

30/04/2025 10:15

# 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
Netcompany	12
NKT	13
Nordea	134
Novo Nordisk	15
Novonosis	16
Pandora	17
Rockwool	18
Royal Unibrew	19
Tryg	20
Vestas	21
Danske aktier – Ændringer den seneste måned	22

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](https://jyskebank.dk/investorinformation).

Jyske Bank A/S

Janne Vincent Kjær, Vice President, Equity Research  
Henrik Høllengreen Laustsen, Senior Analyst, Equity Research  
Morten Holm Enggaard, Senior Analyst, Equity Research  
Anders Haulund Vollesen, Senior Analyst, Equity Research  
Haider Anjum, Senior Analyst, Equity Research

# A.P. Møller - Mærsk

- Potentielt skuffende regnskab for 1. kvartal 2025
- Guidance for 2025 holder fortsat

## Potentielt skuffende regnskab for 1. kvartal 2025

En langsommelig begyndelse på året peger i retning af et potentielt skuffende regnskab for 1. kvartal 2025, der offentliggøres den 9. maj. Mærsk har imidlertid for indeværende en forventning om, at de for helåret 2025 vil være i stand til at præstere på linje med deres forventning om en markedsvolumenvækst på globalt plan på 4%. Med Trumps-administrationens indførelse af forhøjede tariffer, der nu midlertidigt er sat på pause, er der dog stor usikkerhed omkring udviklingen for markedsvolumenvæksten. Investorerne vil således lytte nøje efter Mærsk egne udmeldinger i forhold til effekten af den verserende handelskrig.

## Guidance for 2025 holder fortsat

I kølvandet på meldingerne om de forhøjede tariffer har fragtraterne været inde i faldende tendens, også inden, om end vi på ingen måder har set et kollaps, som nogen havde frygtet. På nuværende tidspunkt ser vi således ingen fare for, at Mærsk ikke skulle være i stand til at indfri deres forventning om et EBITDA-resultat i 2025 på USD 6-9 mia. – et interval, der vel og mærke er meget bredt. Taget den potentielt svage start på året i betragtning, en langsommere end ventet normalisering af fragtraterne samt faldende priser på bunkerolie, lander vi for indeværende på et EBITDA-resultat for 2025 på USD 7,6 mia., hvilket er et stykke over BBG-konsensus på USD 7,1 mia., om end begge estimater ligger inden for skiven i forhold til Mærsk's egen guidance.

## Investeringscase

Hvis vi tager de langsigtede briller på, så er vi ikke i tvivl om, at Maersk er blandt de absolut bedste i containershipping-industrien, og at de står stærkt rustet til fremtiden. Maersk havde nogle virkelig gode år under Covid-19, ligesom selskabets indtjening på nuværende tidspunkt oplever positiv påvirkning fra de geopolitiske uroligheder i og omkring Rødehavs-området. På kort sigt er der dog sorte skyer forude på grund af øget fragtkapacitet, der lander på markedet i løbet af 2024-26, som især vil udgøre et problem, når Rødehavskonflikten engang ophører, og det deraf følgende kapacitetspres letter. På længere sigt har Maersk dog en meget stærk balance og en høj andel af volumen på kontrakt, hvilket fjerner en del af usikkerheden.

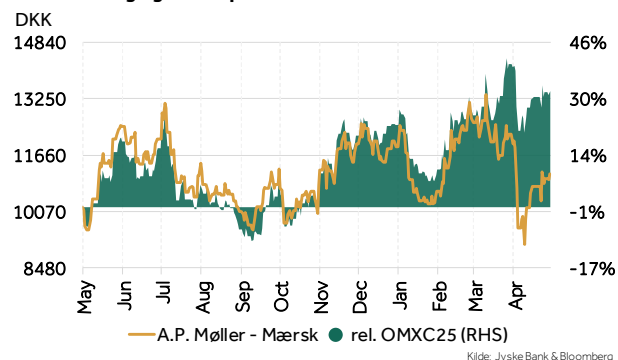
## Udvalgte nøgletal

USDm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	55.482	51.198	52.680	55.056
Res. Primær drift	6.499	1.915	1.633	1.739
Nettoresultat	6.232	1.288	1.031	1.128
Balance sum	87.697	87.538	87.498	87.579
Egenkapital	57.947	58.299	59.000	59.896
Indtjening per aktie (DKK)	2.818,0	582,3	466,2	510,0
Udbytte per aktie (DKK)	845,4	232,9	186,5	204,0
P/E (x)	4,2	20,3	25,4	23,2
K/I (x)	0,5	0,4	0,4	0,4

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

A.P. Møller - Mærsk		Køb
Sektor		Industri
Risiko		Mellem
12-m. kursmål (DKK)		14000
Lukkekurs (DKK)		11130
Markedsværdi (DKK mio.)		175.396
Jyske Quant		Q1
Value score		Q1
Quality score		Q3
Momentum score		Q2

## Kursudvikling og relativ performance



## 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 koncernstruktur 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 Maersk's 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 prisrig til følge.

Senior Analyst, Haider Anjum, Research

# Alm. Brand

- Kikkerten rettet mod 1. kvartalsregnskab
- Nye tal på motorskadesfrekvensen

## Kikkerten rettet mod 1. kvartalsregnskab

Alm. Brand aflægger regnskab den 1. maj. Vi forventer en fortsættelse af det fine vækstmomentum i toplinej, hvor vi estimerer en vækst på 5% sammenlignet med samme periode sidste år. Denne vækst er primært drevet af fortsatte indekseringer, prisstigninger og partnerskabsaftaler. Vi forventer desuden, at forsikringsresultatet lander på DKK 321. mio. – svarerende til en combined ratio på 88,7% (89,3% i første kvartal 2024). En aftagende motorskadesfrekvens i det første kvartal og prisinitiativer bør forbedre den underliggende erstatningsprocent, hvor vi estimerer en forbedring på 1,3%-point sammenlignet med sidste år.

## Nye tal på motorskadesfrekvensen i Danmark

Tal for motorskadesfrekvensen i Danmark for marts måned viser en stigning på 14% sammenlignet med sidste år. Denne sammenligning mangler dog lidt kontekst, da påsken lå i marts sidste år og dermed udskød en del skadesrapporteringer ind i april. Hvis vi korrigerer for dette, og dermed kigger på marts 2023-tal, så falder skadesfrekvensen faktisk med 0,4% - hvilket er i tråd med de sidste måneders tendens. Vi ser altså fortsat positivt på denne udvikling, som alt andet lige, vil komme forsikringselskaberne, og dermed Alm. Brand, til gode.

## Investeringscase

Alm. Brand har på få år gennemgået en succesfuld transformation, fra at være et finansielt supermarked til i dag at være et fokuseret skadesforsikringselskab 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 forsikringselskaber samt ud fra et fundamentalt perspektiv. Vi anser derfor kurspotentialen for at være behersket – dog stadig positivt – i de kommende måneder.

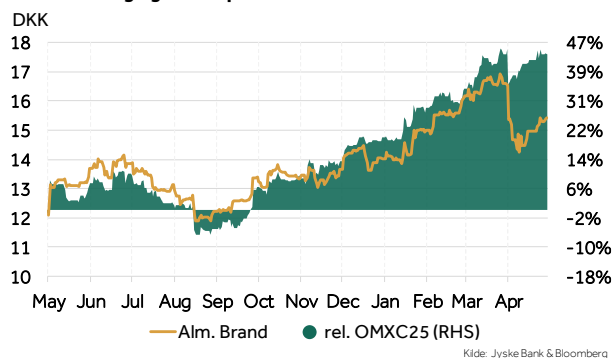
## Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Bruttopræmieindtægter	11.083	11.657	11.979	12.300
Teknisk resultat	1.443	1.838	2.012	2.075
Nettoresultat	776	1.200	1.212	1.262
Balance sum	35.428	35.726	38.417	38.936
Egenkapital	13.403	12.330	12.029	11.770
Indtjening per aktie (DKK)	0,5	0,9	0,9	0,9
Udbytte per aktie	0,6	0,7	0,7	0,8
P/E (x)	27,2	18	18	17
K/I (x)	1,6	1,9	2,0	2,0

Kilde: Jyske Bank & Alm. Brand

Alm. Brand	Hold
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	16
Lukkekurs (DKK)	15,42
Markedsværdi (DKK mio.)	23.764
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

## Kursudvikling og relativ performance



## Selskabsbeskrivelse

Alm. Brand er det 2. største skadesforsikringselskab i Danmark. Alm. Brand blev grundlagt i 1792, og servicevirksomheder, 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.
- Prispress i industrien som følge af en eller flere konkurrenter med aggressiv markedsstrategi.
- Strukturelt højere niveau af vejrskader som følge af klimaforandringer.

Senior Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

# Carlsberg

- Investorerne søger mod defensive sektorer
- Forsigtig start på året

## Investorerne søger mod defensive sektorer

Carlsberg-aktien klarede sig fornuftigt i april med en stigning på 0,5% i et ellers svagt aktiemarked, hvor OMXC25 faldt 3,1%, hjulpet lidt af den generelle uro på aktiemarkederne, hvilket har fået nogle investorer til at søge mod de mere defensive sektorer, som blandt andet stabil forbrug. I løbet af april fik investorerne tidlige indikationer fra starten af året, da Heineken annoncerede deres regnskab, hvilket var blandet læsning for Carlsberg. Heineken meldt om bedring i Vietnam og Indien, mens det europæiske marked viste sig svagere end ventet – påvirket af sen påske og en fortsat svag forbrugsstemning.

## Forsigtig start på året

Carlsberg sluttede april med at annoncerer deres regnskab for 1. kvartal. I 1. kvartal leverede Carlsberg lidt dårligere end forventet med en organisk volumenvækst på -1,5% og omsætningsvækst på -2,3%. Regnskabet indeholdt dog også positive elementer, bl.a. ordlyden om Kina, hvor Carlsberg leverer godt i 1. kvartal (+2% volumenvækst) og tager markedsandele – Carlsberg nævner også at april er kommet godt i gang. Et andet mindre lyspunkt var Vesteuropa, hvor den negative vækst ikke var så alvorlig som frygtet. På trods af den svage start fastholder Carlsberg sine forventninger til helåret 2025 om en organisk EBIT-vækst på 1-5%. Usikkerhederne er fortsat sommervejret samt forbrugsstemningen i Kina og Vesteuropa.

## Investeringscase

Efter et svært 2024 har Carlsberg-investorerne haft en fest i 2025, drevet af øget sikkerhed omkring Britvic, en fornuftig guidance for 2025 og ordlyden om en god start på 2025 i Kina. Kursudviklingen har gjort værdiansættelsen mere anstrengt, og selvom den absolutte værdiansættelse fortsat er lidt under det historiske gennemsnit, er den relative værdiansættelse mere anstrengt. Vi vurderer, at investorerne har taget forskud på glæderne for 2025, og ser en sandsynlighed for, at aktien på den kortere bane tager en pause og handler sidelæns, indtil Carlsberg fremlægger yderligere beviser for en bedring hos forbrugere i Europa og/eller Kina eller integrationen af Britvic.

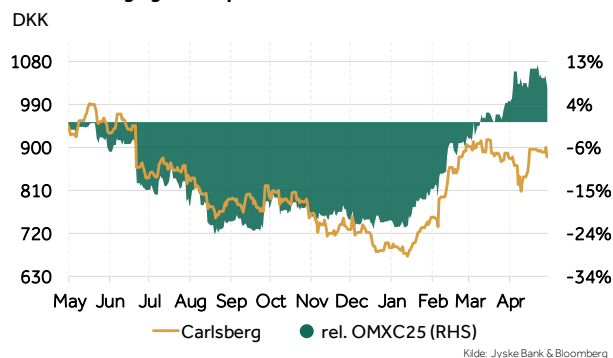
## Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	75.011	88.170	95.508	99.085
Res. Primær drift	11.411	13.374	14.938	16.038
Nettoresultat	8.005	8.150	9.617	10.518
Balance sum	113.328	167.345	170.226	171.353
Egenkapital	30.612	32.930	33.737	34.233
Indtjening per aktie (DKK)	68,7	52	62	69
Udbytte per aktie	27	29	32	35
P/E (x)	13	17	14	13
K/I (x)	3,9	3,7	3,6	3,5

Kilde: Jyske Bank & Carlsberg

Carlsberg	Hold
Sektor	Stabilt forbrug
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	1000
Lukkekurs (DKK)	880,6
Markedsværdi (DKK mio.)	121.104
Jyske Quant	Q5
Value score	Q3
Quality score	Q4
Momentum score	Q5

## Kursudvikling og relativ performance



## 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, Baltika 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 forbrugere.
- Opbremssning i det vigtige asiatiske vækstmarked.
- Hårdere konkurrence, som vil presser volumenvæksten og markedsandele.
- Lovgivningsmæssige ændringer, der har til formål at reducere alkoholforbruget

Senior Analyst, Henrik Hallengreen Laustsen, Research

# Coloplast

- Afdæmpet 1. halvår, udsat LCD og told-risiko
- Luja viser tegn på liv – men udsvingene fortsætter

## Afdæmpet 1. halvår, udsat LCD og told-risiko

Coloplast har i april klaret sig fornuftigt med en stigning på 0,8%, mens OMXC25 er nede med 3,1%. Investorerne retter nu blikket mod 6. maj, hvor Coloplast offentliggjorde deres regnskab for 2. kvartal, hvor forventningerne er afdæmpet. Salgsop- tagelsen i Urologi efter tilbagekaldelsen af produktet går lang- sommere end håbet, og det betyder lavere vækst og pres på marginerne. På trods af et sløvt første halvår forventer vi ikke, at Coloplast justerer på forventningerne til regnskabsåret 24/25 – men året bliver endnu mere "back-end loaded". Samtidig er usikkerheden steget med udsættelsen af nye LCD-regler samt usikkerhed fra de potentielle amerikanske toldsats, hvor det stadig er uvist, om Coloplasts produkter bliver undtaget.

## Luja viser tegn på liv – men udsvingene fortsætter

Salgstallene fra det britiske NHS for februar viser en positiv vækst for Luja – særligt den nye female-version trækker op. Det er gode nyheder, efter at januar bød på et lille dyk. Samtidig fastholder Coloplast en positiv tone omkring lanceringen. Men udsvingene i salget gør det svært at vurdere, om fremgangen er stabil. Vi holder øje med ordlyden i det kommende regnskab – både for Luja og den generelle udvikling.

## Investeringscase

En udramatisk start på året uden større overraskelser gør, at Coloplast er et skridt nærmere den lovede fremgang. Selvom det værste måske er ovre for Coloplast, som forventer et positivt vækstmomentum (drevet af Luja-lanceringen og bedring i Urologi) og en gradvis forbedring i indtjeningen over tid, vurderer vi fortsat, at risk/reward ikke er attraktiv nok til en købsanbefaling. Potentialet trækkes ned af udsigten til endnu et back-end-loaded år, udskydelse af LCD'en og potentielle toldudgifter, som giver lidt forhøjet risiko, en øjensynligt fair værdiansættelse samt mangel på kortsigtede triggere i aktien. Alt dette gør, at vi forbliver på sidelinjen. På længere sigt anser vi dog stadig Coloplast for at være et kvalitetsselskab med gode vækstudsigter. Vi ser frem mod selskabets kapitalmarkedsdag den 2. september, hvor Coloplast vil annoncere sin nye 5-årige strategi. Investeringscasen er blevet mere attraktiv, og Coloplasts defensive karakterer kan have en positiv effekt i usikre tider.

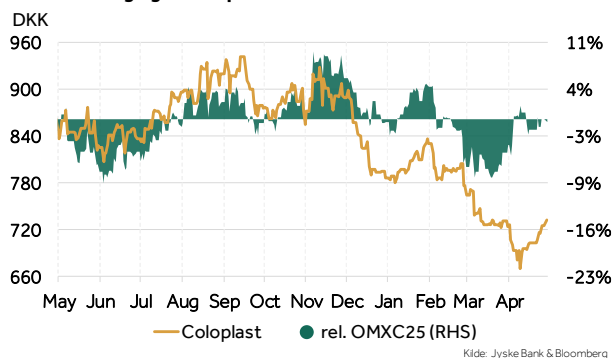
## Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	27.030	28.911	31.216	33.727
Res. Primær drift	7.320	7.940	8.948	9.971
Nettoresultat	5.052	4.296	6.423	7.230
Balance sum	48.073	48.275	49.492	51.283
Egenkapital	17.405	18.265	19.370	21.039
Indtjening per aktie (DKK)	22	19	29	32
Udbytte per aktie	22	15	21	23
P/E (x)	32	38	26	23
K/I (x)	11	9	9	8

Kilde: Jyske Bank & Coloplast

Coloplast	Hold
Sektor	Sundhed
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	880
Lukkekurs (DKK)	732,4
Markedsværdi (DKK mio.)	167.134
Jyske Quant	Q5
Value score	Q4
Quality score	Q4
Momentum score	Q4

## Kursudvikling og relativ performance



## Selskabsbeskrivelse

Coloplast udvikler og sælger produkter og services inden for stomi, kontinens, urologi og sår- og hudpleje i hele verden. Produkterne leveres til hospitaler, institutter, 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 vækst mål.
- 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

- Spøger handelskrigen i 1. kvartalsregnskabet?
- Usikkerhed præger banksektoren

## Spøger handelskrigen i 1. kvartalsregnskabet?

Danske Bank aflægger 1. kvartalsregnskab d. 2. maj. Vi venter en lille tilbagegang i indtægterne på 0,3% å/å, da vi ser modvind til nettorentindtægterne fra frasalget af den norske privatkunde-forretning og rentenedsættelser på tværs af norden. Det bliver interessant at høre Danske Banks holdning til de nuværende turbulente makroøkonomiske udsigter, men vi tror på en stærk kreditkvalitet i udlånsporteføljen, der ikke giver anledning til store makrorelaterede hensættelser. Vi estimerer derfor et resultat efter skat på DKK 5.344 mio. i 1. kvartal svarende til en egenkapitalforrentning på 12,5%

## Usikkerhed præger banksektoren

Danske Bank-aktien faldt med 13,7% i den første uge af april, og noget indikerede altså, at konsekvensen af en fortsat stigende makroøkonomisk og geopolitisk usikkerhed nu også har fået en effekt på banksektoren. Faldet skyldes formentlig stigende bekymringer for lavere udlånsvækst, stigende sandsynlighed for rentenedsættelser og usikkerhed omkring bankernes kreditkvalitet. Vi vurderer dog ikke, at den europæiske økonomi står overfor et markant tilbageslag, eller at bankernes kreditkvalitet bør være i stor fare. Markedets reaktion vurderes også at overdrevet, idet Danske Bank-aktien sidenhen har genvundet det hele og dermed slutter måneden med en lille stigning på 1,2%, mod et fald på 2,6% for OMXC25.

## 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 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 – og markedet – forventer dog ikke at banken når helt i mål med målsætningerne, men bankens nuværende værdiansættelse – både i forhold til egen historik og relativt til de nærmeste nordiske storbanker – ser stadig meget attraktiv ud, og banken har desuden et af de højeste udlojningspotentialer de kommende år i kraft af overskydende kapital der skal redistribueres.

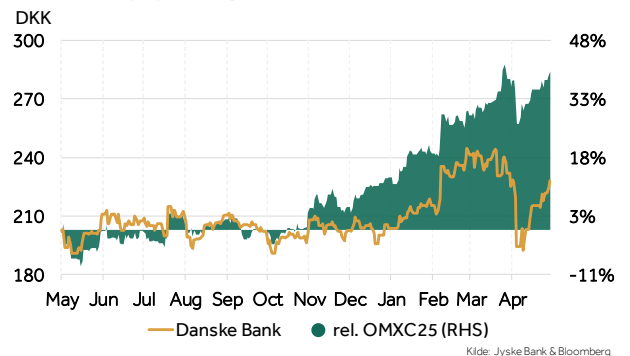
## Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Indtj. før skat	31.212	28.885	28.103	27.235
Nettoresultat	23.628	21.953	21.358	20.699
Balance sum	3.540.355	3.607.069	3.685.812	3.763.217
Egenkapital	175.687	179.761	174.712	172.695
Indtjening per aktie (DKK)	28,3	27	27	28
Udbytte per aktie	28,7	23	22	16
P/E (x)	7	8,4	8,4	8,3
K/I (x)	1,0	1,1	1,1	1,1

Kilde: Jyske Bank & Danske Bank

Danske Bank	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	255
Lukkekurs (DKK)	227,8
Markedsværdi (DKK mio.)	190.212
<b>Jyske Quant</b>	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

## Kursudvikling og relativ performance



## 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, erhvervs-kunder og institutionelle kunder, og udover traditionelle bankrelaterede serviceydelser, tilbyder banken livsforsikring og pension, realkredit, formueforvaltning, samt bolig- og leasingydelser.

## 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

- Svag forbrugertillid smitter af på salget
- Fokus på svaghedstegn i USA

## Svag forbrugertillid smitter af på salget

Trods en hektisk måned på aktiemarkedernes sluttede Demant måneden i svagt positivt territorium. Demant-aktien har således vist sig forholdsvis modstandsdygtig overfor de stigende tariffer. Det er på trods af, at både Sonova, Demant og GN været ude og flage svaghed i det kommercielle marked i USA, hvor volumenvæksten i 1. kvartal har været negativ, delvist som følge af svære sammenligningstal, hvor volumen sidste år var oppe med hele 13%. Svagheden stiller dog spørgsmålstegn ved, hvorvidt den svage forbrugertillid i USA har smittet negativt af på salget. Fortsætter tendensen i 2. kvartal, kan det blive svært at levere en organisk vækst i den øvre ende af guidance.

## Fokus på svaghedstegn i USA

Demant kommer med deres kvartalsorientering d. 6. maj, hvor fokus vil være på salgsudviklingen i kvartalet, og hvorvidt den seneste tids svaghedstegn i USA er fortsat ind i april. Historisk har salget af høreapparater dog været relativt modstandsdygtig overfor en afmatning i den økonomiske vækst, og de gange, hvor volumenvæksten i USA kortvarigt har været nede i negativt territorium, er det efterfølgende kommet tilbage med fornyet styrke. Vi forventer, at det samme vil være tilfældet denne gang, men ser en risiko for, at den svage vækst kommer til at fortsætte ind i 2. kvartal, dog med noget catch-up effekt i 2. halvår. Vi forbliver dog køber af aktien, da vi fortsat ser prissætningen som attraktiv.

## Investeringscase

Vi ser Demant som et veldrevet selskab, der står godt positioneret til at drage fordel af et stigende behov for høreapparater, hvilket er understøttet af en stigende andel af ældre og mere socialt aktive seniorer. Vækstudsigterne ser således attraktive ud, med udsigt til en gns. årlig omsætningsvækst på 8-10% (6-8% organisk). Dette er ikke afspejlet i prisen. Prissætningen ser derfor attraktiv ud – både i forhold til selskabets egen historik og relativt til konkurrenterne. Væksten er dog bremset op i 2024, hvor Demant har mistet markedsandel i det forsikringsdækkede segment i USA, men vi forventer, at væksten vil vende tilbage på sporet i 2025, hvor sundhedsreformen i Frankrig kan give et boost til væksten.

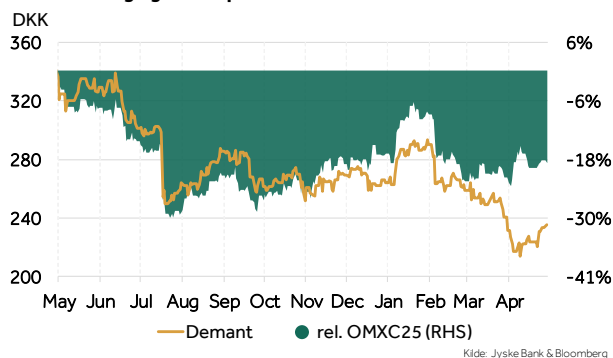
## Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	22.419	23.787	25.639	27.635
Res. Primær drift	4.528	4.620	5.008	5.397
Nettoresultat	2.388	2.995	3.302	3.611
Egenkapital	9.564	10.667	11.529	12.551
Indtjening per aktie (DKK)	10,7	14	16	17
P/E (x)	25	17	15	13
K/I (x)	6,1	4,7	4,4	4,0

Kilde: Jyske Bank & Demant

Demant	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	305
Lukkekurs (DKK)	235,4
Markedsværdi (DKK mio.)	50.327
Jyske Quant	Q4
Value score	Q2
Quality score	Q1
Momentum score	Q5

## Kursudvikling og relativ performance



## 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 forhandlerne 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 producenternes 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

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

# DSV

- DSV ude med regnskab for 1. kvartal i dag
- DB Schenker-opkøb løber med overskrifterne

## DSV ude med regnskab for 1. kvartal i dag

DSV's regnskab for 1. kvartal 2025 var overordnet set bedre end ventet. DSV leverede et EBIT-resultat i kvartalet på DKK 3,86 mia., mod en forventning på DKK 3,82 mia. Det bedre end ventet resultat var særligt drevet af Air & Sea, der klarede sig markant bedre end ventet sammenlignet med konsensus, drevet af højere end ventet realiserede fragtrater samt en bedre end ventet yield som følge af value-added services. Road skuffede en anelse målt på både omsætning og indtjening og Solutions landede bedre end ventet målt på omsætning, men svagere på indtjening.

## DB Schenker-opkøb løber med overskrifterne

Regnskabet for 1. kvartal er nok hurtigt glemt, trods den fine performance, for markedets fokus er udelukkende rettet mod DB Schenker-opkøbet. Baseret på foreløbige estimater forventer DSV årlige synergier for omkring DKK 9 mia. ved udgangen af 2028, når størstedelen af integrationen forventes gennemført. Det er usikkert præcist, hvad konsensus havde forventet, men ud fra estimaterne for 2025-27 vil vi forvente omkring DKK 7 mia., hvor vi har indregnet DKK 8 mia. – så i vores optik klart bedre end ventet. Der ventes dog begrænset effekt fra synergier i 2025. De samlede transaktions- og integrationsomkostninger forventes at løbe op i DKK 11 mia. I kølvandet på opkøbet af DB Schenker hæver man guidance for 2025, hvor man nu venter et EBIT-resultat i 2025 i intervallet DKK 19,5-21,5 mia., fra tidligere DKK 15,5-17,5 mia. Opjusteringen relaterer sig udelukkende til DB Schenker, da den underliggende guidance for DSV er ændret

## 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.

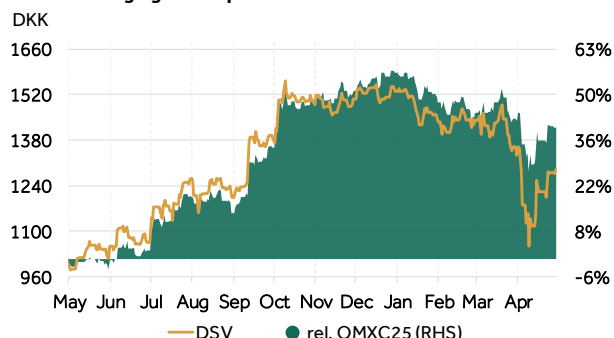
## Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	167.106	170.613	171.369	176.851
Res. Primær drift	16.096	16.212	17.172	18.049
Nettoresultat	10.175	10.909	11.551	11.722
Balance sum	236.545	230.599	219.237	207.702
Egenkapital	114.503	120.006	131.385	143.427
Indtjening per aktie (DKK)	43	45	48	49
Udbytte per aktie (DKK)	6	6,8	7,2	7,3
P/E (x)	33	28	27	26
K/I (x)	2,9	2,6	2,4	2,2

Kilde: Jyske Bank & DSV

DSV	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	1550
Lukkekurs (DKK)	1288,5
Markedsværdi (DKK mio.)	309.813
Jyske Quant	Q5
Value score	Q4
Quality score	Q4
Momentum score	Q3

## Kursudvikling og relativ performance



## Selskabsbeskrivelse

DSV startede som De Sammenluttede 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 frachtselskaber.
- Lovgivningsmæssige og arbejdsretsmæssige ændringer i selskabets vigtige segmenter og regioner.

Senior Analyst, Haider Anjum, Research

# Genmab

- Endelig bedring i aktien – Darzalex-salg giver medvind
- Fokus vender sig mod regnskabet for 1. kvartal

## Endelig bedring i aktien – Darzalex-salg giver medvind

Efter flere svære måneder blev april en positiv måned for Genmab-aktien, som steg 5,3%, mens det danske marked som helhed (OMXC25) faldt 3,1%. Stigningen kom i kølvandet på stærke salgstal fra Johnson & Johnson, hvor Darzalex-salget i 1. kvartal slog markedets forventninger med hele 7%. Foruden Darzalex-salget annoncerer J&J fornuftige salgstal for de øvrige partnerskabsprodukter Tecvayli, Talvey og Rybrevant. Derudover kom der godkendelsesnyt fra EU, hvor Darzalex nu kan bruges bredere i førstelinjebehandling af knoglemarvskræft.

## Fokus vender sig mod regnskabet for 1. kvartal

Genmabs store fokus pt. er på at forsøge at overbevise markedet om produktporteføljen, første forsøg bliver i forbindelse med regnskabet for 1. kvartal, som Genmab offentliggør den 8. maj. I det første regnskab i USD og første efter HexaBody-CD38-afklaringen vil fokus være på, hvordan Genmab vil sikre vækst efter Darzalex-patentudløbet i 2030 og effekterne af told. På trods af geopolitiske spændinger og øget snak om medicintold forventes Genmab ikke at ændre deres guidance.

## Investeringscase

2024 var et hårdt år for Genmab, og afklaringen på Hexabody-CD38-partnerskabsaftalen hjalp ikke på stemningen. Efter afklaringen skal Genmab nu forsøge at overbevise markedet om, at de kan vokse forretningen efter patentudløbet på Darzalex i 2030. Genmab vurderer, at kerneprodukterne Epkinly, RINA-S og acasunlimab skal trække store dele af læsset, mens resten skal dækkes af den øvrige pipeline og potentielle opkøb. Fundamentalt anser vi Genmab som en god investeringscase, og at investorerne på det nuværende kursniveau får hele pipelinen gratis. Nyhedsflowet for den kommende tid er dog relativt stille, hvor 2025 formentligt blot betyder et tidligere read-out for Epkinly (refraktære patienter), mens endelige read-outs først er i 2026 (Epkinly 1L DLBCL-data, Rina-S fase 3 i platinresistent kræft i æggestokkene og yderligere data på Acasunlimab). Derfor forventer vi heller ikke, at aktien laver en hurtig rekyl efter afgørelsen, men langsomt genvinder markedets tiltro – kan godt være en periode med sidelæns kursbevægelse indtil markedets tiltro er genvundet.

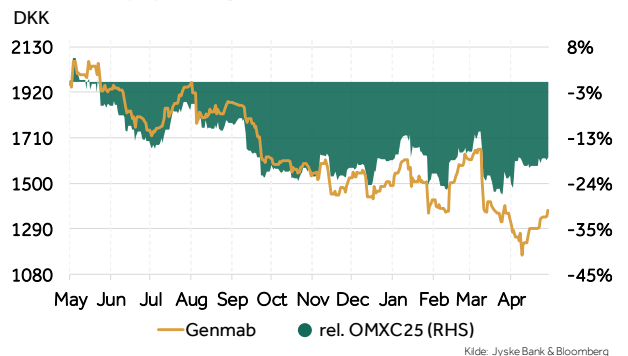
## Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	3.124	3.574	4.376	4.904
Res. Primær drift	973	1.176	1.353	1.618
Nettoresultat	1.139	948	1.071	1.276
Balance sum	6.648	5.605	5.768	5.963
Egenkapital	29.664	28.112	29.182	30.459
Indtjening per aktie (DKK)	122	15	17	21
P/E (x)	11	89	79	66
K/I (x)	3,2	3,1	3,0	2,9

Kilde: Jyske Bank & Genmab

Genmab	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	2000
Lukkekurs (DKK)	1374,5
Markedsværdi (DKK mio.)	88.133
Jyske Quant	Q1
Value score	Q1
Quality score	Q1
Momentum score	Q4

## Kursudvikling og relativ performance



## Selskabsbeskrivelse

Genmab A/S er et internationalt biotekselskab, som har specialiseret sig i udvikling af antistoffer 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

- Stor usikkerhed fra stigende toldafgifter
- Fokus på guidance og effekterne af handelskrigen

## Stor usikkerhed fra stigende toldafgifter

GN Store Nord har været i vælten i april måned, hvor Trumps toldudmeldinger har trukket overskrifter – noget GN bliver ramt af, da en stor del af salget i USA i Gaming og Enterprise-forretningen sources fra Kina og delvist Thailand, Malaysia og Vietnam. Aktien er derfor nede i omegnen af 5% den seneste måned. Trump-administrationen har dog været ude og meddele, at computere, telefoner og halvledere vil blive fritaget for gengældelsestolden, hvilket vil fritage nogle af GN's produkter. Det vil alt andet lige lette presset på indtjeningen, men usikkerheden er fortsat stor.

## Fokus på guidance og effekterne af handelskrigen

GN kommer med regnskab d. 1. maj, hvor fokus vil være på guidance for 2025 og effekterne af den eskalerende handelskrig. Vi forventer, at GN går et svagt kvartal i møde med udsigt til en aftagende vækst i Hearing, hvor lanceringen af ReSound Vivia ikke når at få nogen nævneværdig effekt i kvartalet. Vi forventer derfor, at Hearing vil vokse på niveau med markedet, hvor vi på det seneste har set svaghedstegn i det kommercielle marked i USA. Samtidig er Enterpriseforretningen oppe imod de sværeste sammenligningstal fra sidste år, hvorfor vi ikke vil sætte næsen op nogen nævneværdig forbedring. Usikkerheden på guidance er dog øget, og vi kan ikke afvise, at GN vil trække deres guidance tilbage, hvis der ikke er større afklaring omkring de endelige toldafgifter – noget vi også så fra Logitech.

## 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, men vi vurderer, at det værste er overstået, og at væksten vil vende tilbage til svagt positivt territorium i løbet af 2025. Meget afhænger dog af den makroøkonomiske situation og med de stigende toldafgifter og evt. makroøkonomiske konsekvenser er usikkerheden på guidance øget.

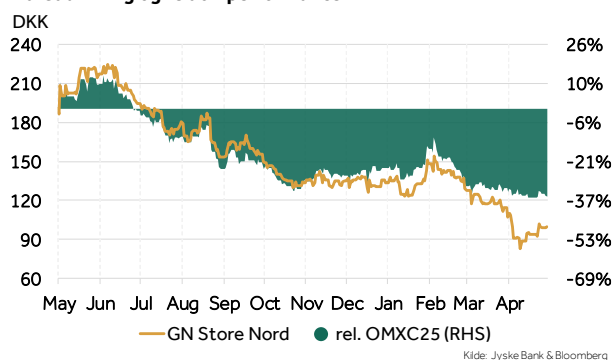
## Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	17.985	18.082	18.943	20.036
Res. Primær drift	1.860	1.937	2.353	2.602
Nettoresultat	1.059	1.035	1.417	1.634
Balance sum	29.946	30.941	30.525	31.020
Egenkapital	10.824	11.789	11.111	10.636
Indtjening per aktie (DKK)	7,0	6,9	9	12
Udbytte pr. aktie (DKK)	0,0	0,0	1,2	1,6
P/E (x)	19	15	11	9
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)	99,52
Markedsværdi (DKK mio.)	15.019
<b>Jyske Quant</b>	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

## Kursudvikling og relativ performance



## 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.

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

# Netcompany

- Fremgang i marginerne i 1. kvartal
- Blæser der positive vinde i Storbritannien?

## Fremgang i marginerne i 1. kvartal

Netcompany aflægger første regnskab i 2025 den 1. maj. Vi forventer en relativ beskedent vækst på 7% å/å, hvilket er i tråd med selskabets egen guidance for 2025 på 5-10%, og vi estimerer en bredt funderet fremgang i driftsmarginen drevet af medarbejderreduktion i Storbritannien og højere aktivitetsniveau. Opkøbet af SDC bør ikke have indvirkning på regnskabet, da overtagelsen først indregnes i 2. kvartal 2025. Netcompanys aktie tilbagekøbsprogram kan dog blive udskudt til 2. halvdel af året da man afventer godkendelsen af opkøbet, men vi modellerer stadig en samlet udlodning fra 2024-2026 på DKK 2 mia. i tråd med Netcompanys målsætning.

## Blæser der positive vinde i Storbritannien?

Flere af Netcompanys peerselskaber har været ude med positive kommentarer omkring væksten i Storbritannien i 1. kvartal. Det kunne love godt for Netcompany, som har set væksten svinde ind i dette marked de seneste kvartaler. Netcompany kunne dog i starten af april berette at man er gået i gang med arbejdet på den højt profilerede DALAS-rammeaftale, som har en værdi på ca. GBP 135 mio. pund. Når Netcompany gearer fuldt op på denne kontrakt vil det løfte vækst og marginer i Storbritannien markant.

## 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. Netcompanys høje profitabilitet i kernemarkederne har været udfordret i de seneste år, men selskabet har i 2024 vist gode fremskridt, der kan lede vejen frem mod 2026-målet om en EBITDA-margin > 20%. Målsætningen om indtægter på > DKK 8,5 mia. er dog blevet udskudt til 2027 og skaber en vis usikkerhed omkring troværdigheden af selskabets målsætninger. Værdiansættelsen ser fair ud i øjeblikket, og vi vurderer ikke, at aktien bør kunne stige markant herfra, uden at dette er foranlediget af positive estimatændringer, som kan skabes gennem et fortsat stærkt momentum i kontraktomineringer.

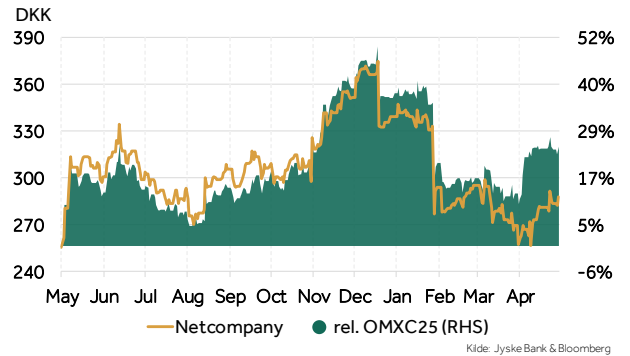
## Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	6.540	7.051	7.704	8.378
Res. Primær drift	786	908	1.128	1.258
Nettoresultat	468	583	807	907
Egenkapital	3.615	3.798	3.798	4.116
Indtjening per aktie (DKK)	10	13	19	22
Udbytte per aktie	0,0	0,0	0,0	5,4
P/E (x)	28	23	15	13
K/I (x)	3,7	3,6	3,6	3,3

Kilde: Jyske Bank & Netcompany

Netcompany	Hold
Sektor	IT
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	325
Lukkekurs (DKK)	287,8
Markedsværdi (DKK mio.)	13.671
<b>Jyske Quant</b>	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

## Kursudvikling og relativ performance



## 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

- NKT relativt forskånet for effekten af toldafgifterne
- Fokus på 1. kvartalsregnskab

## NKT relativt forskånet for effekten af toldafgifterne

NKT-aktien er oppe med 13% i april og ligger som en af de få aktier højere end d. 2. april, hvor Trump præsenterede sine toldsatser. NKT er relativt forskånet for de stigende toldafgifter, da det primært er en europæisk baseret forretning. NKT har kun ét projekt i USA, som de er i gang med at eksekvere på, og langt hovedparten af søkablerne til Champlain Hudson projektet er allerede produceret og afskibet. Desuden har NKT en solid ordebog, der sikrer fuld kapacitetsudnyttelse på selskabets højspændingsfabrikker frem mod 2027. NKT har således sikret en stor del af omsætningen i tilfælde af, at handelskrigen får afsmittende effekter på økonomien.

## Fokus på 1. kvartalsregnskab

NKT kommer med regnskab d. 9. maj, hvor fokus vil være på den organiske vækst og marginudviklingen i kvartalet. Vi forventer, at effekten af den lavere omsætning fra tredjepartsleverandører primært vil være tydelig i 2. halvår, hvorfor vi forventer, at den organiske vækst i Solutions vil være højere end for året som helhed. NKT har i kvartalet ikke annonceret nogen større højspændingsordrer, men de investeringsplaner, som transmissionsselskaberne har meldt ud, lover godt for NKTs muligheder for at sikre flere ordrer fremadrettet.

## 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. NKT har sikret fuld kapacitetsudnyttelse frem mod 2026 og små 70% af kapaciteten i 2028/29. Samtidig ser prisætningen attraktiv ud, både i forhold til selskabet egen historik og relativt til konkurrenterne. Det er på trods af, at NKT i vores optik står med de mest attraktive vækstudsigter frem mod 2028, hvor vi forventer, at selskabet vil kunne øge omsætningen med over 50% og mere end fordoble indtjeningen.

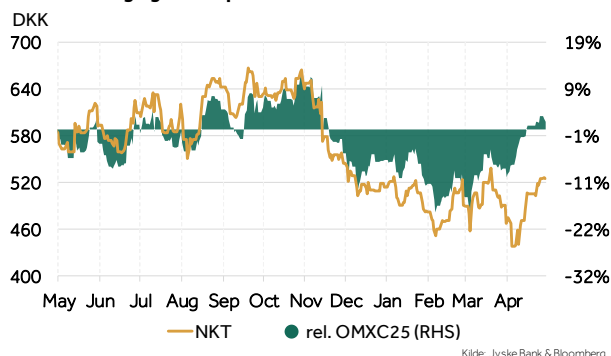
## Udvalgte nøgletal

EURm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	3.252	3.383	3.471	4.402
Res. Primær drift	240	267	283	373
Nettoresultat	337	217	228	295
Balance sum	4.859	5.391	5.826	5.265
Egenkapital	1.853	2.070	2.298	2.174
Indtjening per aktie (EUR)	6,3	4,0	4,2	5,5
Udbytte per aktie (EUR)	0,0	0,0	1,4	1,8
P/E (x)	11	17	16	13
K/I (x)	2	2	2	2

Kilde: Jyske Bank & NKT

NKT	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	610
Lukkekurs (DKK)	524,5
Markedsværdi (DKK mio.)	28.176
Jyske Quant	Q2
Value score	Q2
Quality score	Q3
Momentum score	Q3

## Kursudvikling og relativ performance



## Selskabsbeskrivelse

NKT is one of the leading cable suppliers in the world with production facilities around most of Europe including Karlskrona and Cologne where NKT's two HV factories are located. Around 50% of the Group's revenue is generated by HV cables where NKT is a supplier of both AC and DC cables for on- and offshore HV projects. NKT is also a supplier of LV and MV cables for the utility and construction sector.

## Risikofaktorer

- Problems passing on rising metal prices to the customers.
- Keen competition in the European cable market.
- Low capacity utilization
- Falling US dollar rate.
- Economic slowdown.

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

# Nordea

- Solid start på 2025
- Fokus på handelskrig og potentielle konsekvenser

## Solid start på 2025

Nordea leverede i april et rigtig fornuftigt første kvartalsregnskab for 2025, som var 7% bedre end ventet. Omsætningen var især drevet af et højt niveau af nettorenteindtægter (2% højere end ventet) og handelsindtægter (16% højere end ventet). Nedskrivningerne landede på EUR 13 mio. mod ventet EUR 62 mio. – hvilket markedet formentligt har været positive overrasket over, da banken har taget højde for den nuværende makroøkonomiske og geopolitiske miljø i det beregnede tabsniveau. Resultatet svarede til en egenkapitalforrentning på 15,7%, hvilket ligger over Nordeas egen forventning i 2025 på >15%.

## Fokus på handelskrig og potentielle konsekvenser

Nordeas telekonference efter regnskabet bekræftede, at handelskrigen er et stort fokuspunkt for Nordea. Vurderingen fra banken var dog, at de nordiske økonomier er relativt beskyttet, og de direkte konsekvenser vurderes at være håndterbare. Ledelsen så ingen grund til hensættelser til tab på udlån overstiger 0,1% af låneporteføljen – hvilket vi ser meget positivt på. Kursfaldet i start af april fremstår altså som overdrevet, og Nordea-aktien endte også måneden med en samlet stigning på 2,4% i april mod et fald på 2,6% i OMXC25.

## Investeringscase

Med afsæt i det flotte forretningsmomentum, Nordea har realiseret de seneste år, samt en overbevisende eksekvering på det seneste transformationsprogram, ser vi det som realistisk, at Nordea når tæt på eller i mål med deres 2025-målsætninger. Lykkes dette, vil det bringe banken op blandt de mest profitable storbanker i Norden - og med et rimeligt udlodningspotentiale undervejs. Nordeas skalafordele som Nordens største bank lader dog fortsat vente på sig, men på lang sigt bør udrulningen af bankens kerne-IT-plattform og fokus på at være blandt de bedste digitale banker kunne udløse skalafordele, som vil kunne øge profitabiliteten yderligere.

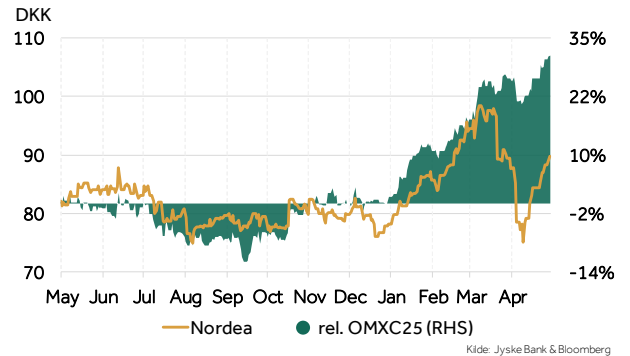
## Udvalgte nøgletal

EURm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	7.594	7.218	7.124	7.251
Nettoreultat	5.059	4.786	4.682	4.749
Balance sum	623.365	645.245	655.905	666.989
Egenkapital	32.446	32.548	33.126	33.779
Indtjening per aktie (EUR)	1,4	1,4	1,4	1,5
Udbytte per aktie (EUR)	0,9	0,9	0,9	1,0
P/E (x)	8	9	8,6	8,2
K/I (x)	1,2	1,3	1,3	1,2

Kilde: Jyske Bank & Nordea

Nordea	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	100
Lukkekurs (DKK)	89,74
Markedsværdi (DKK mio.)	312.347
<b>Jyske Quant</b>	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

## Kursudvikling og relativ performance



## 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 bankservice til over 9 millioner privatkunder og ca. 600.000 erhvervs-kunder.

## Risikofaktorer

- 2025-plan overholder ikke budget eller bliver forsinket.
- 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

- Novo ramt af øget konkurrence og tolduro
- Manglende fremgang i recepterne presser aktien

## Novo ramt af øget konkurrence og tolduro

Endnu en svær måned for Novo-aktien, som i april er faldet med små 10%, hvilket var markant mere end markedet generelt. Aktiekursen blev særligt presset af påskens stærke studiedata fra Eli Lillys orale GLP-1-middel, Orforglipron, som viste resultater på niveau med injicerbare præparater som Ozempic og Mounjaro – dog med markant højere forekomst af diarré. Den politiske uro fortsatte gennem måneden, hvor Trump varslede store todsatser på lægemidler, og USA indledte en formel undersøgelse af pharmaindustrien. Selvom effekten for Novo ser håndterbar ud, har told frygt tidligere presset aktien. I vores optik var den kraftige kursreaktion en konsekvens af, at sentimentet i Novo-aktien er meget presset i tiden. I vores optik er markedet pt. alt for negativt på Novos muligheder.

## Manglende fremgang i recepterne presser aktien

Foruden toldudmeldinger har Trump-administrationen i april også droppet forslaget om, at Medicare skal dække fedmemedicin. Selvom dette var forventet, mindskede det udsigterne for offentlig dækning af Wegovy. Sidst, men ikke mindst, blev aktien i april presset af flere nedjusteringer af anbefalinger og spekulationer om en mulig nedjustering ved det kommende regnskab, på grund af afdæmpet receptvækst i USA og valutamodvind.

## Investeringscase

Begrænset fremgang i receptudskrivninger, toldrisiko og CagriSema resultater, der ikke levede op til forventningerne, lægger pres på Novo Nordisk-aktien. De kortsigtede risici fylder meget hos investorerne pt. Der kan dog komme et stemnings skift i forbindelse med uddybningen af CagriSema-resultaterne på den planlagte ADA-konference d. 20.-23. juni, en afklaring på toldrisikoen eller fremgang i antal af receptudskrivninger grundet mindre konkurrence fra compounders (kopiprodukter), efter Novo atter er blevet fjernet fra de amerikanske sundhedsmyndigheders mangelliste. På trods af den kortsigtede usikkerhed vurderer vi, at Novo Nordisk har nogle af de mest attraktive vækstudsigter i sektoren med en forventet salgsvækst på 16 % for 2024-2027 mod et gennemsnit for sektoren på ca. 9 %. Foruden Novos højere vækst, indtjening og forrentning af kapital kan aktien nu købes til en attraktiv værdiansættelse.

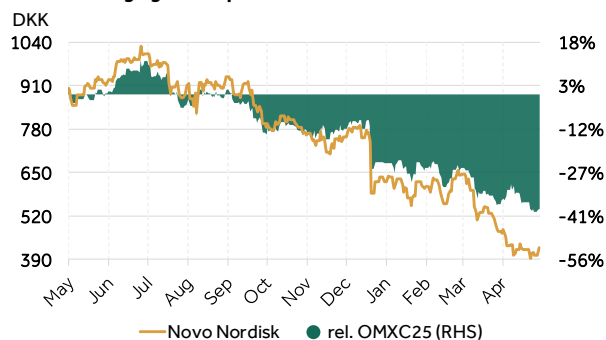
## Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	290.403	357.245	419.127	470.018
Res. Primær drift	128.339	165.158	194.290	218.468
Nettoresultat	100.988	121.722	151.719	171.763
Balance sum	465.795	591.957	661.272	722.031
Egenkapital	157.316	233.392	269.649	304.433
Indtjening per aktie (DKK)	23	27	34	39
Udbytte per aktie	11	10	14	15
P/E (x)	27	16	12	11
K/I (x)	18	8	7	6

Kilde: Jyske Bank & Novo Nordisk

Novo Nordisk	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	850
Lukkekurs (DKK)	424,35
Markedsværdi (DKK mio.)	1.894.723
Jyske Quant	Q2
Value score	Q3
Quality score	Q1
Momentum score	Q5

## Kursudvikling og relativ performance



## 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 markedsvækst 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

- Stærk start på året for samtlige divisioner
- August nærmer sig – nye finansielle målsætninger i sigte

## Stærk start på året for samtlige divisioner

Novonesis' regnskab for Q1'25, der offentliggøres den 9. maj, ventes at bekræfte os i, at selskabet har fået en stærk start på året. Vi sætter således næsen op efter en organisk vækst i kvartalet på 9,7%, hvilket vil bane vejen for en organisk vækst i helåret på 8%. Den stærke start på året vil være drevet af en fortsat solid udvikling for samtlige af selskabets divisioner, og i særdeleshed Human Health. Household Care ventes ligeledes at få en stærk start på året, blandt andet understøttet af produktlanceringer fra kunder i slutningen i 2024, mens Agriculture, Energy & Tech vil nyde godt af forberedelserne til den kommende høst-sæson i USA, en højere end ventet ethanolproduktion i USA samt fortsatte ethanolkapacitetsudvidelser i Brasilien og Indien.

## August nærmer sig – nye finansielle målsætninger i sigte

Mens regnskabet for 1. kvartal 2025 naturligvis er vigtigt, da det danner grundlag for præstationen resten af året, er investorernes fokus nok i højere grad rettet mod 2. kvartalsregnskabet i august, hvor Novonesis præsenterer en række nye mellem- og langsigtede finansielle målsætninger. Vi vurderer, at der er lagt i kakkellovnen til, at selskabet blandt andet præsenterer et nyt organisk vækstsmål på mellemlangt sigt i niveauet 6-8%. Vi venter selv en gennemsnitlig årlig omsætningsvækst (CAGR) på 7,6% i perioden 2026-2030 samt en EBITDA-margin på 40,6% i 2030, mens konsensus har sat næsen op efter en CAGR-vækst på 7% i perioden 2026-29 samt en EBITDA-margin i 2029 på 40,5%.

## 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 indfri målsætningen om en vækst på 6-8% frem til og med 2025 samt ambitionen om at accelerere denne vækst fra og med 2026. Vi er overbeviste om, at selskabets vækst- og marginprofil fortsat vil være blandt den højeste på tværs af industrien, hvilket bør være understøttende for, at værdiansættelsespræmien relativt til industrigruppen igen når op på historiske niveauer. Givet vækstudsigterne og marginprofilen vurderer vi således, at aktien fortsat bør handle med en signifikant præmie.

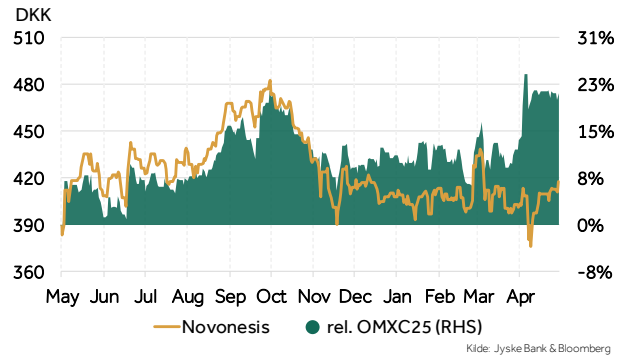
## Udvalgte nøgletal

EURm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	3.946	4.203	4.589	4.931
Res. Primær drift	869	1.323	1.593	1.744
Nettoresultat	277	962	1.165	1.280
Balance sum	15.196	16.239	16.724	17.109
Egenkapital	11.176	11.173	11.797	12.362
Indtjening per aktie (DKK)	1	2	3	3
Udbytte per aktie	1	1	1	2
P/E (x)	82	24	20	18

Kilde: Jyske Bank & Novonesis

Novonesis	Køb
Sektor	Materialer
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	550
Lukkekurs (DKK)	417,3
Markedsværdi (DKK mio.)	195.421
Jyske Quant	Q5
Value score	Q4
Quality score	Q4
Momentum score	Q5

## Kursudvikling og relativ performance



## 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 kunderektioner, enorme biologiske 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 og udbygge kompetencer via forskning.

Ved at kombinere Novozymes kompetencer inden for enzymer og proteiner med Chr. Hansens enorme teknologiske knowhow 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

- Øget usikkerhed fra toldafgifter og forbrugertilliden
- Prissætningen begynder igen at se interessant ud

## Øget usikkerhed fra toldafgifter og forbrugertilliden

Pandora er den seneste måned nede med 7%, primært som følge af højere end ventet told på varer, som eksporteres fra Thailand til USA. Pandora kommer med regnskab d. 7. maj, hvor fokus vil være på salgsudviklingen i 1. kvartal, og hvorvidt den seneste tids svaghedstegn fra USA har smittet negativt af på væksten. Der er dog indtil videre ikke noget i de datakilder, vi holder øje med, som indikerer, at Pandoras salg har lidt samme skæbne som forbrugertilliden i 1. kvartal. Pandora har også tidligere formået at styre flot igennem makroøkonomisk modvind, hvor salget har vist sig at være mere modstandsdygtigt, end vi umiddelbart havde frygtet.

## Prissætningen begynder igen at se interessant ud

Pandora er faldet med over 30% fra toppen. Prissætningen begynder således igen at se interessant ud, hvor Pandora handler til en rabat på 16% i forhold til det historiske gennemsnit - og indtil videre er der ikke noget, som indikerer, at den svage forbrugertillid i USA har sat sig i Pandoras salgstal for 1. kvartal. Vi forventer således, at Pandora vil være i stand til at levere på den lave ende af guidance-intervallet, og vil derfor benytte den seneste tids kursfald til at købe ind i aktien.

## 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 kan den faldende forbrugertillid i USA påvirke salget negativt, ligesom de stigende sølvpriser og højere toldafgifter kan lægge pres på indtjeningen. Det kan derfor blive svært at levere på målsætningen om en overskudsgrad på 26-27% i 2026, men Pandora har tidligere bevist, at de kan styre flot igennem tider med makroøkonomisk modvind.

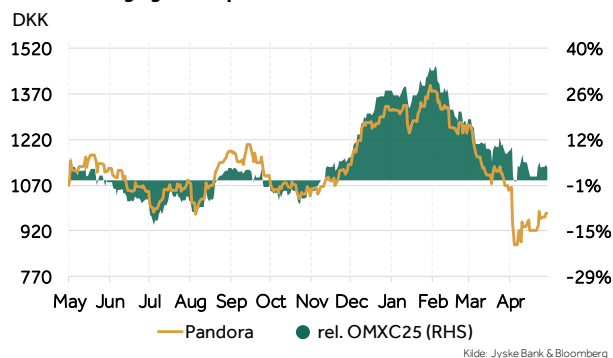
## Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	28.136	31.680	34.267	36.955
Res. Primær drift	22.125	25.289	27.004	29.500
Nettoresultat	4.740	5.226	5.406	6.456
Egenkapital	5.356	5.507	5.337	5.459
Indtjening per aktie (DKK)	55	65	71	91
Udbytte per aktie	18	20	24	30
P/E (x)	17	15	14	11
K/I (x)	14	14	14	12

Kilde: Jyske Bank & Pandora

Pandora	Køb
Sektor	Cyklisk forbrug
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	1200
Lukkekurs (DKK)	976,6
Markedsværdi (DKK mio.)	77.151
Jyske Quant	Q1
Value score	Q2
Quality score	Q1
Momentum score	Q4

## 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.

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

# Rockwool

- Store udsving i Rockwool aktien i april
- Fokus på salgsudviklingen og evt. ændringer i ordlyden

## Store udsving i Rockwool aktien i april

Store udsving i Rockwool aktien den seneste måned, hvor store kursfald ovenpå Trumps toldudmeldinger efterfølgende er blevet afløst af stigninger. Aktien slutter derfor måneden med en stigning på små 8%. Rockwool bør da også være relativt forskånet for effekterne af de stigende toldafgifter, da de har lokal produktion i USA, men evt. afsmittende effekter på den økonomiske vækst risikerer at påvirke konstruktionsaktiviteten negativt. Omvendt vil finanspolitiske stimuli, a la infrastrukturpakken i Tyskland, komme Rockwool til gode.

## Fokus på salgsudviklingen og evt. ændringer i ordlyden

Rockwool kommer med regnskab d. 19. maj, hvor fokus vil være på salgsudviklingen i kvartalet og ændringer i ordlyden sammenlignet med sidst, hvor markedet vil holde et skarpt øje med evt. afledte effekter af handelskrigen. Omvendt viser IFO tallene fra Tyskland spæde tegn på bedring, hvor pessimismen i byggeindustrien er på det laveste niveau siden sommeren 2023. Meget tyder således på, at vi har set bunden i Tyskland. Vi forventer at den stabile udvikling i konstruktionsaktiviteten er fortsat ind i 1. kvartal, dog med en lav konstruktionsaktivitet i Europa, der ikke forventes at vise meget organisk volumenvækst i 2025. Dette er også afspejlet i guidance, hvor Rockwool guider for en lav en-cifret omsætningsvækst i lokalvaluta og en overskudsgrad omkring 16%.

## 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, hvor den ventede bedring i nybygningsaktiviteten lader vente på sig. Vi vurderer dog, at det værste er ved at være overstået. Vi vil dog være varsom med at indregne en væsentlig højre indtjeningssevne gående fremad, da lønsomheden i forvejen ligger på et rekordhøjt niveau.

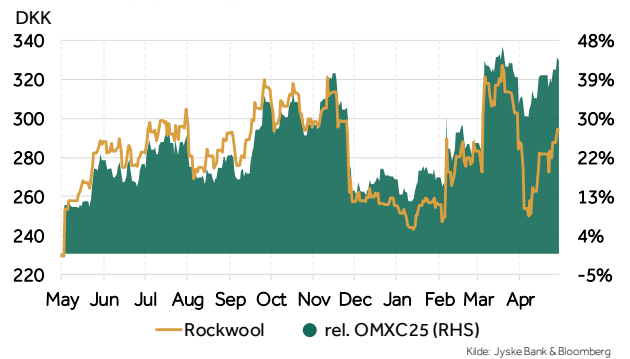
## Udvalgte nøgletal

EURm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	3.855	4.023	4.265	4.521
Res. Primær drift	677	676	709	752
Nettoreultat	550	527	553	585
Balance sum	3.805	4.026	4.298	4.603
Egenkapital	3.085	3.276	3.507	3.771
Indtjening per aktie (EUR)	3	2	2	3
Udbytte per aktie (EUR)	0,8	0,8	0,8	0,8
P/E (x)	14	16	16	15
K/I (x)	2,4	2,6	2,4	2,3

Kilde: Jyske Bank & Rockwool

Rockwool	Hold
Sektor	Industri
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	300
Lukkekurs (DKK)	294
Markedsværdi (DKK mio.)	63.457
Jyske Quant	Q1
Value score	Q2
Quality score	Q1
Momentum score	Q3

## Kursudvikling og relativ performance



## 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. bremsere 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.
- Prispres 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.

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

# Royal Unibrew

- Svagt regnskab sendte aktien i negativ
- Svag start på året pga. sen påske og strejke i Finland

## Svagt regnskab sendte aktien i negativ

April startede fornuftigt for Unibrew-aktien, som i starten af måneden nød godt af investorenes søgen mod mere stabile og defensive aktier i en periode præget af uro på aktiemarkedene. Unibrew sluttede dog april med et lidt skuffende regnskab for 1. kvartal, hvor både væksten og indtjeningen skuffede. Investorerne kvitterede med at sende aktien ned 3,9% efter annoncering, hvilket sendte aktien i negativ for måneden (-2%).

## Svag start på året pga. sen påske og strejke i Finland

Ligesom Carlsberg sluttede Unibrew april med at annoncerer et skuffende regnskab for første kvartal, hvor begge selskaber dog fastholdte forventningerne til helåret. I 1. kvartal var Unibrew presset af den sene påske, strejken i Finland i slutningen af marts og afdæmpet forbrugertillid på hovedmarkederne. Skuffelsen drives primært af Nordeuropa, mens Vesteuropa og International leverer fint. Indtjeningen skuffede pga. øgede omkostninger til BeLux og øgede marketingomkostninger. På trods af en forsigtig start på året, svagt consumer sentiment og stigende makroøkonomisk usikkerhed efter toldud-meldingerne, så fastholder Royal Unibrew forventningerne til 2025

## Investeringscase

Vækstmomentum fortsætter i Royal Unibrew, hvilket kombineret med en solid integration af Vrumona og San Giorgio gavner kapacitetsudnyttelsen og sender lovende signaler om indtjeningsforbedringer i de kommende år. Unibrew selv mener, at de er bedre positioneret end tidligere – hvilket understøttes af selskabets regnskaber. Upside-potentialet i aktien drives af udsigten til yderligere fremgang i 2025. Dette er dog allerede delvist indregnet i forventningerne. Potentialet dæmpes dog af, at Unibrew pt. handler til en pæn præmie til både sine konkurrenter og sin egen historik. Vi anser fortsat Royal Unibrew som en vel-dreven forretning, der har et godt momentum og et fint potentiale, som er drevet af fokus på vækstkategoriene Low / No Sugar, Energy and enhanced, RTDs, Ciders, Cocktails og Premium, som alle styrker vækstudsigterne på den mellemlange bane. Samtidig vurderer vi dog også, at der er bedre investeringsmuligheder blandt de øvrige bryggeriaktier.

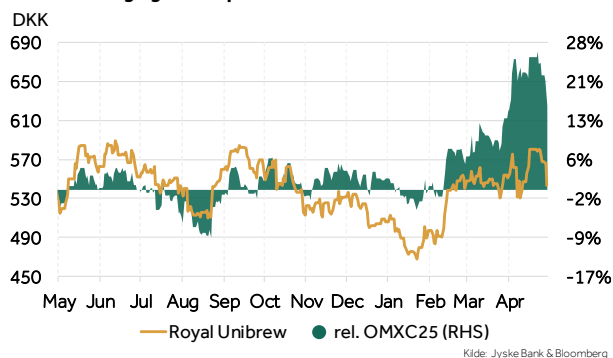
## Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	15.036	16.008	16.630	17.268
Res. Primær drift	1.968	2.186	2.358	2.527
Nettoresultat	1.494	1.500	1.638	1.784
Balance sum	17.886	18.553	19.500	20.528
Egenkapital	6.408	6.848	7.667	8.559
Indtjening per aktie (DKK)	29	30	33	36
Udbytte per aktie	15	16	16	18
P/E (x)	18	18	17	15
K/I (x)	4	4,0	3,6	3,2

Kilde: Jyske Bank & Royal Unibrew

Royal Unibrew	Hold
Sektor	Stabilt forbrug
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	590
Lukkekurs (DKK)	543,5
Markedsværdi (DKK mio.)	27.284
Jyske Quant	Q2
Value score	Q3
Quality score	Q2
Momentum score	Q2

## Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

## 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 ind-delt 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, Henrik Hallengreen Laustsen, Research

# Tryg

- Godkendt 1. kvartalsregnskab
- Fokus på konkurrencerådets rapport

## Godkendt 1. kvartalsregnskab

Tryg aflagde 1. kvartalsregnskab den 11. april, hvor forsikringsindtjeningen landede på DKK 1.540 mio. – 5% over markedets forventninger. Forsikringsindtægterne steg med 3,7% å/å, drevet primært af prisstigninger og indekseringer. Trygs combined ratio landede på 84,2%, og var primært drevet af mildt vejr og få storskader, som tilsammen landede DKK 89 mio. lavere end ventet. Investeringsresultatet landede på DKK 320 mio. mod ventede DKK 78 mio. i markedet. Trygs resultat landede altså 24% bedre end ventet på DKK 1.118 mio. Tryg udbetalte desuden en dividende på DKK 2,05 – præcis som ventet.

## Fokus på konkurrencerådets rapport

Der har det seneste stykke tid været stort fokus i markedet på Konkurrencerådets rapport om skadesforsikringssektoren i Danmark. Rapporten konkluderede, at der er indikationer på at konkurrencen kan styrkes, blandt andet med belæg i 1) at privatkunder med højere anciennitet betaler mere for sine forsikringer end kunder med lav anciennitet, 2) at samtlige forsikringselskaber bruger automatisk indeksering hvilket kan ses som "stiltiende koordinering" og 3) at markedskoncentrationen er stigende og høj i forhold til andre lande. Ordlyden fra Tryg var dog i forbindelse med 1. kvartalsregnskabet, at man ikke forventer, at eventuelle ændringer til praksis omkring varsling af prisstigninger vil hindre selskabet i at drive en profitabel forretning.

## 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 2024, 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 prisen fastsat 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.

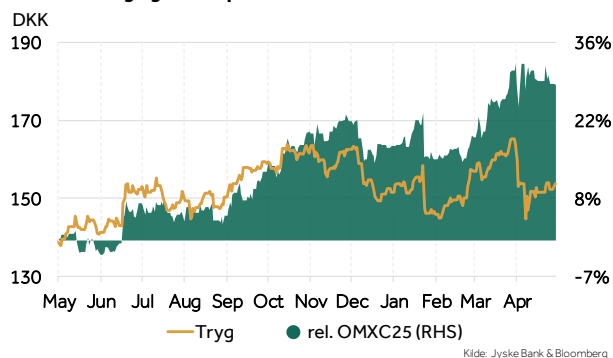
## Udvalgte nøgletal

DKKm	2024E	2025E	2026E	2027E
Bruttoopræmieindtægter	38.596	40.623	42.856	44.141
Teknisk resultat	7.324	7.958	8.105	8.350
Nettoresultat	4.813	5.322	5.323	5.552
Balance sum	104.375	118.725	123.450	125.207
Egenkapital	38.864	38.089	37.503	36.809
Indtjening per aktie (DKK)	8	9	9	9
Udbytte per aktie	8	8	8	9
P/E (x)	20	18	17	16
K/I (x)	10	10	11	11

Kilde: Jyske Bank & Tryg

Tryg	Hold
Sektor	Finans
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	170
Lukkekurs (DKK)	153,8
Markedsværdi (DKK mio.)	94.801
<b>Jyske Quant</b>	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

## Kursudvikling og relativ performance



## 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 vejrrelaterede skader
- Lavere investeringsafkast i takt med en normalisering af afkastet på f.eks. aktier.
- Lavere afløbsresultat.

Senior Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

# Vestas

- Vestas sourcer langt hovedparten fra USA
- Første kvartal traditionelt et svagt kvartal

## Vestas sourcer langt hovedparten fra USA

Vestas fortsætter den kedelige tendens med et fald på 9% i april måned, delvist som følge af bekymringer for, at Trump for held med at sætte en stopper for allerede godkendte havvindmølleprojekter i USA. I forhold til toldafgifterne i USA står Vestas dog bedre end sidst, da de i dag sourcer langt hovedparten af komponenterne i USA, herunder stålet, der udelukkende indkøbes i USA. De er derfor ikke ramt af de stigende toldafgifter på stål. Vestas er dog ikke fuldstændig immune, men det virker ikke til at være den største bekymring hos Vestas. Omvendt er risikoen i forhold til ramp-up af produktionen på offshore stor, hvilket er den største enkeltstående risikofaktor for 2025.

## Første kvartal traditionelt et svagt kvartal

Vestas kommer med regnskab for 1. kvartal d. 6. maj. 1. kvartal er traditionelt et svagt kvartal med et meget lavt aktivitetsniveau, og 2025 bliver ingen undtagelse. Historisk har 1. kvartal kun stået for 13% af de overleverede MW i året, hvorfor vi ikke vil sætte næsen op efter noget prangende resultat i 1. kvartal, hvor driftsindtjeningen typisk ligger og trender omkring nul og Power Solutions normalvis er tabsgivende. Samtidig har ordreindgangen på landbaseret vind været til den svage side.

## Investeringscase

Vestas er godt på vej i forhold til at genetablere indtjeningsevnen efter 2 år, hvor selskabet ikke har formået at tjene penge på selve møllerne. Det værste er dog overstået, og vi forventer en gradvis bedring i indtjeningsevnen hen over de næste par år i takt med, at kvaliteten af ordrebogen forbedres, og Vestas begynder at eksekvere på ordrer, der er taget ind på højere priser. Profitabiliteten forventes derfor at være tilbage på et mere normaliseret niveau i 2025. Samtidig står Vestas med en rekordhøj ordrebog i USA, hvor forlængelsen af skatterabatordningen åbner op for en stigning i installationsniveauet hen over de næste par år. Det mindsker alt andet lige risikoen i tilfælde af, at Trump mod vores forventning får held med at rulle skatterabatordningen tilbage. Den langsigtede væksthistorie er intakt, understøttet af en række ambitiøse målsætninger fra verdens førende lande.

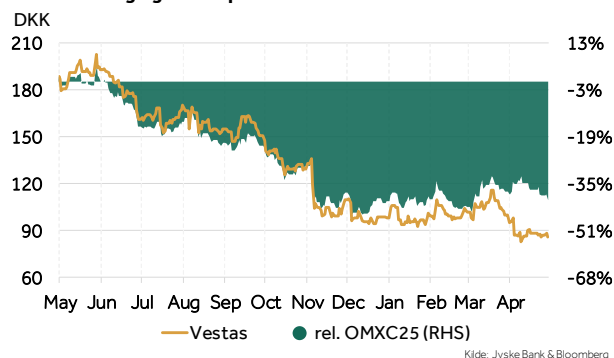
## Udvalgte nøgletal

EURm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	17.295	19.918	22.555	24.782
Res. Primær drift	794	1.269	1.797	2.091
Nettoresultat	494	888	1.305	1.537
Balance sum	23.814	26.804	30.316	33.683
Egenkapital	3.542	4.316	5.567	7.026
Indtjening per aktie (EUR)	0,5	0,9	1,3	1,5
Udbytte per aktie (EUR)	0,0	0,1	0,1	0,1
P/E (x)	28	13	9	8
K/I (x)	4,0	3	2	1,7

Kilde: Jyske Bank & Vestas

Vestas	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	165
Lukkekurs (DKK)	85,96
Markedsværdi (DKK mio.)	86.808
Jyske Quant	Q4
Value score	Q1
Quality score	Q4
Momentum score	Q5

## Kursudvikling og relativ performance



## 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 servicere 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 (Inflation Reduction Act).
- 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.

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

## Danske aktier – Ændringer den seneste måned

### Danske aktier – Ændringer siden sidst (31-03-2025)

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	11130 (DKK)	14000 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Morten Holm Enggaard
Alm Brand	15,42 (DKK)	16 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Anders Haulund Vollesen
Carlsberg	880,6 (DKK)	1000 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Coloplast	732,4 (DKK)	880 (DKK)	950 (DKK)	24-04-2025	Hold	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Danske Bank	227,8 (DKK)	255 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Demant	235,4 (DKK)	305 (DKK)	320 (DKK)	23-04-2025	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
DSV	1288,5 (DKK)	1550 (DKK)	1650 (DKK)	25-04-2025	Køb	-	-	Morten Holm Enggaard
Genmab	1374,5 (DKK)	2000 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
GN Store Nord	99,52 (DKK)	145 (DKK)	170 (DKK)	25-04-2025	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
Netcompany	287,8 (DKK)	325 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Anders Haulund Vollesen
NKT	524,5 (DKK)	610 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
Nordea	89,74 (DKK)	100 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Novo Nordisk	424,35 (DKK)	850 (DKK)	925 (DKK)	04-04-2025	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Novonesis	417,3 (DKK)	550 (DKK)	575 (DKK)	29-04-2025	Køb	-	-	Haider Anjum
Pandora	976,6 (DKK)	1200 (DKK)	1300 (DKK)	15-04-2025	Køb	Hold	15-04-2025	Janne Vincent Kjær
Rockwool	294 (DKK)	300 (DKK)	3000 (DKK)	09-04-2025	Hold	Hold	09-04-2025	Janne Vincent Kjær
Royal Unibrew	543,5 (DKK)	590 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Tryg	153,8 (DKK)	170 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Anders Haulund Vollesen
Vestas	85,96 (DKK)	165 (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 informationer 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 anbefalinger er generelle informationer og ikke personlig rådgivning.

Analysen og anbefalinger er investeringsanbefalinger medmindre andet er anført. Analysen 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 reviderer løbende vores anbefalinger. Det afgørende for, hvornår vi ændrer en anbefaling fra Køb eller Stærkt 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 mellempæriode, hvori det antages, at selskabet vil være i stand til at opretholde sin konkurrencemæssige fordel og en terminalperiode. Beregningen af værdien i budgetperioden og mellempærioden 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 modell 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: Anbefalinger og kursmålet justeres endvidere 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 så som indtjeningsmomentum, implicit volatilitet, analytikernes estimatændringer og anbefalingsændringer.

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.

## 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 (together 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](https://jyskebank.dk/investorinformation).