

28/02/2025 10:18

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
Novonesis	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 jyske-bank.dk/investorinformation.

Jyske Bank A/S

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

A.P. Møller - Mærsk

- En flot afslutning på 2024
- Det store spørgsmål

En flot afslutning på 2024

Efter en svær start på 2025 har Mærsk-aktien vendt skuden og oplevet en stigning på hele 19,2% i februar, sammenlignet med det samlede OMXC25, som er steget 4,4%. Stigningen i aktien skete især efter Mærsk offentliggjorde sit årsregnskab den 6. februar, hvor de leverede et stærkere end forventet fjerdekvartalsregnskab med en EBITDA på 3,6 mia. USD – 16 % højere end konsensus. I kølvandet på årsregnskabet har vi hævet vores anbefaling fra Hold til Køb, som følge af den bedre end ventede afslutning på 2024 samt en stærkere end ventet guidance for EBITDA i 2025 på 6,0-9,0 mia. USD.

Det store spørgsmål

Hvornår bliver transporten gennem Det Røde Hav normaliseret? Dette er det store spørgsmål for Mærsk i 2025. I Mærsk scenarier forventes det enten at ske midt på året, hvilket svarer til den nedre del af deres guidance, eller mod slutningen af året, hvilket svarer til den øvre del af deres guidance. En af de store udfordringer, som fragtmarkedet står overfor, er den fremtidige overkapacitet. Her havde Mærsk dog en positiv ordlyd på situationen. Samtidig forventer Mærsk, at den globale containervolumen vil stige med over 4% i 2025.

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.

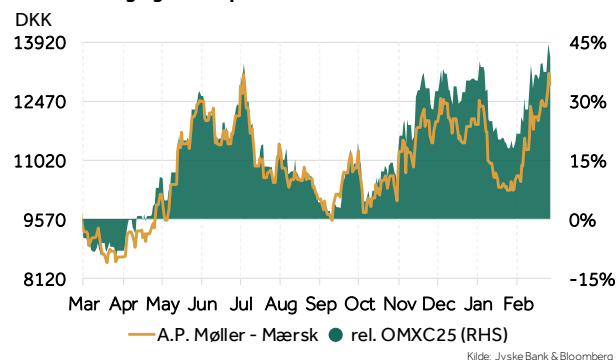
Udvalgte nøgletal

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)	4,1	19,8	24,7	22,6
K/I (x)	0,4	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)	12685	
Markedsværdi (DKK mio.)	201.145	
Jyske Quant		Q1
Value score		Q1
Quality score		Q3
Momentum score		Q1

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 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 prisrig til følge.

Senior Analyst, Morten Holm Enggaard, Research

Alm. Brand

- Godt udgangspunkt for Alm. Brands 2025-målsætning
- Multipelrabatten er (endeligt) lukket

Godt udgangspunkt for Alm. Brands 2025-målsætning

Alm. Brand annoncerede allerede hovedtal for deres 2024-regnskab den 22. januar, hvilket medførte, at spændingen op til regnskabet den 5. februar var aftaget betragteligt. Detaljerne i 4. kvartalsregnskabet viste dog fortsat en pæn fremgang i den underliggende erstatningsprocent på justeret 1,6% å/å, synergihøst leveret til perfektion samt et stærkt momentum i Alm. Brands Privat-segment, understøttet af den lukrative partnerskabsaftale med Lokale Pengeinstitutter. Det er dermed et godt udgangspunkt for at Alm. Brand indfrier 2025-målsætningen om et forsikringsresultat på DKK 1,85 mia. – hvilket vi betragter som værende realistisk.

Multipelrabatten er (endeligt) lukket

Alm. Brand har siden starten af 2024 leveret et totalafkast på imponerende 41% - højest i feltet af nordiske skadesforsikringsselskaber. Derfor er aktiens multipelrabat, som længe har været lav i forhold til konkurrenterne, nu markant reduceret. Vi vurderer derfor, at det største kurspotentiale i Alm. Brand-aktien er realiseret. På denne baggrund har vi efter 4.-kvartalsregnskabsaflæggelsen nedjusteret vores anbefaling til Hold. Vi ser et moderat – men dog positivt – kurspotentiale for aktien de kommende 12 mdr.

Investeringscase

Alm. Brand har med opkøbet af Codan skabt en unik mulighed for at forbedre lønsomheden i selskabet, og vi ser de annoncerede synergieffekter som troværdige trods Alm. Brands manglende erfaring med store opkøb. Vi anser aktien, i lyset af det værdiskabende opkøb, som fundamentalt undervurderet og mener, den har et pænt kurspotentiale i de kommende år, hvis selskabet leverer som lovet.

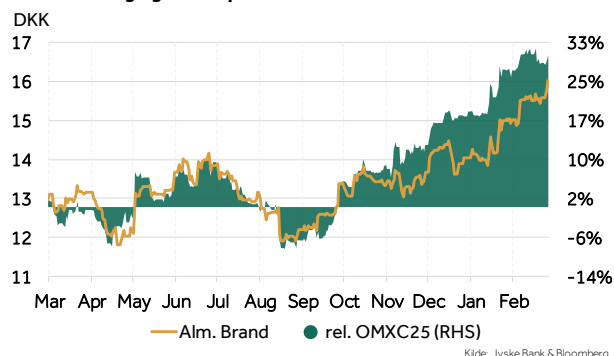
Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Bruttopræmieindtægter	11.083	11.529	11.847	12.165
Teknisk resultat	1.443	1.856	2.024	2.086
Nettoresultat	776	1.214	1.222	1.271
Balance sum	35.428	36.984	37.417	37.910
Egenkapital	13.403	12.995	12.848	12.596
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)	27,3	19	18	18
K/I (x)	1,6	1,9	1,9	2,0

Kilde: Jyske Bank & Alm. Brand

Alm. Brand	Hold
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	16
Lukkekurs (DKK)	16,12
Markedsværdi (DKK mio.)	24.674
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

Alm. Brand er det 2. største skadesforsikringsselskab i Danmark. Alm. Brand blev grundlagt i 1792, og service-rer i dag privatkunder, små- og mellemstore erhvervs-virksomheder, ejendomme, landbrug samt den offentlige sektor. Alm. Brand har hovedsæde i København og har ca. 2400 medarbejdere

Risikofaktorer

- De annoncerede synergieffekter ved opkøbet bliver ikke realiseret.
- Profitabilitetsinitiativerne i Codan slår ikke tilstrækkeligt igennem med høj combined ratio til følge.
- Prispres 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

- Solid afslutning på svært 2024
- Lettelsens suk over forventningerne til 2025

Solid afslutning på svært 2024

2024 var et hårdt år for Carlsberg-aktien, men kursen i 2025 indikerer, at stemningen i aktien er vendt. Efter pæn stigning i januar er Carlsberg fortsat på rette kurs, hvor aktien i februar er steget med 20,1%. I starten af februar præsenterede Carlsberg deres årsregnskab, som overordnet viste en lidt svagt salg i 4. kvartal, hvor organisk volumen- og omsætningsvæksten på henholdsvis -1,2% og 0,0% i 4. kvartal mod forventet 0,2% og 1,2%. Men med solid omkostningskontrol sikrede Carlsberg, at indtjeningen kommer ind marginalt bedre end ventet med en organiske EBIT-vækst på 7,6% mod 6,6% som var forventet.

Lettelsens suk over forventningerne til 2025

Carlsberg annonceret i deres årsregnskab guidance for 2025, hvor særligt den organiske EBIT-vækst på 1-5% er en lettelse for investorerne, der frygtede værre, hvor forventninger i markedet var 2,8% EBIT-vækst. Guidance indeholder blandt andet en negativ effekt på 2-3 procentpoint fra tabet af San Miguel-kontrakten i UK. Yderligere antager guidance et relativt stabilt forbrugermiljø, selvom der fortsat er usikkerhed i forbrugertilliden i Europa og Asien. Der er samtidig moderat stigning i Carlsbergs samlede omkostningsbase på grund af lidt højere marketinginvesteringer og investeringer i kapacitetsopbygning og teknologi.

Investeringscase

Regnskabet for 2024 beroligede investorerne som følge af øget sikkerhed omkring Britvic, en fornuftig guidance for 2025 og ordlyden om en god start på 2025 i Kina. Guidance for 2025 var bedre end frygtet, og samtidig skabte Carlsberg lidt optimisme ved at oplyse, at salget i Kina var kommet godt fra land i 2025, og at Carlsberg har været i stand til at afbøde noget af tabet af San Miguel – to store usikkerhedselementer for 2025. Samtidig kunne ledelsen også berolige investorerne og styrke vores positive syn omkring Britvic-opkøbet. Usikkerhederne omkring forbrugerne i Kina og Europa er dog ikke ovre endnu, og Carlsberg skal blive ved med at levere, hvis stemningsskiftet skal gennemføres.

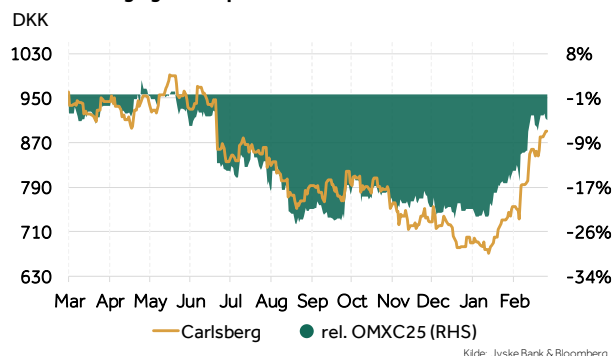
Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	75.011	89.083	97.071	100.778
Res. Primær drift	11.411	13.582	15.286	16.370
Nettoresultat	8.005	8.185	9.515	10.404
Balance sum	113.328	167.663	170.698	171.853
Egenkapital	30.612	32.949	33.680	34.169
Indtjening per aktie (DKK)	68,7	53	65	75
Udbytte per aktie	27	29	34	39
P/E (x)	12	17	14	12
K/I (x)	3,8	3,7	3,6	3,5

Kilde: Jyske Bank & Carlsberg

Carlsberg	Køb
Sektor	Stabilt forbrug
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	1050
Lukkekurs (DKK)	906,4
Markedsværdi (DKK mio.)	120.957
Jyske Quant	Q3
Value score	Q3
Quality score	Q4
Momentum score	Q2

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 forbrugerne.
- 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

- Kursfald i februar efter udramatisk regnskab
- Konkurrent-regnskaber gjorde ondt på Coloplast-aktien

Kursfald i februar efter udramatisk regnskab

Svær måned for Coloplast-aktionærerne, som kunne se deres aktie falde 6,5% i februar, mens OMXC25 steg 4,4%. I starten af februar præsenterede Coloplast et helt udramatisk regnskab for deres 1. kvartal 2025 (forskudt regnskabsår), som dog ikke bød på med positive historier som investorerne kunne hænge optimismen på, hvilket betød at markedet kvitterede med at sende aktien. Største tema var at implementeringsdatoen for den meget omtalt LCD i USA er blevet udskudt til 13. april 2025 mod tidligere 12. februar 2025, hvilket ifølge Coloplast ikke får den store betydning, men i vores optik kan udskydelse og uklarhed give lidt øget risiko.

Konkurrent-regnskaber gjorde ondt på Coloplast-aktien

Imod slutningen af februar tiltog modvinden for Coloplast-aktien i kølvandet på flere stærke konkurrent-regnskabet samt positionering forud for en opdatering af KAXCAP-vægte, hvor Coloplast ser blive vægtet ned. Både konkurrenterne ConvaTec og Smith & Nephew leverede stærke regnskaber, hvilket sendte deres aktier op og Coloplast ned. Særligt ConvaTec's regnskab pressede Coloplast, hvilket potentiel kan være fordi ConvaTec næver nye produkter, som en vækstdriver, hvilket giver øget konkurrence til Coloplast.

Investeringscase

En udramatisk start på året uden større overraskelser gør, at Coloplast er et skridt nærmere den lovede fremgang. På trods af at det værste måske er ovre for Coloplast, som forventer, at vækstmomentum er opadgående (drevet af Luja-lanceringen og bedring i Urologi), og at indtjeningen gradvist vil forbedres 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, som giver lidt øget risiko, en værdiansættelse, som virker fair, samt mangel på kortsigtede triggere i aktien – alt dette gør, at vi forbliver på sidelinjen. Vi ser frem mod kapital-markedsdagen den 2. september, hvor Coloplast vil annoncere den nye 5-årige strategi. På længere sigt anser vi dog stadig Coloplast for at være et kvalitetsselskab med gode vækstudsigter.

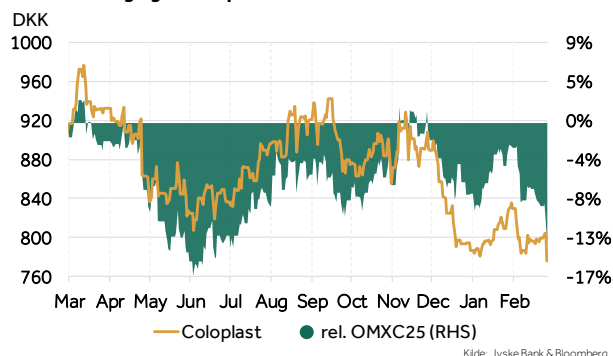
Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	27.030	29.033	31.448	33.977
Res. Primær drift	7.320	8.074	9.123	10.162
Nettoresultat	5.052	4.374	6.555	7.375
Balance sum	48.073	48.297	49.552	51.387
Egenkapital	17.405	18.280	19.419	21.131
Indtjening per aktie (DKK)	22	19	29	33
Udbytte per aktie	22	16	22	23
P/E (x)	37	40	27	24
K/I (x)	11	10	9	8

Kilde: Jyske Bank & Coloplast

Coloplast	Hold
Sektor	Sundhed
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	950
Lukkekurs (DKK)	776,4
Markedsværdi (DKK mio.)	177.129
Jyske Quant	Q4
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, 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 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

- Fremragende 4.-kvartalsregnskab
- Blikket stift rettet mod 2026-målsætninger

Fremragende 4.-kvartalsregnskab

Danske Bank-aktien har haft en glimrende februar måned med et totalafkast på 13,3% mod OMX C25 på 4,4%. Det flotte afkast blev særligt skabt af et fremragende 4.-kvartalsregnskab, med høje gebyrindtægter, robuste nettorenteindtægter trods faldende markedsrenter, god guidance for 2025, der lå 5% højere end markedsestimerne, samt den lovede høje udlodning på 100% af årets resultat efter skat. Ledelsen virkede desuden optimistisk omkring bankens tiltagende kommercielle momentum på trods af endnu et kvartal med flad udlånsvækst. Alt i alt derfor et lovende udgangspunkt for aktiviteten og indtjeningen i 2025.

Blikket stift rettet mod 2026-målsætninger

Danske Bank har fortsat blikket rettet stift mod at indfri 2026-målsætningen om en egenkapitalforrentning over 13%. For at nå derhen regner banken med at have en egenkapitalbase omkring DKK 170 mia. i 2026. Banken kom ud af 2024 med DKK 175 mia. i egenkapital, og desuden en sund kernekapitalprocent på 17,8% (1,8% over bankens egen målsætning). Derfor ser vi plads til at Danske Bank i 2025-2026 vil udlodde mere end 100% af indtjeningen, svarende til et usædvanligt højt udlodningsafkast på hhv. 14,7% og 11,8% af nuværende markedsværdi i 2025 og 2026.

Investeringscase

Med en afslutning på Estland-sagen i form af bødebetaling i Danmark og USA kan Danske Bank nu endeligt fokusere tid og kræfter på at genoprette det kommercielle momentum i Danmark og Norden, og slanke omkostningsbasen relativt til konkurrenterne de kommende år. Bankens profitabilitet er i kraftig bedring under højere markedsrenter, men vi ser endnu højere potentiale end markedet i øjeblikket, under forventning om en stærk kreditkvalitet, og dermed lave nedskrivninger, samt øget udlodning med henblik på at optimere bankens nuværende kapitalposition.

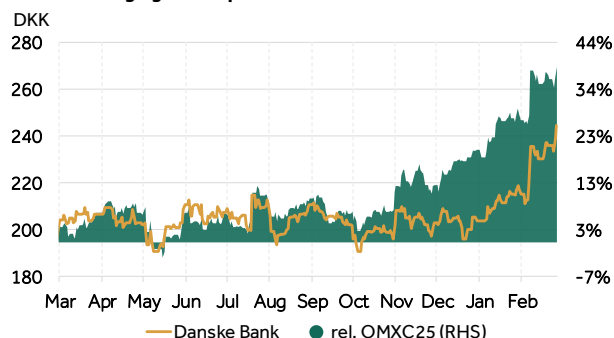
Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Indtj. før skat	31.212	28.692	27.822	26.729
Nettoresultat	23.628	21.806	21.145	20.314
Balance sum	3.540.355	3.593.195	3.653.720	3.711.776
Egenkapital	175.687	174.667	171.639	169.750
Indtjening per aktie (DKK)	28,3	27	27	27
Udbytte per aktie	28,7	23	22	16
P/E (x)	8	9,1	8,9	9,0
K/I (x)	1,1	1,2	1,2	1,2

Kilde: Jyske Bank & Danske Bank

Danske Bank	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	255
Lukkekurs (DKK)	243,6
Markedsværdi (DKK mio.)	210.804
Jyske Quant	-
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, 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

- Lidt svag guidance for 2025
- Vi forbliver købere af aktien

Lidt svag guidance for 2025

Demant-aktien ligger med et lille minus på 2% år til dato, efter at have været oppe med 11% ved udgangen af januar. Faldet fra toppen skyldes et fald i aktiekursen på 7% på regnskabsdagen, hvor en lidt svag guidance for 2025 skuffede markedet. Vi ser dog kursreaktionen som overgjort, medmindre Demant slutter året i den lave ende af guidance-intervallet, hvor selskabet guider for en organisk vækst på 3-7% og et driftsresultat på DKK 4,5-4,9 mia. Selv om engrossalget af høreapparater kom svagere ud af 4. kvartal end ventet, ser vi en bedring forude, i takt med at modvinden fra tab af markedsandele i Managed Care-segmentet forsvinder og Frankrig potentielt kan give et pænt boost til væksten.

Vi forbliver købere af aktien

Vi er fortsat fortrøstningsfulde med hensyn til, at væksten vil vende tilbage på sporet i 2025, understøttet af den franske sundhedsreform, hvor små 500.000 førstegangsb brugere står overfor at skulle udskifte deres høreapparat. Konkurrencen i markedet er dog hård med produktlanceringer fra både Sonova og GN, men Demant står godt positioneret til at tage del i væksten i Frankrig, hvilket bør modvirke effekterne af den øgede konkurrence i markedet – selv i et år uden banebrydende nye lanceringer fra Demant. Vi forbliver derfor købere af aktien i forventning om, at væksten vil vende tilbage til et mere normaliseret niveau i 2025, hvilket ikke er afspejlet i den nuværende prissætning, hvor Demant handler til en rabat på over 30% til Sonova.

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 yderst attraktive ud, og vi forventer, at væksten vil vende tilbage på sporet i 2025, hvor vi ser mulighed for, at sundhedsreformen i Frankrig kan give et boost til væksten. Dette er ikke afspejlet i prisen. Prissætningen ser derfor attraktiv ud – både i forhold til selskabets egen historik og relativt til konkurrenterne, hvor Demant handler på historisk lave niveauer.

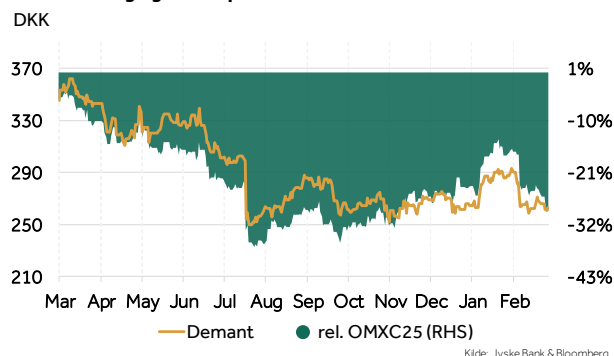
Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	22.419	24.183	26.065	28.095
Res. Primær drift	4.528	4.794	5.191	5.588
Nettoresultat	2.388	3.131	3.444	3.760
Egenkapital	9.564	10.726	11.601	12.639
Indtjening per aktie (DKK)	10,7	14	16	18
P/E (x)	25	18	16	14
K/I (x)	6,1	5,4	5,0	4,6

Kilde: Jyske Bank & Demant

Demant	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	320
Lukkekurs (DKK)	258,8
Markedsværdi (DKK mio.)	58.147
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 forhandler-nettet 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 vanskelig 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

- Lidt svagt regnskab fra DSV
- Forventninger til 2024

Lidt svagt regnskab fra DSV

DSV-aktien har haft en relativt stilstående februar. Aktien er faldet med 0,6%, sammenlignet med det samlede OMXC25, som er steget 4,4%. For fjerde kvartal 2024 leverede DSV et EBIT-resultat på DKK 3.936 mio., mens konsensus havde forventet DKK 4.276 mio. Underliggende skuffer alle tre segmenter. I Air & Sea segmentet leverede DSV nogenlunde som forventet på yields og volumen, men stigende omkostninger trak indtjeningen ned. Inden for Road og Solutions var de svage resultater allerede kommunikeret fra DSV, men de skuffede alligevel markant. Dette skyldes især en svagere efterspørgsel i Europa indenfor automotive. Ledelsen adresserede dog udfordringerne på den efterfølgende telekonference og var meget klare i spytet omkring løsningerne, hvilket gjorde os trygge ved, at Q4'24 blot er et bump på vejen.

Forventninger til 2024

I forbindelse med årsregnskabet for 2024 annoncerede DSV en EBIT-guidance for 2025 i intervallet DKK 15,5-17,5 mia., hvilket lå under konsensus på DKK 17,6 mia. DSV forventer dog at fastholde sin vækststrategi og fortsætte med at vinde markedsandele. I Air & Sea forventer DSV en markedsvækst på 3 %, hvor selskabet sigter mod at øge sin markedsandel. Inden for Road-segmentet forventes en vis bedring med flad til lav encifret markedsvækst, men med en fortsat svag udvikling i første halvår af 2025. For solutions ventes en vækst i det lave til midt encifrede interval, hvilket afspejler en mere afdæmpet markedsdynamik.

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	175.980	181.303	187.417
Res. Primær drift	16.096	16.750	17.924	18.978
Nettoresultat	10.175	11.317	12.117	12.421
Balance sum	236.545	235.293	233.667	232.366
Egenkapital	114.503	116.145	118.702	121.549
Indtjening per aktie (DKK)	48	53	57	58
Udbytte per aktie (DKK)	7	8,0	8,5	8,7
P/E (x)	34	27	25	25
K/I (x)	3,0	3,0	2,9	2,9

Kilde: Jyske Bank & DSV

DSV	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	1650
Lukkekurs (DKK)	1427,5
Markedsværdi (DKK mio.)	347.442
Jyske Quant	Q5
Value score	Q4
Quality score	Q4
Momentum score	Q5

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

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, Morten Holm Enggaard, Research

Genmab

- Stærk guidance krydret med aktietilbagekøbsprogram
- Afgørelsens time nærmer sig

Stærk guidance krydret med aktietilbagekøbsprogram

Genmab har oplevet et kursmæssigt vanskeligt 2024 på grund af investortvivl, men kan 2025 bringe en ny optimisme og styrket tillid fra markedet? Aktien er i februar steget 13,3% drevet af et imponerende fjerde kvartalsregnskab. Afslutning på 2024 var bedre end forventet og forventningerne til 2025 er solide, særligt fordi omkostningsniveauet for 2025 var noget under forventningerne i markedet. Kombineret med at salgsforventningerne landede stort set på linje med forventningerne, betød, at midtpunktet af den forventede indtjening i 2025 er 13% bedre end markedets forventninger. Genmab annoncerede yderligere, at de i 2025 vil lave et aktietilbagekøbsprogram med intentionen om at købe 1,9 mio. aktier, svarende til et beløb på 2,6 mia. kr.

Afgørelsens time nærmer sig

Nu varer det ikke længe før den endelige afgørelse for partnerskabsafgørelsen af Hexadody-CD38 bliver truffet. Afgørelsen om hvorvidt Johnson & Johnson ønsker en aftale vil senest blive besluttet i starten af marts. Investorernes fokus er i høj grad på denne begivenhed og en partnerskabsaftale vil øge invester tiliden og stemningen i aktien.

Investeringscase

2024 var et hårdt år for Genmab, hvor investorernes hovedfokus var på afklaringen af Johnson & Johnson's potentielle udnyttelse af sin partner-skabsoption på Hexabody-CD38, hvilket vil afhjælpe modvinden fra patentudløbet på Darzalex i 2030. Investorerne vil formentligt være afventende frem mod afklaringen på denne binære partnerskabsoption. Vores fornemmelse er, at markedet ser faldende sandsynlighed for, at optionen bliver udnyttet, men i vores optik er udfaldet meget svær at kalde (en 50/50 afgørelse). Der er ingen tvivl om, at afklaringen på HexaBody-CD38 bliver afgørende for Genmab, men markedets lidt entydige fokus på dette event mener vi også er fejlagtig. Genmab investerer i produktudvikling for at afbøde effekten fra patentudløbet på Darzalex (i 2030), hvor produkter som Epkinly, Tivdak, GEN1046 og Rina-S bliver vigtige. Vi vurderer, at på aktiens nuværende kursniveau får nye investorer hele pipelinen samt nogle af de allerede lancerede produkter gratis.

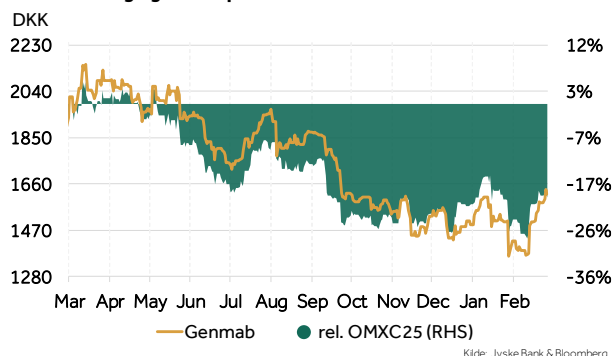
Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	21.337	25.436	29.259	32.252
Res. Primær drift	6.514	8.155	8.932	10.456
Nettoresultat	7.655	6.572	7.191	8.443
Balance sum	45.811	48.832	56.022	64.465
Egenkapital	36.200	39.718	46.908	55.351
Indtjening per aktie (DKK)	122	106	116	136
P/E (x)	13	15	14	12
K/I (x)	2,6	2,7	2,3	1,9

Kilde: Jyske Bank & Genmab

Genmab	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	2400
Lukkekurs (DKK)	1614,5
Markedsværdi (DKK mio.)	107.091
Jyske Quant	Q1
Value score	Q1
Quality score	Q1
Momentum score	Q3

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

- Modvind i aktiekursen siden årsregnskabet
- Vækstudsigterne er intakte

Modvind i aktiekursen siden årsregnskabet

GN Store Nord er nede med 3,7% år til dato, og har dermed mistet pusten efter at have været flyvende frem mod regnskabet i starten af februar. Kursen er nu 14% lavere end inden regnskabet, hvor GN kom med en lidt svag margin-guidance for 2025, der er negativt påvirket af stigende tariffer, engangsomkostninger til garantiforpligtelser i Consumer-forretningen og investeringer i forretningen – en modvind der forventes at forsvinde på sigt. Den underliggende marginfremgang er dog intakt, hvilket vidner om, at GN er på rette vej i forhold til at levere på målsætningen om en EBITA-margin på 16-17% i 2028.

Vækstudsigterne er intakte

Regnskabet bekræfter os i, at væksten i Enterprise-forretningen langsomt, men gradvist på vej tilbage i positivt territorium med positive vækstrater i Nordamerika, Asien og dele af Europa. Det lover godt for vækstudsigterne gående ind i 2025, hvor GN også vil nyde godt af lanceringen af deres nye høreapparat, ReSound Vivio. Vi forbliver derfor køber af aktien, da prissætningen i vores optik ikke afspejler det langsigtede vækstpotentiale. Relativt til konkurrenterne handler GN til en rabat på 20% til Demant og markant lavere end Sonova og Logitech, der handler til en EV/EBITDA på hhv. 17,2x og 19,3x.

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 Nexia vurderer vi, at GN står godt positioneret til at tage markedsandele i 2024. Samtidig ser vi gode muligheder for, at GN i løbet af 2025 kan stå klar med en ny produktplatform, der kan drive væksten i 2025. Markedet for headsets er fortsat udfordrende, men vi vurderer, at det værste er overstået, og at væksten vil vende tilbage til positivt territorium i 2025. Det kan give anledning til noget lettelse i aktien, der har haft det svært. Prissætningen ser således attraktiv ud. Samtidig bekræfter de nye finansielle mål os i, at GN er på rette vej i forhold til at bringe væksten tilbage i forretningen og genetablere indtjeningsniveauet.

Udvalgte nøgletal

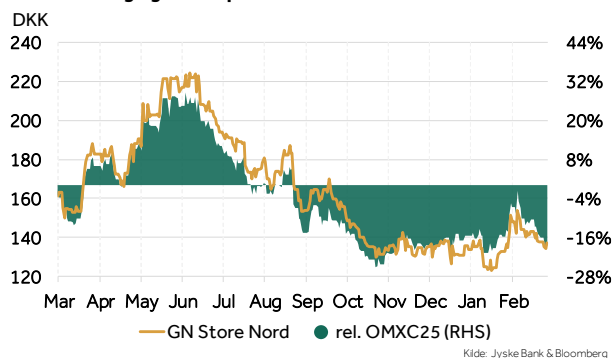
DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	17.985	18.587	19.686	20.821
Res. Primær drift	1.860	2.171	2.563	2.828
Nettoresultat	1.059	1.184	1.509	1.733
Balance sum	29.946	31.122	30.858	30.813
Egenkapital	10.824	11.929	11.336	10.953
Indtjening per aktie (DKK)	7,0	7,8	10	12
Udbytte pr. aktie (DKK)	0,0	0,0	1,3	1,6
P/E (x)	19	16	13	11
K/I (x)	1,9	1,7	1,8	1,9

Kilde: Jyske Bank & GN Store Nord

GN Store Nord

	Køb
Sektor	Cyklisk forbrug
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	170
Lukkekurs (DKK)	128,8
Markedsværdi (DKK mio.)	20.683
Jyske Quant	-
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

- Flad februar måned
- Opkøb af SDC neutralt for aktien i udgangspunktet

Flad februar måned

Netcompany indledte februar med et kursfald på ca. 5%, som dog blev indhentet i løbet af måneden. Samlet set endte februar med en beskedent stigning på 0,3%, sammenlignet med en stigning i OMXC25-indekset på 4,4%. Den begrænsede kursstigning fulgte efter et udfordrende regnskab, hvor aktien faldt med hele 16,9% på regnskabsdagen, som følge af overraskende lav guidance på toplinjevæksten i 2025 (5-10% å/å) trods flere store kontraktomineringer i løbet af 2024. Dette har gjort at vi – og markedet – har aflagt en mere afventende tilgang til Netcompany-aktien frem mod de kommende kvartalsregnskaber.

Opkøb af SDC neutralt for aktien i udgangspunktet

Netcompany offentliggjorde den 10. februar opkøbet af bankcentralen SDC til en pris på DKK 1 mia. Med dette opkøb øger Netcompany sin tilstedeværelse i den finansielle sektor betydeligt. Det er Netcompanys ambition at opkøbet skal øge indtjeningen pr. aktie med en tocifret procentsats i 2028. Det er dog svært på nuværende tidspunkt svært at komme nærmere det eksakte vækst- og indtjeningspotentiale ved transaktionen, som vi i udgangspunktet vurderer som neutral for værdiansættelsen af Netcompany og vi ser frem til flere detaljer/guidance fra Netcompany efter at opkøbet er endeligt gennemført.

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 vi betragter 2023 som et anker for marginerne, der i kraft af en succesfuld ekspansion i de udenlandske markeder bør kunne stige igen. Værdiansættelsen ser lav ud i øjeblikket, og vi vurderer, at aktien bør kunne stige, uden at dette er foranlediget af positive estimatændringer.

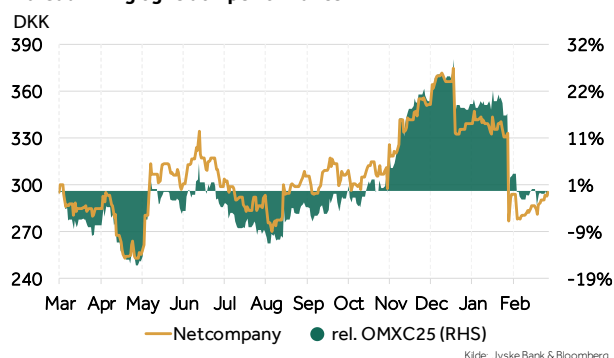
Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	6.540	7.036	7.686	8.355
Res. Primær drift	786	916	1.128	1.257
Nettoresultat	468	589	834	934
Egenkapital	3.615	3.605	3.639	3.966
Indtjening per aktie (DKK)	10	13	19	22
Udbytte per aktie	0,0	0,0	0,0	5,6
P/E (x)	30	23	15	13
K/I (x)	3,9	4,1	4,1	3,7

Kilde: Jyske Bank & Netcompany

Netcompany	Hold
Sektor	IT
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	325
Lukkekurs (DKK)	295
Markedsværdi (DKK mio.)	14.770
Jyske Quant	-
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

- Guidance for 2025 bekræfter casen frem mod 2028
- Prissætningen ser attraktiv ud

Guidance for 2025 bekræfter casen frem mod 2028

NKT er år til dato nede med 5,5%. Regnskabet gav ikke som ventet anledning til noget lettelse i aktien - på trods af, at enkelte i markedet havde været ude og flage risikoen for at guidance ville skuffe. Fokus i regnskabet var derfor rettet mod guidance for 2025, hvor NKT forventer at lande en omsætning i standard metalpriser på EUR 2,37-2,52 mia. og et operationelt driftsresultat på EUR 330-380 mio. – marginalt lavere end ventet i markedet. NKT er dog traditionelt konservative i deres udmeldinger, og vi ser derfor gode muligheder for, at NKT slutter året i den høje ende af intervallet. Det lover godt for indtjeningen frem mod 2028, hvor den nye højspændingsfabrik i Karlskrona er fuldt oppe at køre og NKT kommer til at eksekvere på ordrer, der er taget ind på højere priser.

Prissætningen ser attraktiv ud

Aktien er faldet med 23% siden starten af november, uden at estimerne er fulgt med ned. NKT handler derfor pt. på historisk lave multipler, både i forhold til selskabets egen historik og relativt til konkurrenterne. Det har vi svært ved at retfærdiggøre set i lyset af udsigten til en fordobling af indtjeningen frem mod 2028. Den nuværende prissætning ser derfor attraktiv ud.

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 prissætningen 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.

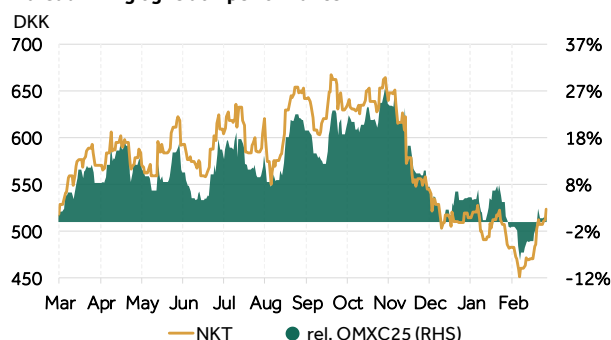
Udvalgte nøgletal

EURm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	3.252	3.354	3.471	4.402
Res. Primær drift	240	264	286	376
Nettoresultat	337	215	230	298
Balance sum	4.859	5.382	5.831	5.273
Egenkapital	1.853	2.068	2.298	2.176
Indtjening per aktie (EUR)	6,3	4,0	4,3	5,5
Udbytte per aktie (EUR)	0,0	0,0	1,4	1,8
P/E (x)	11	16	15	12
K/I (x)	2	2	2	2

Kilde: Jyske Bank & NKT

NKT	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	610
Lukkekurs (DKK)	491,2
Markedsværdi (DKK mio.)	28.149
Jyske Quant	Q2
Value score	Q1
Quality score	Q2
Momentum score	Q3

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

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

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

Nordea

- Bedre markedsrenteudsigter har løftet aktiekursen
- En lind strøm af aktietilbagekøb i vente

Bedre markedsrenteudsigter har løftet aktiekursen

Nordea-aktien har haft en fremragende start på 2025, med en stigning på 9,7% i februar måned, hvilket bringer aktien op på en flot stigning på 20,4% år til dato. Nordea-aktien nyder blandt andet godt af forventningerne til markedsrenterne de kommende år er steget de seneste måneder, hvilket dermed skubber forventningen til bankens nettorenteindtægter og indtjening højere op. Nordea ventes af analytikerne at være den mest profitable storbank i Norden de kommende år, hvilket den positive kursreaktion de seneste måneder i højere grad har afspejlet.

En lind strøm af aktietilbagekøb i vente

Nordea annoncerede d. 21. februar at man har afsluttet sit igangværende aktietilbagekøbsprogram på EUR 250 mio., og meddelte i samme ombæring at man er i tæt dialog med ECB om opstarten af et nyt program. Vi ser dette som helt i tråd med tidligere udmeldinger, og venter at Nordea i løbet af 2025 i alt vil annoncere aktietilbagekøb på EUR 750 mio. svarende til et beskedent udlodningsafkast på 1,7% fra denne udlodningstype.

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 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.

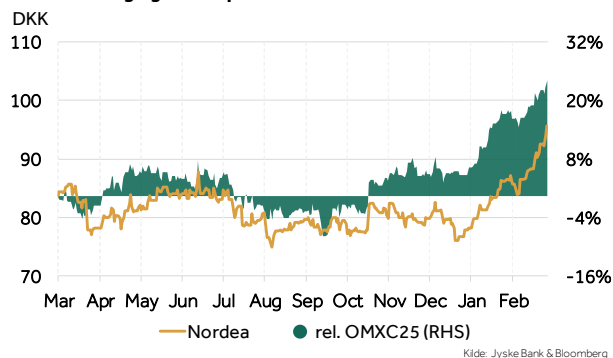
Udvalgte nøgletal

EURm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	7.594	7.164	7.186	7.251
Nettoresultat	5.059	4.661	4.644	4.703
Balance sum	623.365	634.919	645.634	656.596
Egenkapital	32.446	33.078	33.611	34.204
Indtjening per aktie (EUR)	1,4	1,4	1,4	1,4
Udbytte per aktie (EUR)	0,9	0,9	0,9	1,0
P/E (x)	8	9	9,1	8,8
K/I (x)	1,3	1,4	1,3	1,3

Kilde: Jyske Bank & Nordea

Nordea	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	100
Lukkekurs (DKK)	94,06
Markedsværdi (DKK mio.)	334.319
Jyske Quant	-
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 erhvervskunder.

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

- 2025 ser ud til at blive fjerde år med mindst 20% vækst
- Told-risiko og fritagelse fra shortage-listen

2025 ser ud til at blive fjerde år med mindst 20% vækst

Novo Nordisk har haft en godkendt februar måned, hvor aktien er steget 5,7%. Månedens startede med, at Novo præsenterede årsregnskab, hvor fjerde kvartal slog markedets forventninger på både omsætningen (+5,1% bedre) og indtjeningen (9,4% bedre). Sammen med de flotte regnskabstal kom en stærk guidance, hvor Novo guider for en omsætningsvækst på 16-24% og en indtjeningsvækst på 19-27%. Der er altså udsigt til endnu et år med 20% vækst – hvilket vil være fjerde år i træk.

Told-risiko og fritagelse fra shortage-listen

Februar har budt på vigtige nyheder fra USA, hvor Donald Trump har skærpet ordlyden omkring tariffen og told på lægemidler med annonceringen om, at han sandsynligvis vil indføre told på import af biler, semiconductore og lægemidler på omkring 25 % fra 2. april. Vigtigt at bemærke er dog, at store dele af Novos produktion allerede befinder sig i USA, hvilket derfor ikke vil blive ramt af tariffen og told. Yderligere bed februar også på nyheden om at lægemiddelstyrelsen i USA (FDA) har taget Ozempic og Wegovy af den såkaldte shortage liste, hvilket betyder at det nu igen er ulovligt for compound-selskaber herunder Hims & Hers, at sælge kopier af Novos produkter, da der ikke længere er mangel på GLP1-produkterne.

Investeringscase

Stærk guidance for 2025 og uddybning af CagriSema-resultaterne beroliger investorernes vækstbetyrninger på både kort og lang sigt. Derudover anser vi risikoen fra Trumps toldtrussel som begrænset, om end den er til stede, og Trumps ordlyd vil formentlig påvirke aktien. Selvom uddybningen af CagriSema-resultaterne kan have beroliget nogle investorer, vil blikket dog fortsat være rettet mod de uddybende data for CagriSema, som præsenteres på en konference i 2025 – formentlig på ADA-konferencen d. 20.-23. juni. 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.

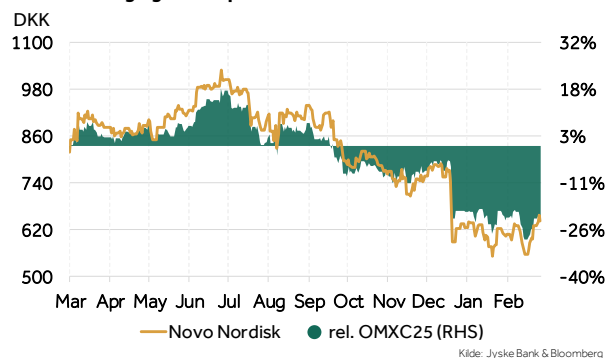
Udvalgte nøgletal

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	23	19	17
K/I (x)	18	12	11	9

Kilde: Jyske Bank & Novo Nordisk

Novo Nordisk	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	925
Lukkekurs (DKK)	641,8
Markedsværdi (DKK mio.)	2.870.102
Jyske Quant	Q2
Value score	Q4
Quality score	Q1
Momentum score	Q4

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 preser 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

- Lidt svagere fjerde kvartal end forventet
- Forventninger til 2025 trækker op

Lidt svagere fjerde kvartal end forventet

Novonesis afsluttede fjerde kvartal en smule under markedets forventninger. Selskabet leverede en organisk salgsvækst på 8% og en justeret EBITDA-margin på 36,1 %, hvilket var 0,1 procentpoint lavere end konsensusforventningerne. Blandt de fire divisioner var det Household Care som overraskede positivt. Divisionen leverede en organisk vækst, der var 5,1 procentpoint over forventningerne. Omvendt lå den organiske vækst i Agriculture, Energy & Tech, Food & Beverages og Human Health alle under markedets forventninger med henholdsvis -1,1 procentpoint, -1,9 procentpoint og -2,9 procentpoint.

Forventninger til 2025 trækker op

I forbindelse med årsregnskabet annoncerede Novonesis sin guidance for 2025. Her lød det, at selskabet forventer en organisk vækst i intervallet 5-8 % (6-9% ekskl. exit fra visse lande) samt en justeret EBITDA-margin på 37-38 %. Til sammenligningen forventede markedet en organisk vækst på 7,0 % og en EBITDA-margin på 36,7 %. Selskabet forventer selv, at begyndelsen af 2025 bliver stærkere end anden halvdel, og at væksten primært vil være volumen-drevet med en mindre positiv effekt fra prisstigninger, samt positive salgssynergier. Vi ser særligt frem til andet halvår af 2025, hvor Novonesis ventes at give en opdatering om sine mellem- og langsigtede målsætninger, når den igangværende strategiproces er gennemført.

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, der vil være yderligere understøttet af udsigten til en positiv pengestrømsgenerering fra 2026.

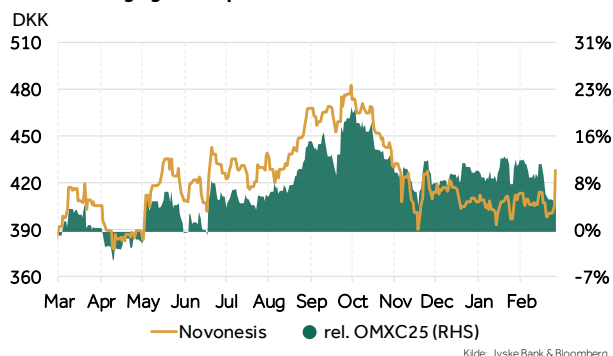
Udvalgte nøgletal

EURm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	3.946	4.310	4.627	4.959
Res. Primær drift	517	1.318	1.503	1.631
Nettoresultat	277	920	1.097	1.194
Balance sum	15.374	15.967	16.632	17.281
Egenkapital	10.988	11.447	11.996	12.523
Indtjening per aktie (DKK)	1	2	3	3
Udbytte per aktie	0	1	1	1
P/E (x)	94	29	24	27

Kilde: Jyske Bank & Novonesis

Novonesis	Køb
Sektor	Materialer
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	575
Lukkekurs (DKK)	427
Markedsværdi (DKK mio.)	200.479
Jyske Quant	Q3
Value score	Q4
Quality score	Q1
Momentum score	Q3

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 kundereationer, 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

- Stærk afslutning på året
- Sølvr priserne lægger pres på indtjeningen i 2025

Stærk afslutning på året

Pandora er nede med 6% år til dato på trods af en stærk afslutning på regnskabsåret, hvor Pandora leverede en stigning i salget i de eksisterende butikker på 6%. Det vidner om, at selskabets brand-momentum fortsat er stærkt. Pandora har således styret overraskende flot igennem den makroøkonomiske usikkerhed i 2024, hvor aktien var blandt de bedst performende aktier med et afkast på 41%. Det flotte afkast kan dog have givet anledning til lidt gevinsthjemtagning.

Sølvr priserne lægger pres på indtjeningen i 2025

Selvom Pandora traditionelt er forsigtig i sine udmeldinger, guider selskabet for en organisk vækst på 7-8% i 2025 og en omsætningsvækst i de eksisterende butikker på 4-5%. Det er en anelse lavere end selskabets målsætning frem mod 2026 (4-6%) og den underliggende trend i 4. kvartal. Samtidig vil de stigende guld- og sølvpriser tynde indtjeningen i 2025, men Pandora gentager målsætningen om en indtjeningsmargin på 26-27% i 2026, hvilket indikerer, at det er lykkedes Pandora at identificere tilstrækkelige omkostningsbesparelser til at modvirke effekten af de stigende sølvpriser. Det ser vi som positivt, men prissætningen ser en anelse anstrengt ud.

Investeringscase

Smykkesalget har været overraskende robust på trods af makroøkonomisk modvind. Det vidner om, at salget er mere modstandsdygtigt, end vi umiddelbart havde frygtet, og at de markedsføringskampagner, som Pandora har iværksat, virker yderst effektivt. Samtidig indikerer selskabets nye finansielle mål for 2026, at Pandora går ind i en ny vækstfase med udsigt til en organisk vækst på 7-9% om året. Aktien er dog kørt stærkt, hvor aktiekursen er oppe med hele 300% siden starten af 2020, hvilket gør Pandora til den bedst performende aktie blandt de store europæiske forhandlere af smykker og tøj. Vi ser derfor ikke længere det samme upside i aktien og på kort sigt kommer de stigende sølvpriser til at lægge pres på indtjeningen.

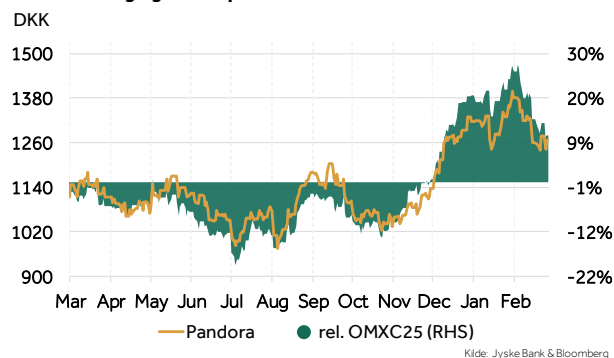
Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	28.136	31.680	34.583	37.288
Res. Primær drift	22.125	25.289	27.365	29.766
Nettoresultat	4.740	5.226	5.599	6.577
Egenkapital	5.356	5.507	5.530	5.774
Indtjening per aktie (DKK)	55	65	73	92
Udbytte per aktie	18	20	25	31
P/E (x)	17	20	17	14
K/I (x)	14	18	17	15

Kilde: Jyske Bank & Pandora

Pandora	Hold
Sektor	Cyklisk forbrug
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	1300
Lukkekurs (DKK)	1240
Markedsværdi (DKK mio.)	103.976
Jyske Quant	Q1
Value score	Q2
Quality score	Q1
Momentum score	Q4

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

Pandora designer, producerer og markedsfører smykker i højkvalitets materialer til overkommelige priser. Selskabets produkter sælges gennem mere end 7.700 butikker i over 100 lande med størst omsætning i USA (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.
- 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

- Regnskab gav stort løft i aktiekursen
- Meget tyder på nybygningsaktiviteten har bundet ud

Regnskab gav stort løft i aktiekursen

Rockwool har haft en stærk start på året, hvor aktien år til dato er oppe med 10%. Rockwool kunne i februar præsentere et regnskab der kom ind 4% bedre end ventet i markedet med et driftsresultat på EUR 163 mio. i 4. kvartal. Fokus var dog rettet mod guidance for 2025, hvor Rockwool guider for en lav encifret omsætningsvækst i lokalvaluta og en indtjeningsmargin omkring 16%. Rockwool er dog traditionelt forsigtige i sine udmeldinger, hvorfor markedet spekulerer i, at Rockwool vil slutte året med en indtjeningsmargin, der er væsentlig højere. Vi vurderer dog, at guidance er knap så konservativ som den plejer at være. Vi vil derfor være varsomme med at antage, at Rockwool kan løfte profitabiliteten yderligere.

Meget tyder på at nybygningsaktiviteten har bundet ud

Meget tyder på, at nybygningsaktiviteten i Europa har bundet ud med spæde tegn på bedring i dele af Europa, mens antallet af byggetilladelser i Tyskland og Frankrig fortsætter med at falde, om end i et langsommere tempo. Det værste ser således ud til at være overstået, men Rockwool forventer ingen nævneværdig bedring i 2025. Der er derfor ikke udsigt til megen volumen-vækst i 2025. Største risikofaktor er fortsat prisdisciplinen i markedet, hvor vi ikke kan afvise, at enkelte af konkurrenterne kan blive fristet til at sænke priserne, når efterspørgslen først vender tilbage.

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 vurderer, at det værste er ved at være overstået. Den ventede bedring i nybygningsaktiviteten lader vente dog på sig. Samtidig er aktien kørt stærkt, og vi ser derfor ikke længere noget nævneværdigt upside i aktien.

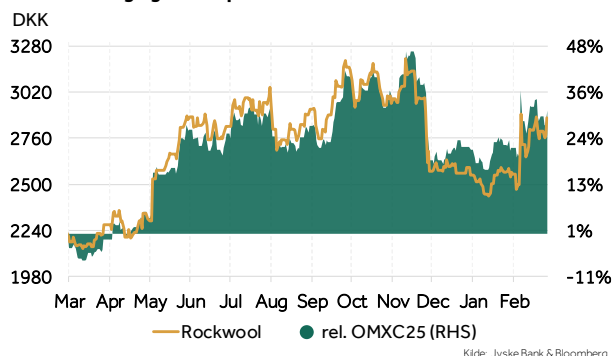
Udvalgte nøgletal

EURm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	3.855	4.023	4.265	4.521
Res. Primær drift	677	676	709	752
Nettoresultat	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)	25	25	25	26
Udbytte per aktie (EUR)	7,9	7,6	7,6	8,1
P/E (x)	14	15	15	15
K/I (x)	2,4	2,5	2,4	2,2

Kilde: Jyske Bank & Rockwool

Rockwool	Hold
Sektor	Industri
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	3000
Lukkekurs (DKK)	2830
Markedsværdi (DKK mio.)	61.727
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. bremses i bilindustrien. Rockwool har i dag 45 produktionsfaciliteter fordelt på 39 lande.

Risikofaktorer

- Opbremssning 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.

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

Royal Unibrew

- Skuffende afslutning på ellers veleksekveret 2024
- Guidance for 2025 er udmærket, men imponerer ikke

Skuffende afslutning på ellers veleksekveret 2024

I februar har bryggeriaktien haft det meget fornuftigt, hvor Unibrew er steget 8,8% sammenlignet med OMXC25, der er steget 4,4%. Ved udgangen af februar præsenterede Unibrew deres regnskab for fjerde kvartal, men i modsætning til de første tre kvartaler af 2024 skuffede Unibrew i fjerde kvartal. Det var hverken omsætningen eller indtjeningen, der kunne leve op til markedets forventninger, hvor nøgletallene skuffede henholdsvis 2,6% og 7,8% sammenlignet med konsensus.

Guidance for 2025 er udmærket, men imponerer ikke

Unibrew forventer i 2025 en salgsvækst på 5-7 %, svarende til en omsætning på 15,8-16,0 mia. kr., hvor konsensus forventer 4,7 % og 15,8 mia. kr., Yderligere udmelder Unibrew, at de forventer en EBIT-vækst på 7-13 %, svarende til en EBIT på 2.100-2.225 mio. kr. og konsensus forudser 8,7 % og 2.176 mio. kr. Vi anser forventningerne til 2025 som fornuftige, men uden at imponerer. I 2025 igangsætter Unibrew et aktietilbagekøbsprogram på 250 mio. kr., som løber frem til midten af august.

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.

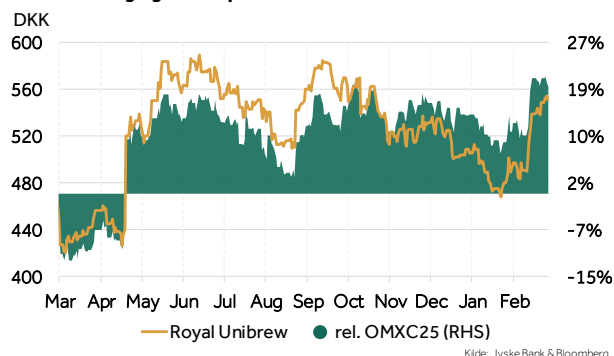
Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	15.036	16.017	16.651	17.303
Res. Primær drift	1.968	2.186	2.360	2.529
Nettoresultat	1.494	1.500	1.639	1.786
Balance sum	17.886	18.556	19.507	20.540
Egenkapital	6.408	6.848	7.668	8.561
Indtjening per aktie (DKK)	29	30	33	36
Udbytte per aktie	15	16	16	18
P/E (x)	19	18	16	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)	540,5
Markedsværdi (DKK mio.)	27.660
Jyske Quant	Q3
Value score	Q3
Quality score	Q2
Momentum score	Q4

Kursudvikling og relativ performance



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 indtelt 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

- Et lidt sløjt 4. kvartalsregnskab er nu vand under broen
- Motorskader i Danmark forsætter interessant trend

Et lidt sløjt 4. kvartalsregnskab er nu vand under broen

Tryg-aktien har set en fin stigning i februar måned på 7,8%, hvilket dermed bringer aktien tilbage på det niveau som aktien handlede på før Trygs lidt skuffende 4. kvartalsregnskab. Vi vurderede også umiddelbart efter regnskabet, at værdiansættelsen i Tryg-aktien var tiltagende attraktiv, hvilket investorerne formentligt har været enige i, og aktien handler nu igen på mere fair indtjeningsmultipler sammenlignet med de nordiske konkurrenter.

Motorskader i Danmark forsætter interessant trend

Tal for takserede motorskader i Danmark viste et fald på 5,6% å/å i januar måned. Dette bekræfter, at opbremsningen i skadesfrekvensen som vi så i 2. halvår 2024 er fortsat ind i 2025. Hvis denne udvikling fortsætter, vil det alt andet lige komme Tryg og de øvrige skadesforsikringselskaber til gode, da det vil lægge en dæmper på erstatningsudgifterne uden at de allerede initierede prisstigninger for at modvirke skadesinflationen bliver rullet tilbage – dermed vil skadesforsikringselskaberne få et pænt boost til forsikringsindtjeningen ved en fortsat faldende skadesfrekvens.

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 vil blive præsenteret på kapitalmarkedsdagen i december. Tryg er ikke dyrt priset 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.

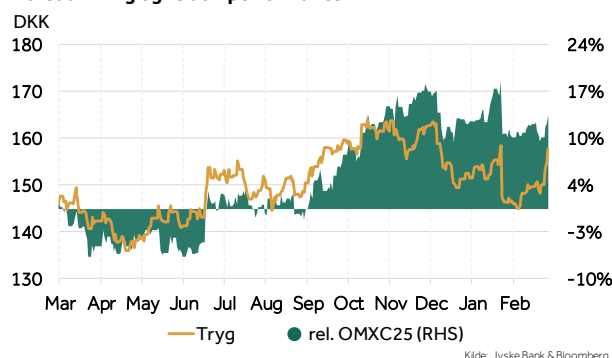
Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Bruttopræmieindtægter	38.596	40.415	42.133	43.321
Teknisk resultat	7.324	7.616	7.891	8.103
Nettoresultat	4.813	5.160	5.351	5.565
Balance sum	104.375	115.149	117.836	119.474
Egenkapital	37.232	36.064	35.234	34.494
Indtjening per aktie (DKK)	8	8	9	9
Udbytte per aktie	8	8	8	9
P/E (x)	20	19	18	17
K/I (x)	0	10	10	11

Kilde: Jyske Bank & Tryg

Tryg	Hold
Sektor	Finans
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	170
Lukkekurs (DKK)	157,3
Markedsværdi (DKK mio.)	97.082
Jyske Quant	-
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).
- Lavere investeringsafkast i takt med en normalisering af afkastet på f.eks. aktier.
- Lavere afløbsresultat.

Senior Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

Vestas

- Eksekveringen i 4. kvartal lover godt for fremtiden
- Usikkerheden øget, men afspejlet i aktiekursen

Eksekvering i 4. kvartal lover godt for fremtiden

Vestas er kommet fornuftigt fra start i år med et afkast på 2% år til dato. Siden sidst har Vestas aflagt regnskab, der viste en overraskende stærk afslutning på året med en markant forbedring i profitabiliteten i turbine-forretningen, hvor overskudsgraden var tilbage på det højeste niveau siden 2017. Det bekræfter os i, at Vestas er på rette vej i forhold til at forbedre indtjeningsniveauet i 2025, i takt med at selskabet begynder at eksekvere på ordrer taget ind på højere priser. Usikkerheden er dog fortsat stor, primært relateret til øget aktivitet i offshore forretningen, hvor Vestas kommer til at investere massivt i indkøringen af produktionen på selskabets nye offshore mølle. Vestas guider derfor for en omsætning på EUR 18-20 mia. i 2025 og en EBIT-margin på 4-7%.

Usikkerheden øget, men afspejlet i aktiekursen

Vestas står med en rekordhøj ordrebog, hvilket lover godt for aktivitetsniveauet de kommende år. Usikkerheden er dog øget med Trump ved magten, og vi kan ikke afvise, at der kan ske ændringer i skatterabatordningen på vedvarende energi, hvilket sammen med eventuelle tariffer kan få en indvirkning på Vestas' indtjening. Det er dog i vores optik allerede afspejlet i aktiekursen, der er blevet halveret gennem det seneste år. Vi forbliver derfor købere af aktien i forventning om et pænt marginløft hen over de kommende år i takt med at Vestas begynder at eksekvere på ordrer, der er taget ind på højere priser.

Investeringscase

Vestas er godt på vej i forhold til at genetablere indtjeningsniveauet 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 indtjeningsniveauet 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. 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.

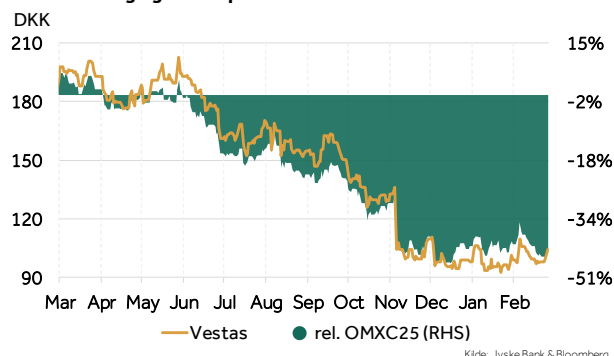
Udvalgte nøgletal

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	16	11	9
K/I (x)	4,0	3	3	2,0

Kilde: Jyske Bank & Vestas

Vestas	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	165
Lukkekurs (DKK)	102,35
Markedsværdi (DKK mio.)	105.077
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 (31-01-2025)

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	12685 (DKK)	14000 (DKK)	11500 (DKK)	07-02-2025	Køb	Hold	07-02-2025	Morten Holm Enggaard
Alm Brand	16,12 (DKK)	16 (DKK)	-	-	Hold	Køb	06-02-2025	Anders Haulund Vollesen
Carlsberg	906,4 (DKK)	1050 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Coloplast	776,4 (DKK)	950 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Danske Bank	243,6 (DKK)	255 (DKK)	245 (DKK)	10-02-2025	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Demant	258,8 (DKK)	320 (DKK)	330 (DKK)	06-02-2025	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
DSV	1427,5 (DKK)	1650 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Morten Holm Enggaard
Genmab	1614,5 (DKK)	2400 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
GN Store Nord	128,8 (DKK)	170 (DKK)	175 (DKK)	07-02-2025	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
Netcompany	295 (DKK)	325 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Anders Haulund Vollesen
NKT	491,2 (DKK)	610 (DKK)	615 (DKK)	24-02-2025	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
Nordea	94,06 (DKK)	100 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Novo Nordisk	641,8 (DKK)	925 (DKK)	850 (DKK)	06-02-2025	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Novonesis	427 (DKK)	575 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Haider Anjum
Pandora	1240 (DKK)	1300 (DKK)	1100 (DKK)	07-02-2025	Hold	-	-	Janne Vincent Kjær
Rockwool	2830 (DKK)	3000 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Janne Vincent Kjær
Royal Unibrew	540,5 (DKK)	590 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Tryg	157,3 (DKK)	170 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Anders Haulund Vollesen
Vestas	102,35 (DKK)	165 (DKK)	170 (DKK)	06-02-2025	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. 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 enkeltsekskaber 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 enkeltsekskaber

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 sekskaber målt på markedsværdi. Gennem en kvantitativ analyse scores sekskaberne ud fra 23 nøgletal og rangeres efterfølgende inden for tre klassiske og veldokumenterede faktorer:

- Value – aktien er relativt billig i forhold til de øvrige sekskaber.
- Quality – aktien har relativt lav risiko og høj kvalitet i forhold til de øvrige sekskaber.
- Momentum – aktien er attraktiv i forhold til de øvrige sekskaber, 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 sekskaberne inden for fem kvintiler. Kvintilet Q1 er de 20 % bedst scorende sekskaber, altså dem med den højeste samlede score. Kvintilet Q5 er omvendt de 20 % dårligst scorende sekskaber 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 sekskabernes typiske kapitalstruktur. Samtidig er der store forskelle mellem industrierne inden for disse sektorer. Jyske Bank foretager ikke en fundamental vurdering eller en risikovurdering af sekskabet, hvorfor der ej heller stilles et kursmål for aktien.

Fundamentale anbefalinger på enkeltsekskaber

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 sekskabet.

Jyske Bank anvender en eller flere af følgende modeller:

- Discounted cash flow model (DCF-model): I denne model værdiansættes sekskabet på baggrund af de forventede fremtidige frie pengestrømme, som sekskabets drift genererer. Værdiansættelsen opdeles i hhv. en budgetperiode, bestående af 10 år, en mellempriode, hvori det antages, at sekskabet vil være i stand til at opretholde sin konkurrencemæssige fordel og en terminalperiode. Beregningen af værdien i budgetperioden og mellemprioden 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 sekskabets fundamentale værdi. Ifølge denne modell er værdien af et sekskab den tilbage-diskonterede 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 koncernsekskab bestående af flere forskellige forretningsområder kan en sum-of-the-parts værdiansættelse benyttes, hvor sekskabets værdiansættes med udgangspunkt i værdien af de enkelte forretningsområder, der fastsættes på baggrund af sammenlignelige sekskabers nøgletal.
- Markedsstemning: Anbefalingen og kursmålet justeres endvidere for den forventede nyhedsstrøm og markedsstemning baseret på branchekendskab samt sekskabsspecifikke 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 enkeltsekskaber

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

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

Bemærk, at ovenstående beskrivelse af anbefalingsbegreberne er gennemsnitsbetragtninger. Det er derfor stadig muligt, at sekskaber i eksempelvis Q5 klarer sig bedre end markedet, mens der ligeledes også er muligt, at sekskaber 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 enkelt-fondskoder 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-, marked-, 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.