på det nuværende niveau, vil Pandora stå med en yderligere marginmodvind på 120 basispunkter i 2026. Pandora kan derfor meget vel ende med at guide for en EBIT-margin på omkring 22 % - 1 p.p. lavere end konsensus.

Investeringscase

Smykkesalget har været overraskende robust på trods af makroøkonomisk modvind gennem de sidste par år, hvor Pandora har formået at tage markedsandele. Det vidner om, at de markedsføringskampagner, som selskabet har iværksat, har virket yderst effektivt, og at Pandora med lanceringen af nye, mere klassiske kollektioner har formået at trække flere kunder ind i deres butikker. På kort sigt kan den faldende forbrugertilid i USA påvirke salget negativt, ligesom de stigende sølvpriser og højere toldafgifter lægger pres på indtjeningen. Pandora har dog tidligere bevist, at de kan styre flot igennem tider med makroøkonomisk modvind, hvor salget har vist sig at være mere modstandsdygtigt, end vi umiddelbart havde frygtet.

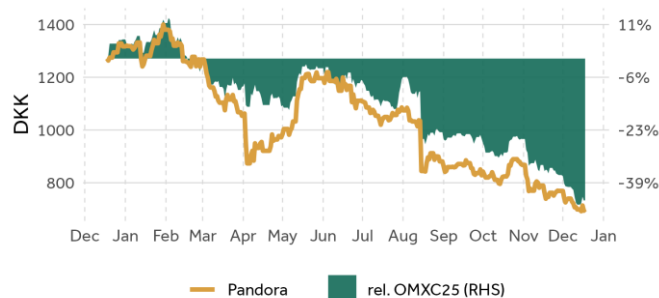
Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	31.681	33.117	35.524	37.300
EBIT	7.974	7.938	8.199	8.893
Net Profit	5.226	5.218	5.415	5.939
Balance sum	27.757	27.846	27.971	28.506
Egenkapital	5.507	5.149	4.964	5.246
Indtjening per aktie (DKK)	64,9	68,3	75,6	88,2
Udbytte per aktie (DKK)	20,0	21,6	23,9	27,8
P/E (x)	10,7	10,2	9,2	7,9
K/I (x)	9,9	10,0	9,8	8,7

Kilde: Jyske Bank & Pandora

Pandora	Køb
Sektor	Cyklisk forbrug
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	1.100
Lukkekurs (DKK)	699,6
Markedsværdi (DKK mio.)	55.268
Jyske Quant	Q1
Value score	Q1
Quality score	Q1
Momentum score	Q3

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

Pandora designer, producerer og markedsfører smykker i høj kvalitets materialer til overkommelige priser. Selskabets produkter sælges gennem mere end 7.700 butikker i over 100 lande med størst omsætning i USA (23 %), Storbritannien (12 %), Italien (11 %) og Australien (7 %). 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.

Risikofaktorer

- En normalisering i smykesalget i USA.
- Risiko relateret til lanceringen af nye produkter.
- Markedet for charms bliver mættet.
- Stigende sølvpriser og toldafgifter på varer fra Thailand
- En aggressiv udbygning af butiksnettet kan kannibalisere omsætningen i de eksisterende butikker.
- Kopiprodukter, faldende kundetrafik og stigende guld- og sølvpriser.

Senior Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

Rockwool

- To nedjusteringer i 2025 har sendt aktien ned
- Udsigt til en bedring i konstruktionsaktiviteten i 2026

To nedjusteringer i 2025 har sendt aktien ned

Rockwool har haft et svært 2025, hvor aktien er faldet med 10 %. Det skal ses i lyset af 2 nedjusteringer af forventningerne, seneste i november måned, men også bekymringer for en opbremsning i konstruktionsaktiviteten i Nordamerika, hvor flere projekter blev sat på hold hen over sommeren. Væksten i USA er dog tilbage på sporet igen, hvilket vidner om, at mange af projekterne er blevet genaktiveret. Samtidig handler Rockwool markant lavere end det historiske gennemsnit og for første gang i lang tid til en rabat til Saint Gobain. Vi vil derfor benytte kursfaldet til at købe ind i aktien i forventning om en bedring i volumen i 2026

Udsigt til en bedring i konstruktionsaktiviteten i 2026

De seneste data fra Dodge Construction Network viser, at antallet af påbegyndte erhvervsbyggerier i oktober var oppe med hele 37 % i forhold til samme måned sidste år. Væksten er især drevet af nye projekter indenfor datacentre og nye produktionsfaciliteter, hvilket vi ser som positivt i relation til Rockwool. Derudover er der tegn på bedring i aktiviteten i Europa, hvor antallet af byggetilladelser i både Tyskland og Frankrig i oktober måned var oppe med en solid tocifret procentsats, dog fra et lavt sammenligningsgrundlag. Det bør bane vejen for en volumenfremskud i 2026.

Investeringscase

Efterspørgslen efter stenuld er drevet af en række langsigtede trends, der er med til at understøtte efterspørgslen efter Rockwools produkter på længere 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; 3) en øget urbanisering og 4) en substitution væk fra plastikbaserede materialer over imod mere naturlige produkter som stenuld. På kort sigt vil nybygningsaktiviteten i Europa fortsat være svag, men vi ser spæde tegn på bedring i Frankrig og Tyskland, hvor antallet af byggetilladelser igen begynder at pege pilen opad. Vi har dog set svaghedstegn i USA hen over sommeren, hvor kunderne har valgt at udskyde projekterne indtil der er større afklaring omkring handelskrigen, men projekterne begynder så småt igen at blive aktiveret. Vi forventer derfor at se en bedring i konstruktionsaktiviteten i 2026. Samtidig er aktien faldet pænt tilbage, hvorfor prissætningen igen ser attraktiv ud.

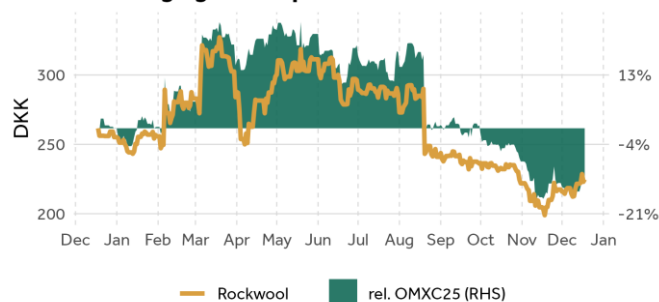
Udvalgte nøgletal

EURm	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	3.855	3.824	3.939	4.175
EBIT	677	557	600	636
Net Profit	550	437	470	497
Balance sum	3.888	4.007	4.203	4.441
Egenkapital	3.085	3.185	3.362	3.562
Indtjening per aktie (EUR)	2,5	2,0	2,1	2,2
Udbytte per aktie (EUR)	0,8	0,6	0,6	0,7
P/E (x)	13,5	14,7	14,3	13,5
K/I (x)	2,4	2,0	1,9	1,8

Kilde: Jyske Bank & Rockwool

Rockwool	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	265
Lukkekurs (DKK)	224,8
Markedsværdi (DKK mio.)	47.393
Jyske Quant	Q1
Value score	Q1
Quality score	Q1
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 af rør, kedler og ventilationskanaler og 2) Systems, der leverer akustiklofter, facadeplader, vibrations- og støjisoleringsløsninger, vækstmedier til dyrkning af planter i gartnerier samt fiberløsninger til fremstilling af bl.a. bremses i bilindustrien. Rockwool har i dag 45 produktionsfaciliteter fordelt på 39 lande.

Risikofaktorer

- Opbremsning i den globale vækst.
- Stigende renter påvirker nybygningsaktiviteten negativt.
- Lav kapacitetsudnyttelse vil lægge pres på margin.
- Prispress i markedet.
- Stigende inputpriser, herunder prisen på koks og energi samt højere transportomkostninger.
- Valutakurs udsving, herunder GBP, RUB og USD.
- Fald i olieprisen øger konkurrenceevnen i skumplast.

Senior Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

Royal Unibrew

- Indtjening i fokus løfter aktien
- 2026 med bedre margin-visibilitet

Indtjening i fokus løfter aktien

Royal Unibrew har haft et fint kursmæssigt 2025, hvor aktien er steget 15,7% år til dato. Aktionærerne har belønnet aktien for en stabil indtjeningsudvikling i et ellers udfordret drikkevaremarked. Tredje kvartal bekræftede selskabets evne til at levere på marginerne med en EBIT-vækst på 15 % på trods af en mere afdæmpet topolinjevækst. Fremgangen var drevet af effektiviseringer, udfasning af lavmarginforretninger og reduceret private-label-produktion, hvilket understøtter ambitionen om at normalisere indtjeningen. Desuden startede fjerde kvartal stærkt, særligt i International og Norge, hvilket har styrket tilliden til, at Royal Unibrew kan levere en EBIT-vækst i den høje ende af guidance-intervallet på 8-12% for 2025.

2026 med bedre margin-visibilitet

Ind i 2026 står Royal Unibrew med et mere robust udgangspunkt. Fokus på lønsomhed og en skarpere portefølje fortsætter, understøttet af vækst i strukturelt attraktive kategorier som no/low sugar soft drinks, ready-to-drink og premium-brands. Samtidig er hovedparten af råvarerne afdækket, hvilket reducerer omkostningsrisikoen og giver bedre visibilitet på marginerne. Selvom topolinen fortsat kan være ujævn på tværs af markeder, giver selskabets langsigtede målsætning om 6-8% organisk EBIT-vækst et solidt afsæt. Samlet set forventer vi, at 2026 i højere grad bliver præget af stabil indtjening og operationel disciplin frem for volumenvækst.

Investeringscase

Største usikkerhedspunkt for Unibrew er fortsat forbrugernes reaktion på den makroøkonomiske udvikling samt de igangværende integrationer af Vrumona og San Giorgio. Vores basisscenario er, at forbrugsmønstret ikke ændres markant, mens integrationen af Vrumona og San Giorgio vil gavne kapacitetsudnyttelsen, hvilket sender lovende signaler for indtjeningsforbedringer i de kommende år. I en tid, hvor væksten i drikkevaresektoren generelt er under pres, særligt salget af traditionel øl, fremstår Royal Unibrew som et stærkt kort med deres ambitiøse langsigtede vækstmålsætninger om en organisk EBIT-vækst på 6-8%. Lykkes det for selskabet at indfri målsætningen, bør det alt andet lige være nok til at løfte aktien tilbage mod historiske værdiansættelsesniveauer.

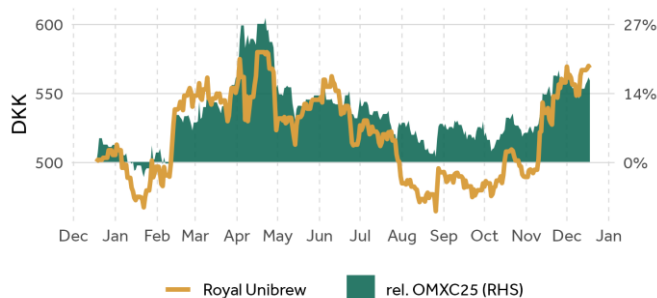
Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	15.036	15.954	16.090	16.759
EBIT	1.968	2.184	2.332	2.503
Net Profit	1.494	1.498	1.617	1.765
Balance sum	17.886	18.537	19.333	20.360
Egenkapital	6.408	6.847	7.656	8.538
Indtjening per aktie (DKK)	29,2	29,8	32,2	35,2
Udbytte per aktie (DKK)	15,0	16,1	16,1	17,6
P/E (x)	18,1	17,7	16,4	15,0
K/I (x)	4,0	4,2	3,7	3,3

Kilde: Jyske Bank & Royal Unibrew

Royal Unibrew	Køb
Sektor	Stabilt forbrug
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	590
Lukkekurs (DKK)	568,5
Markedsværdi (DKK mio.)	28.539
Jyske Quant	Q1
Value score	Q3
Quality score	Q2
Momentum score	Q1

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, "forbedret vand" og energidrikke. Virksomhedens rødder og ekspertise går mere end 100 år tilbage i Danmarkshistorien. Unibrew er kendt for brands som Royal, Faxe Kondi, Ceres, Novelle, LemonSoda, Kildevæld, Mokai, Cult og Lorina. Udover at producere og sælge egne mærker tilbyder Unibrew også internationale brands i form af Heineken i Finland og Danmark samt sodavand fra PepsiCo. Geografisk er Unibrew inddelt i tre regioner: "Nordeuropa", "Vesteuropa" og "International". På individuelt landniveau er Unibrew i høj grad eksponeret mod markederne Danmark, Finland, Norge, Italien og de baltiske lande.

Risikofaktorer

- Yderligere stigninger i råvare- og energipriserne.
- Markant downtrade blandt forbrugerne.
- Integration af større opkøb fejler, eller man køber katten i sækken.
- Licensaftaler med Heineken eller PepsiCo stoppes.
- Hårdere konkurrence, som vil presse volumenvæksten og markedsandele.
- Lovgivningsmæssige ændringer, der har til formål at reducere alkoholforbruget.

Senior Analyst, Haider Anjum, Research

Tryg

- Faldende skadesfrekvenser understøtter et solidt 2025
- Et nærmere kig på næste år for Tryg

Faldende skadesfrekvenser understøtter et solidt 2025

Tryg leverede et solidt 2025, med et kursafkast på hele 12% mod OMX C25's beskedne stigning på 0,5%. Kombinationen af færre vejrligsskader, faldende motorskadehyppighed og allerede gennemførte prisstigninger styrkede forsikringsindtjeningen. Tryg fastholdt samtidig en robust combined ratio i løbet af året (vi modellerer med 80,3% for året), understøttet af disciplineret vækst og stærke afløbsresultater. Året bød dog også på lidt støj, da Konkurrencerådet satte fokus på brugen af automatisk indeksering, hvilket vi dog ikke tror bliver et problem for forsikringssektoren. Tryg slutter dermed året godt rustet, og 2025 endte som endnu et år, hvor Tryg viste styrken i sin stabile nordiske forretningsmodel.

Et nærmere kig på næste år for Tryg

For 2026 forventer vi, at Tryg forsætter med at levere en stabil fremgang fra 2025, med moderat vækst i forsikringsindtægterne og forsikringsresultatet. Særligt det norske marked har været udfordret de seneste år, og her forventer vi at Tryg kommer til at levere de største forbedringer, drevet af markante prisstigninger. Vi ser stadig Tryg være godt på vej til at indfri 2027-målene om et forsikringsresultat på DKK 8-8,4 mia. og en combined ratio under 81%.

Investeringscase

Attraktiviteten af Trygs stabile forretningsmodel, solide vækstudsigter i flere af Trygs segmenter og et strategisk fornuftigt og værdiskabende opkøb af RSA/Codan er ikke til at komme udenom. Det kan dog blive svært for Tryg at overraske eller overgå markedets forventninger, både på forsikringsdriften i 2025, og perspektiverne for vækst, indtjening og udlodning i den næste strategiske periode fra 2025 til 2027, som blev præsenteret på kapitalmarkedsdagen i december. Tryg 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 behersket positivt i øjeblikket.

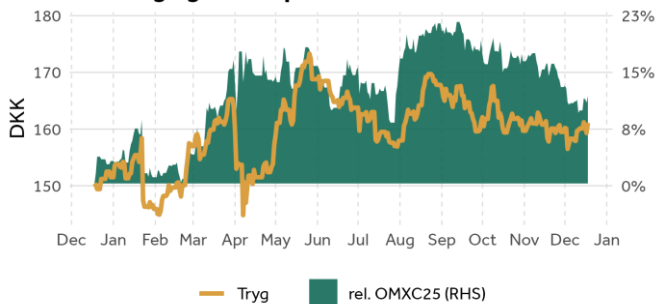
Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Bruttopræmieindtægter	38.596	40.202	41.966	43.225
Teknisk resultat	7.324	7.923	7.952	8.194
Nettoresultat	5.003	5.508	5.162	5.384
Balance sum	104.375	110.276	113.496	114.962
Egenkapital	38.864	37.412	36.689	35.827
Indtjening per aktie (DKK)	8,2	9,0	8,5	9,0
Udbytte per aktie	7,8	8,2	8,4	8,6
P/E (x)	19,7	17,8	18,8	17,8
K/I (x)	9,8	2,6	2,6	2,7

Kilde: Jyske Bank & Tryg

Tryg	Hold
Sektor	Finans
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	170
Lukkekurs (DKK)	161,1
Markedsværdi (DKK mio.)	98.492
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.

Risikofaktorer

- Skadesinflation (størrelse/frekvens) større end prisstigninger, særligt i relation til bilforsikringer.
- Valutakursbevægelser (norske og svenske kroner).
- Vedvarende højt niveau af vejrligrelaterede skader
- Lavere afløbsresultat.

Senior Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

Vestas

- Vestas er blandt de bedst performende aktier i 2025
- Vestas stod for knap halvdelen af alle ordrer i 3. kvartal

Vestas er blandt de bedst performende aktier i 2025

Vestas har været flyvende i 2025, hvor aktien er blandt de bedst performende danske aktier med et afkast på 75 %. Det kommer dog i kølvandet på et forfærdeligt 2024, hvor aktien blev halveret på bekymringer for, at Trump ville sætte en stopper for udbygningen af vindkraft i USA. Helt så slemt er det dog ikke gået, da Trumps "One Big Beautiful Bill Act" åbner op for, at projekter, som har påbegyndt konstruktion inden 4. juli 2026 vil kunne modtage fuld skatterabat, hvis projekterne sættes i drift indenfor 4 år. Det kan potentielt være med til at sikre aktivitetsniveauet helt frem mod 2030. Samtidig har Vestas formået at løfte profitabiliteten på de landbaserede møller, der nu er tilbage på et mere normaliseret niveau efter at Vestas de sidste par år har haft problemer med at tjene penge på selve møllerne. Det lover godt for indtjeningsevnen gående fremad i takt med at omkostningerne til indkøring af den nye havvindmølle falder bort.

Vestas stod for knap halvdelen af alle ordrer i 3. kvartal

Vestas stod i 3. kvartal stod for 49 % af alle de ordrer udenfor Kina, der blev annonceret i industrien, efterfulgt af Suzlon med 15 % og Nordex med 12 %. Vi noterer os dog, at de kinesiske producenter står for en stigende andel af ordrerne, hvor kiserne sidder på 20 % af alle de ordrer, der er annonceret udenfor Kina. Indtil videre er det primært i Asien, at de kinesiske producenter vinder indpas, mens de ikke for alvor har vundet indpas i de store europæiske lande og USA. Det giver derfor ikke giver anledning til de helt store bekymringer endnu, men det er noget man skal holde et skarpt øje med gående fremad.

Investeringscase

Vestas er på rette vej i forhold til at genetablere indtjeningsevnen, hvor vi forventer en gradvis bedring i profitabiliteten hen over de næste par år i takt med, at kvaliteten af ordrebogen forbedres, omkostningerne til indkøring af produktionen på den nye havvindmølle falder bort og serviceforretningen vender tilbage til mere normale indtjeningsniveauer. Samtidig står Vestas med en rekordhøj ordrebog i USA, der er med til at sikre aktivitetsniveauet de næste par år. Og med afklaringen omkring den fremtidige skatterabatordning er der lagt op til en stigning i ordreindgangen fra USA de kommende år, hvilket kan være med til at understøtte aktien i takt med at ordrene ruller ind og bekymringer for et fald i aktivitetsniveauet aftager.

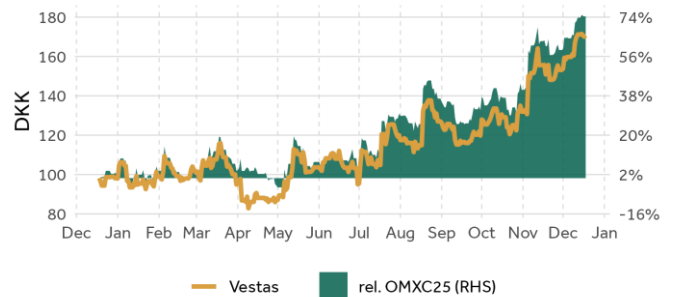
Udvalgte nøgletal

EURm	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	17.295	18.714	21.455	24.583
EBIT	794	1.040	1.559	1.967
Net Profit	494	712	1.121	1.441
Balance sum	24.644	25.640	29.069	33.124
Egenkapital	3.542	4.139	5.218	6.592
Indtjening per aktie (EUR)	0,5	0,7	1,1	1,4
Udbytte per aktie (EUR)	0,1	0,0	0,1	0,1
P/E (x)	26,8	32,2	20,4	15,9
K/I (x)	3,7	5,5	4,4	3,5

Kilde: Jyske Bank & Vestas

Vestas	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	200
Lukkekurs (DKK)	170,7
Markedsværdi (DKK mio.)	172.384
Jyske Quant	Q3
Value score	Q2
Quality score	Q4
Momentum score	Q3

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. Herudover sælger Vestas havvindmøller og servicerer mere end 50.000 møller med en samlet kapacitet på over 110 GW. Serviceforretningen er en yderst stabil og profitabel forretning. Selskabets vision er at gøre vind til en ligeværdig energikilde med olie og gas.

Risikofaktorer

- Afdæmpet efterspørgsel pga. tilbageholdenhed blandt kunderne eller strammere finansieringsvilkår.
- Afskaffelse af skatterabatordningen på vedvarende energi i USA.
- Højere toldsatser på import af råvarer og komponenter til USA.
- Kvalitetsproblemer med møller inden for garantien.
- Stigende input priser, herunder stigende stålpriser.
- Aftagende politisk velvilje for klimavenlig politik.
- Flaskehalsproblemer, strejker og forsinkelser i produktionen samt intensiveret priskonkurrence.

Senior Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

Danske aktier – Ændringer siden sidst (28-11-2025)

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	14465 (DKK)	11000 (DKK)	-	-	Sælg	-	-	Haider Anjum
Alm Brand	17.96 (DKK)	18.5 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Anders Haulund Vollesen
Carlsberg	835.4 (DKK)	950 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Haider Anjum
Coloplast	543.4 (DKK)	720 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Danske Bank	309.1 (DKK)	290 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Anders Haulund Vollesen
Demant	212.8 (DKK)	300 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
DSV	1574 (DKK)	1800 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Haider Anjum
Genmab	2004 (DKK)	2000 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
GN Store Nord	103.5 (DKK)	145 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
ISS	211.8 (DKK)	230 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Netcompany	347 (DKK)	375 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
NKT	773.5 (DKK)	845 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Janne Vincent Kjær
Nordea	116.8 (DKK)	120 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Novo Nordisk	304.3 (DKK)	475 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Novonosis	404 (DKK)	550 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Haider Anjum
Pandora	699.6 (DKK)	1100 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
Rockwool	224.8 (DKK)	265 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
Royal Unibrew	568.5 (DKK)	590 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Haider Anjum
Tryg	161.1 (DKK)	170 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Anders Haulund Vollesen
Vestas	170.7 (DKK)	200 (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 mellempperiode, hvori det antages, at selskabet vil være i stand til at opretholde sin konkurrencemæssige fordel og en terminalperiode. Beregningen af værdien i budgetperioden og mellempperioden 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: Handelsideer

Vores anbefalingsstruktur for handelsideer 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.