

29/05/2026 11:00

Danske Aktier



Indholdsfortegnelse

A.P. Møller - Mærsk	3
Alm. Brand	4
Carlsberg	5
Coloplast	6
Danske Bank	7
Demant	8
DSV	9
Genmab	10
GN Store Nord	11
ISS	12
Netcompany	13
NKT	14
Nordea	15
Novo Nordisk	16
Novonesis	17
Pandora	18
Rockwool	19
Royal Unibrew	20
Tryg	21
Vestas	22
Danske aktier – Ændringer siden sidst (30-04-2026)	23

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

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

Jyske Bank A/S

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

A.P. Møller - Mærsk

- Stærk start på året, men den rigtige eksamen venter
- Kompenserer fragtraterne for højere omkostninger?

Stærk start på året, men den rigtige eksamen venter

Mærsk har fået en stærk start på året, hvor samtlige divisioner i Q1'26 præsterede bedre end ventet. Til gengæld betød de 14% lavere fragtrater år/år, at indtjeningen for Ocean-divisionen endte på USD -192 mio., men samlet set formåede Terminals og Logistics dog at opveje indtjeningstab. Q1'26 er dog allerede gået i glemmebogen, for nu venter den rigtige eksamen her i Q2 og Q3, hvor den fulde effekt fra krigen i Mellemøsten kan mærkes. I første omgang fastholder Mærsk som ventet, guidance for 2026, hvor de sigter efter en global containervolumenvækst på mellem 2-4%, et EBITDA-resultat på USD 4,5-7 mia. samt et EBIT-resultat på USD -1,5 til +1 mia.

Kompenserer fragtraterne for højere omkostninger?

Krigen i Mellemøsten bliver altså afgørende for, hvor helårsresultatet ender. Mærsk oplever i 1. kvartal 2026, at de stigende fragtrater hen mod slutningen af kvartalet, de indførte midlertidige brændstof- og krigsrisikotillæg samt disciplineret bunkerhåndtering har været med til at kompensere for de højere brændstofomkostninger, der i kvartalet løb op i omkring USD 1,5 mia. Der er selvfølgelig fortsat stor usikkerhed, især relateret til brændstofpriserne, og netop brændstofomkostningerne bliver afgørende for den samlede indtjeningseffekt.

Investeringscase

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

Udvalgte nøgletal

USDm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	53.988	50.941	50.068	51.298
EBIT	3.500	-942	-1.886	-1.261
Net Profit	2.915	-260	-583	-369
Balance sum	82	97	79	110
Egenkapital	56.696	56.580	58.046	55.528
Indtjening per aktie (USD)	184,2	-16,4	-36,8	-23,3
Udbytte per aktie (USD)	480,0	150,0	150,0	150,0
P/E (x)	0,0	n/m	n/m	n/m
K/I (x)		0,7	0,7	0,7

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

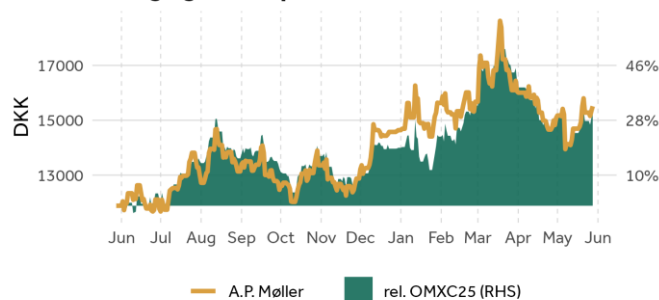
A.P. Møller - Mærsk

Sælgt	
Sektor	Industri
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	10.000
Lukkekurs (DKK)	15.510
Markedsværdi (DKK mio.)	241.799

Jyske Quant

Q4	
Value score	Q1
Quality score	Q5
Momentum score	Q4

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Aktieanalytiker, Haider Anjum

Alm. Brand

- Flad udvikling i maj måned
- Kølvandet på arbejdsskadesagen

Flad udvikling i maj måned

Alm. Brand-aktien har haft en afdæmpet maj måned med en stigning på 0,7% mod 1,8% for OMX C25. Aktien var ellers pænt oppe tidligere på måneden, men afgav fremgangen igen mod slutningen. Udviklingen skal ses i lyset af kursfaldet i slutningen af april i forbindelse med regnskab og arbejdsskadesagen. Bekymringen herfor er siden aftaget en smule, og sammen med et aktietilbagekøbsprogram gav det et midlertidigt løft i aktien. Aktien er nu nede med 3,7% for året mod en positiv udvikling på 0,6% for OMX C25.

Kølvandet på arbejdsskadesagen

Aktien kom under pres ovenpå Højesterets afgørelse, hvor forsikringsbranchen kom ud som taberne i sagen om arbejdsskadesagen i slutningen af april. I samme forbindelse var Alm. Brand ude og reducere deres aktietilbagekøbsprogram med DKK 500 mio. – og noget tyder på, at markedet har fokuseret på konsekvensen i forhold til kapitalbuffer og udlodningsevne. Her er det positivt, at Alm. Brand allerede i starten af maj igangsætter kapitaludlodningen, på trods af, at det allerede var flaget. Dette kan nemlig tolkes som et stærkt signal om, at ledelsen fortsat ser de finansielle konsekvenser som håndterbare.

Investeringscase

Alm. Brand er i gang med at levere på sin strategiperiode frem mod 2028, hvor det overordnede mål er et forsikringsresultat på DKK 2,35 mia. Alm. Brands succes med at levere på synergier og målsætninger ifm. seneste strategiperiode øger troværdigheden omkring indfrielsen af de igangværende mål. Forsikringssektoren har været igennem en række år med kraftige prisstigninger, men udsigterne ser nu mere afdæmpede ud, og det vil i højere grad være evnen til at tiltrække nye kunder og mersalg der vil drive præmievæksten – noget Alm. Brand bør have gode muligheder for bl.a. med sine lukrative bankpartnerskabsaftaler. På trods af risikoen for disruption af forsikringsprodukter fra AI og særligt selvkørende teknologi indenfor motorforsikring, og en kommende afgørelse af arbejdsskade-forsikringssagen, anser vi aktiens nuværende værdiansættelse som for lav, både relativt til gruppen af børsnoterede nordiske forsikringsselskaber samt ud fra et fundamentalt perspektiv. Vi ser derfor kurspotentialitet som attraktivt i øjeblikket

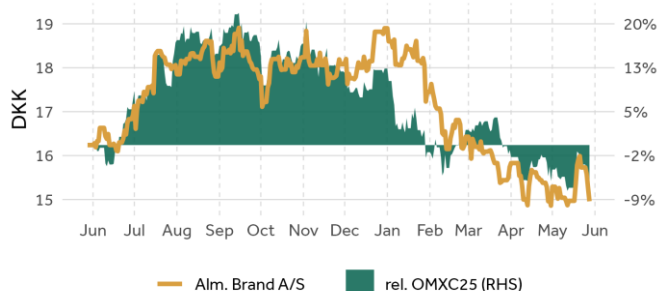
Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Bruttopræmieindtægter	11.790	12.124	12.593	13.064
Teknisk resultat	1.913	1.492	2.225	2.403
Nettoresultat	1.353	828	1.432	1.567
Balance sum	32.022	34.352	37.143	37.816
Egenkapital	12.368	12.078	11.875	11.768
Indtjening per aktie (DKK)	0,9	0,6	1,1	1,2
Udbytte per aktie	0,7	0,7	0,8	0,9
P/E (x)	16,5	25,4	14,1	12,5
K/I (x)	1,7	1,7	1,6	1,6

Kilde: Jyske Bank & Alm. Brand

Alm. Brand	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	18,5
Lukkekurs (DKK)	15
Markedsværdi (DKK mio.)	21.737
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Aktieanalytiker, Anders Haulund Vollesen

Carlsberg

- Udvidet partnerskab med PepsiCo styrker profilen
- Scenen er sat til børsnotering i Mumbai

Udvidet partnerskab med PepsiCo styrker profilen

Den skepsis, der har været omkring Carlsbergs omstilling til en multibeverage-profil, må efterhånden være forduftet, og vi vurderer da også, at denne strategisk succesfulde beslutning i stigende grad vil blive reflekteret i værdiansættelsen over tid. Det udvidede samarbejde med PepsiCo i Norden muliggør en stærkere route-to-market-strategi, åbner op for et tættere samarbejde om produktlancering og innovation samt realisering af omkostnings- og cross-border-synergier. Multibeverage-tilgangen øger Carlsbergs forhandlingsposition over for kunderne, samtidig med at det øger attraktiviteten af Carlsbergs samlede produktportefølje.

Scenen er sat til børsnotering i Mumbai

Baseret på vores estimater kan en børsnotering på 25% af Carlsbergs indiske forretning indbringe lige omkring DKK 9 mia., hvilket kan bringe gældsgraden ned til 2,7x, altså markant tættere på målsætningen på 2,5x NIBD/EBITDA. Lægger man så gældsnedbringelsen fra udstedelse af hybridobligationer oveni, så ser vi, at Carlsberg kan påbegynde aktietilbagekøb hen mod slutningen af året. Vi vurderer således, at det blot er et spørgsmål om tid, før en børsnotering bliver en realitet. Det åbner nemlig også yderligere op for det indiske marked, der er et enormt interessant marked, da halvdelen af Indiens befolkning er under 30 år – altså lige omkring 750 mio. mennesker.

Investeringscase

Carlsberg står stærkt som en defensiv kvalitetsaktie med en veldokumenteret track record. Den strategiske udvidelse af produktporteføljen, fokus på premium- og specialøl, investeringer i marketing, øget investeringer i Asien, Pepsi-licensen i Kasakhstan og Britvic-synergier skaber grobund for en robust volumenudvikling, hvilket lægger et godt fundament for aktiens udvikling. Vi anerkender, at der fortsat er en række usikkerhedspunkter, heriblandt udviklingen i Asien og forbrugertilliden i Europa, men Carlsberg har i årtier bevist imponerende omkostningsstyrke og evne til at navigere i volatile markeder med en rolig hånd. Alt dette understøtter målsætningen om en organisk salgsvækst på 4-6% frem mod 2027 – som en del af SAIL'27-strategien.

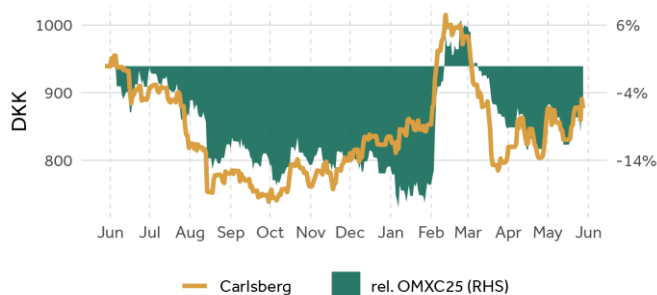
Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	89.095	93.136	96.963	100.754
EBIT	13.996	14.524	15.417	16.271
Net Profit	6.978	9.370	10.164	10.883
Balance sum	153.955	156.005	157.073	158.055
Egenkapital	30.676	31.992	32.428	32.824
Indtjening per aktie (DKK)	44,4	61,8	67,4	72,4
Udbytte per aktie (DKK)	24,4	31,4	34,1	36,5
P/E (x)	15,7	11,7	10,8	10,1
K/I (x)	3,6	3,7	3,6	3,6

Kilde: Jyske Bank & Carlsberg

Carlsberg	Køb
Sektor	Stabilt forbrug
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	1.000
Lukkekurs (DKK)	877
Markedsværdi (DKK mio.)	123.012
Jyske Quant	Q4
Value score	Q2
Quality score	Q4
Momentum score	Q4

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

Carlsberg er et af verdens største bryggerier med en produktpalette på mere end 700 produkter, fordelt på 140 brands og en tilstedeværelse i 150 lande. Topbrandsene Carlsberg og Tuborg er blandt de mest populære øl i Europa. Foruden traditionelle øl producerer Carlsberg også specialøl som ale, ciders og alkoholfri øl. Carlsberg har størst eksponering mod det stagnerende vesteuropæiske ølmarked, men vækstmarkederne i Asien fylder mere og mere. Carlsberg sætter fokus på at give tilbage til samfundet, hvilket sker ved deres "Together Towards Zero"-program. Programmet sætter fokus på reduktion af kulstof samt vandforbruget. De største konkurrenter er Heineken og Anheuser-Busch InBev.

Risikofaktorer

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

Senior Aktieanalytiker, Haider Anjum

Coloplast

- Coloplast regnskab uden nye overraskelser
- Gavin Wood afventer strategiske meldinger

Coloplast regnskab uden nye overraskelser

Lidt medvind til en ellers meget presset Coloplast-aktie, som steg 1,0% i maj, men fortsat er faldet 27% år til dato. Efter nedjusteringen og pre-annonceringen i slutningen af april bød halvårsregnskabet ikke på nye overraskelser. Regnskabet blev derfor i høj grad en bekræftelse af de udfordringer, markedet allerede havde fået indblik i – særligt svagheden i fiskeskindsfretningen Kerecis. Et centralt tema på regnskabet var fortsat omkostningsinflation på plast som følge af urolighederne i Mellemøsten. Coloplast har indregnet en modvind på 1%-point fra stigende råvarepriser, og afviser, at situationen minder om inflationsniveauerne i 22/23. Coloplast bekræfter, at de har modtaget meldinger fra distributører om prisstigninger på plast, men at disse kan håndteres inden for guidance.

Gavin Wood afventer strategiske meldinger

Regnskabet var debut for Coloplasts nye CEO Gavin Wood, der blev kastet for løverne blot 11 dage efter han tiltrådte. Gavin Wood fik meget fokus og blev presset på både den strategiske retning og de langsigtede finansielle mål, men svarede meget politisk korrekt og forsigtigt – markedet vil gerne have klare svar, men disse udeblev (og hvad kan man forvente af en mand, der har haft jobbet i 11 dage). Wood lagde vægt på, at han først skal gennemføre en 90-dages gennemgang for at lære organisationen og forretningen bedre at kende. Den største usikkerhed er derfor fortsat, om de langsigtede mål kan fastholdes, og om den nye ledelse vil justere retningen.

Investeringscase

Efter en lang periode med skuffelser indpriser markedet pt. mange negative elementer, og blot fraværet af flere negative nyheder kan styrke aktien. Udfordringerne er ikke ovre for Coloplast, og markedet er bekymret for en kommende nedjustering af de mellemlange forventninger. Derudover er der fortsat usikkerhed omkring regulatoriske ændringer i USA, råvareprisstigninger pga. situationen i Mellemøsten og told, men vi anser risk/reward i aktien for attraktiv. Samtidig er værdiansættelsen mere attraktiv end tidligere (både absolut og relativt). Fuld genvinding af markedets tillid kræver beviser på fremgang – execution is key.

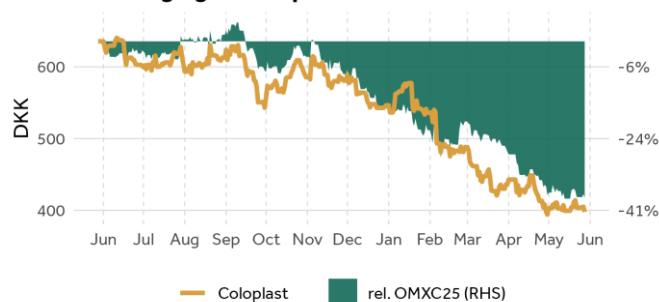
Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	27.874	28.754	30.691	32.779
EBIT	7.201	4.596	8.240	8.883
Net Profit	3.636	3.132	5.812	6.325
Balance sum	48.367	46.690	48.027	49.526
Egenkapital	16.083	16.866	18.110	19.507
Indtjening per aktie (DKK)	16,2	13,9	25,9	28,1
Udbytte per aktie (DKK)	23,0	10,4	18,1	19,7
P/E (x)	33,6	28,1	15,1	13,9
K/I (x)	7,6	5,3	4,9	4,6

Kilde: Jyske Bank & Coloplast

Coloplast	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	530
Lukkekurs (DKK)	397,7
Markedsværdi (DKK mio.)	90.755
Jyske Quant	Q4
Value score	Q3
Quality score	Q4
Momentum score	Q4

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Aktieanalytiker, Henrik Hallengreen Laustsen

Danske Bank

- Robust forretningsmodel understøtter aktien
- Stærkt 1. kvartal relativt til peergruppen

Robust forretningsmodel understøtter aktien

Danske Bank-aktien har i maj måned set en stigning på 1% mod en stigning i OMX C25 på 1,8%. Der har ikke været meget nyt fra selskabet i denne måned, og kursudviklingen skal altså i overvejende grad tilskrives en fortsat positiv investorinteresse og syn på bankens indtjeningsevne, lave nedskrivninger og solid kapitaludlodningsprofil, vejlet op mod fortsat geopolitisk uro. Efter flere års markante kursstigninger handler Danske Bank-aktien efterhånden på et niveau, hvor den billige prisfastsættelse ikke længere skrider til himlen, men dog på et niveau, hvor investorer stadig kan se frem til et solidt løbende udlodningsafkast.

Stærkt 1. kvartal relativt til peergruppen

Bankregnskabsæsonen for 1. kvartal viste et blandet billede, hvor topinjevæksten generelt udeblev for bankerne i Norden. Danske Bank skilte sig dog positivt ud som den eneste bank med vækst i nettorenteindtægterne og i samlede indtægter sammenlignet med samme periode sidste år. Samtidig ser de højere renteforventninger endnu ikke ud til at være fuldt afspejlet i konsensusestimaterne, hvilket kan give yderligere medvind til nettorenteindtægterne, hvis renteforventningerne i markedet holder. Samlet set understøtter det potentialet i Danske Bank-aktien, selvom banken fortsat skal løbe en smule stærkere resten af året for at indfri midtpunktet af guidanceintervallet på et resultat efter skat på DKK 22-24 mia.

Investeringscase

Danske Bank arbejder hen mod at levere en egenkapitalforrentning på 14,5% og en omkostningsprocent på under 43% i 2028. Vi ser gode forudsætninger for at disse mål kan indfries, under en forudsætning om fortsat udlånsvækst-momentum og en stram omkostningskontrol undervejs, blandt andet med positivt bidrag fra AI-udrulning på tværs af organisationen. Vi ser plads til et højt encifret udlodningsafkast ved de nuværende indtjenings- og kapitalforventninger. Med en underliggende vækst på 3-4% oveni de kommende år finder vi afkast-potentialet i aktien attraktivt. Værdiansættelsen af aktien, målt på P/E- eller P/B-multiplier ser vi som fair i forhold til den indtjenings- og udlodningsevne banken har udsigt til at kunne levere de kommende år.

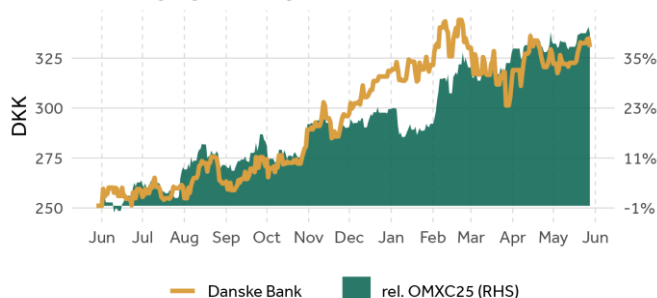
Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Indtjening før skat	30.697	31.467	32.908	34.113
Nettoreultat	23.035	23.758	24.912	25.824
Balancesum	3.572.750	3.695.664	3.802.251	3.924.448
Egenkapital	181.162	176.719	182.141	183.048
Indtjening per aktie (DKK)	28	29	31	33
Udbytte per aktie	22,7	24,0	25,0	25,8
P/E (x)	11,6	11,1	10,4	9,8
K/I (x)	1,5	n.m	n.m	n.m

Kilde: Jyske Bank & Danske Bank

Danske Bank	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	375
Lukkekurs (DKK)	330,5
Markedsværdi (DKK mio.)	269.627
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

Danske Bank er den største bank i Danmark med andele på udlån og indlån mellem 25 og 30%. Danske Bank har også en betydelig international tilstedeværelse som en af de største banker i Norden med mere end 2,9 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 Aktieanalytiker, Anders Haulund Vollesen

Demant

- Stor kursstigning drevet af stærke salgstal
- Stærk lancering af Oticon Zeal lover godt for væksten

Stor kursstigning drevet af et stærke salgstal

Demant er den seneste måned steget hele 20% drevet af overraskende stærke salgstal for 1. kvartal. Samtidig var aktien understøttet af positive udmeldinger fra konkurrenten, Sonova, som meldte om begyndende tegn på bedring i markeds-væksten hen imod slutningen af kvartalet og ind i april. Derudover har vi fået positive tal fra Veteran Affairs kanalen, der viser en stigning på antallet af solgte høreapparater på 5,8% i april måned. Den solide trend, som startede i februar, er således fortsat ind i marts og april måned.

Stærk lancering af Oticon Zeal lover godt for væksten

Demant leverede overraskende stærke salgstal for 1. kvartal anført af engrossalget af høreapparater, der leverede en imponerende organisk vækst på 9%. Det vidner om en yderst succesfuld lancering af Oticon Zeal, der åbner op for, at Demant igen kan begynde at tage markedsandele – noget markedet har gået og ventet på. Demant er således godt på vej til at levere på guidance og potentielt overgå forventningerne, hvis Oticon Zeal fortsætter den stærke performance og volumen-væksten i markedet ikke falder sammen, hvilket der ikke er tegn på. Vi ser således mulighed for en opjustering senere på året. Samtidig ser vi mulighed for at der kan komme endnu et nyt produkt fra Demant senere på året, hvilket kan være med til at understøtte stemningen i aktien.

Investeringscase

Vi betragter Demant som et veldrevet selskab, der står godt positioneret til at drage fordel af den strukturelle vækst i efterspørgslen efter høreapparater. Denne udvikling understøttes af en stigende andel af ældre over 65 år og mere socialt aktive seniorer. Selv om væksten i 2025 har været negativt påvirket af øget makroøkonomisk usikkerhed, der har fået kunderne til at holde igen med at anskaffe sig et nyt høreapparat, er de langsigtede vækstudsigter intakte. Vi forventer således at se en acceleration i væksten i 2026, understøttet af lanceringen af Oticon Zeal og en helt nye høreapparatsplatform, formentlig i løbet af første halvår. Det er ikke fuldt afspejlet i prisen. Pris-sætningen ser således attraktiv ud – både i forhold til selskabets egen historik og relativt til konkurrenterne.

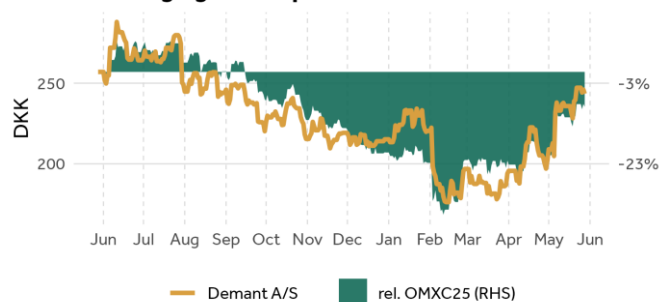
Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	22.971	26.019	27.815	29.862
EBIT	3.832	4.241	4.967	5.783
Net Profit	1.544	2.598	3.158	3.788
Balance sum	39.074	40.025	41.879	43.943
Egenkapital	9.842	13.350	16.508	17.471
Indtjening per aktie (DKK)	7,1	12,1	14,8	17,7
Udbytte per aktie (DKK)	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	34,9	20,4	16,7	13,9
K/I (x)	5,5	3,9	3,1	3,0

Kilde: Jyske Bank & Demant

Demant	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	285
Lukkekurs (DKK)	243,4
Markedsværdi (DKK mio.)	51.541
Jyske Quant	Q1
Value score	Q3
Quality score	Q2
Momentum score	Q1

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

- Øget makroøkonomisk usikkerhed kan kortvarigt påvirke efterspørgslen efter høreapparater.
- Fortsat fald i gennemsnitsprisen som følge af produktmiks, offentlige licitationer, konsolidering i forhandlernettet samt større fokus på pris.
- Tab af markedsandele i "Managed Care" segmentet i USA (forsikringsdækket støtte til køb af høreapparater)
- Fortsat konsolidering i detailledet kan mindske producenterenes 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

Aktieanalytiker, Senior Vice President, Janne Vincent Kjær

DSV

- Kapitalmarkedsdagen skal lige fordøjes
- Den langsigtede case er intakt

Kapitalmarkedsdagen skal lige fordøjes

Det har været en overraskende svag kursudvikling efter DSV's kapitalmarkedsdag, hvor to af årets usikkerheder ellers blev adresseret fint, både med hensyn til risikoen for AI-disruption og Amazons indtog på markedet. Det på trods af, at sektoren generelt har oplevet et løft, men der har ikke været noget spil-lover til DSV. Vi venter, at markedet sandsynligvis skal bruge noget tid på at fordøje kapitalmarkedsdagen, men vi ser den aktuelle værdiansættelse af DSV som en attraktiv mulighed for at få eksponering mod en markedsledende og asset-light forretning, der har en klar mulighed for fortsat at drive indtjeningsvækst i takt med, at skala og teknologi i stigende grad muliggør omkostningsoptimering.

Den langsigtede case er intakt

Den langsigtede case i DSV er intakt, under forudsætning af en fortsat solid Schenker integration, og med en succesfuld implementering af de omkostningsbesparende AI- og Tech initiativer for DKK 9 mia., er der udsigt til, at DSV som minimum kan præstere DKK 40 mia. i EBIT i 2030. Herudover ventes der aktietilbagekøb allerede fra H1 2027. Aktien handles aktuelt til en P/E i 2030 på omkring 10-11 gange, hvor DSV historisk har handlet tættere på 20x. Dette svarer til 20-25% afkast p.a. Værdiansættelsen er altså yderst attraktiv, men nu skal ledelsen bevise, at de også kan sætte handling bag ordene og levere det, der er lovet.

Investeringscase

DSV er en klar branchevinder med et effektivt og skalerbart IT-setup, en resultatorienteret performancekultur samt en aktionærvenlig ledelse, der konsekvent skaber værdi, enten gennem opkøb eller ved kapitaludlodning. Ikke nok med, at der forude venter turbulens fra toldbarrierer og skiftende handelsdynamikker så er DSV i færd med deres største integration til dato. DSV har dog gennem historien bevist, at de har de nødvendige kompetencer til effektivt at absorbere og integrere større virksomheder, men også til at præstere under volatile markedsforhold. Dette er årsagen til, at vi forventer markant indtjeningsvækst i de kommende år og et 2026 fyldt med positive kurstriggere.

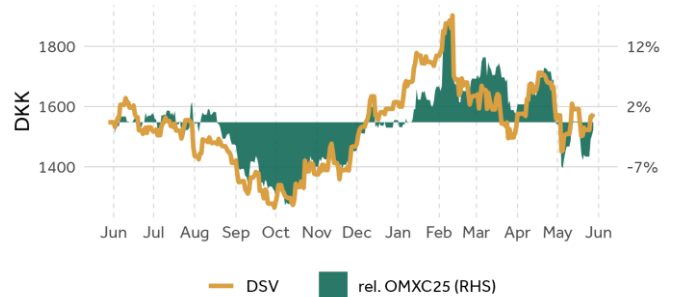
Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	247.331	290.980	294.215	300.775
EBIT	19.611	25.606	32.740	37.810
Net Profit	8.463	11.360	19.962	24.824
Balance sum	290.373	278.243	265.815	253.310
Egenkapital	117.690	137.272	157.438	177.569
Indtjening per aktie (DKK)	47,8	74,6	52,0	43,1
Udbytte per aktie (DKK)	5,4	7,2	12,6	15,7
P/E (x)	46,0	34,2	19,5	19,4
K/I (x)		2,7	2,4	2,1

Kilde: Jyske Bank & DSV

DSV	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	2.100
Lukkekurs (DKK)	1.576,5
Markedsværdi (DKK mio.)	379.061
Jyske Quant	Q5
Value score	Q3
Quality score	Q3
Momentum score	Q5

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

DSV startede som De Sammensluttede Vognmænd af 13/7 1976 A/S. 10 vognmænd skabte verdens nu fjerde-største speditør i en meget fragmenteret branche. I dag er DSV verdens tredje største leverandør af tredjeparts logistik. DSV har vist en usædvanlig evne til at skabe værdi gennem opkøb og succesfuld integration af nye kompetencer/kulturer har skabt et af branchens mest profitable selskaber.

Risikofaktorer

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

Senior Aktieanalytiker, Haider Anjum

Genmab

- Guidance fastholdes – nye produkter i fokus
- Fokus på konkurrent-data på ASCO

Guidance fastholdes – nye produkter i fokus

Efter flere udsving gennem maj sluttede Genmab-aktien med en stigning på 0,5%. Regnskabet for 1. kvartal bød ikke på større overraskelser, men bekræftede, at investorernes fokus i høj grad er rettet mod et vigtigt andet halvår på nyhedsfronten. Fokus var primært på pipelinen, hvor ledelsen igen fremstod selvsikker omkring de kommende resultater for Epkinly og Peto. Mest opmærksomhed fik beslutningen om at udvide Peto-studiet i førstelinje hoved- og halskræft fra 500 til 700 patienter. Genmab fastholdt, at ændringen skal øge sandsynligheden for succes og ikke påvirker tidsplanen, men udvidelsen skabte alligevel en vis skepsis blandt investorerne omkring Peto – tolkningen var, at resultaterne ikke var stærke nok og man derfor skulle have flere patienter for at kunne bevise en positiv effekt.

Fokus på konkurrent-data på ASCO

Den årlige kræftkonference, ASCO, den 29. maj til 2. juni, bliver næste vigtige begivenhed for Genmab, hvor fokus primært er på konkurrentdata inden for Epkinly og Peto. Overordnet set vurderer vi, at data giver små forskydninger i markedets opfattelse i konkurrencesituationen, men vi vurderer også, at Genmab-investorernes største fokus bør være på Genmabs egne data med Epkinly mod lymfekræften DLBCL og petosemtamab (peto) i hoved- og halskræft, som begge forventes i andet halvår 2026. På kræftkonferencen holder vi primært øje med Monjuvi fra Incytes, som er en konkurrent til Genmabs Epkinly og Rybrevant fra Johnson&Johnson, som er en konkurrent til Genmabs peto.

Investeringscase

En relativt attraktiv prissætning kombineret med et mere begivenhedsrigt andet halvår gør, at vi anser de nuværende kursniveauer som attraktive. Genmab bevæger sig ind i et afgørende år med seks kommende datasæt, som kan åbne for nye lanceringer fra 2027. Pipeline-produkter som Rina-S, Epkinly og Peto udgør næste vækstbølge, og positive studiedata vil øge optimismen omkring investorernes største udfordring med Genmab, nemlig hvordan Genmab vil skabe vækst i forretningen efter patentudløbet på Darzalex i 2030. Risikoen fra Darzalex-patentudløbet (i 2030) er fortsat til stede, men ledelsen er optimistisk, og vi deler denne optimisme.

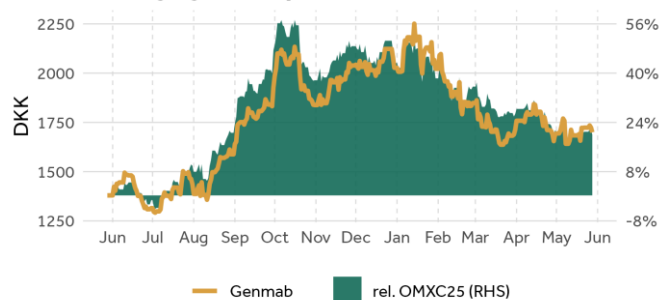
Udvalgte nøgletal

USDm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	3.720	5.185	5.766	6.327
EBIT	1.065	1.218	1.587	1.963
Net Profit	963	826	1.118	1.419
Balance sum	12.873	13.820	14.810	16.103
Egenkapital	6.100	6.926	8.044	9.463
Indtjening per aktie (USD)	14,8	12,9	17,4	22,1
Udbytte per aktie (USD)	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	17,7	21,0	15,5	12,2
K/I (x)	2,7	2,5	2,1	1,8

Kilde: Jyske Bank & Genmab

Genmab	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	2.300
Lukkekurs (DKK)	1.699,5
Markedsværdi (DKK mio.)	105.969
Jyske Quant	Q3
Value score	Q3
Quality score	Q2
Momentum score	Q3

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Aktieanalytiker, Henrik Hallengreen Laustsen

GN Store Nord

- Skuffende kvartalsregnskab sendte aktien ned i maj
- Begrænset med kortsigtede kurstriggere

Skuffende kvartalsregnskab sendte aktien ned i maj

GN Store Nord-aktien lagde stærkt fra land i maj, men optimismen forsvandt efter kvartalsregnskabet, som sendte aktien næsten 7% ned på dagen. Siden regnskabet har den negative stemning omkring aktien fortsat præget kursudviklingen, og trods den stærke start på måneden handler aktien nu fladt siden slutningen af april. Ud over det svage regnskab hersker der stadig usikkerhed om den makroøkonomiske situation, hvilket er med til at lægge pres på aktien.

Begrænset med kortsigtede kurstriggere

GN Store Nord kom med deres 1. kvartalsregnskab i starten af maj, som endnu engang ikke formåede at leve op til forventningerne i markedet. Den svage start på året vidner om, at den makroøkonomiske usikkerhed har smittet negativt af på efterspørgslen efter headsets og gaming udstyr, og krigen i Mellemøsten hjælper ikke på situationen. Risikoen på guidance er således stor og med frasalget af Hearing er GN i stigende grad afhængig af en bedring i Enterprise forretningen, hvilket ser ud til at trække ud. Vi forbliver derfor på sidelinjen indtil videre, selv om prissætningen ser attraktiv ud, hvilket bør holde en hånd under aktiekursen. Vi ser dog begrænset med kortsigtede kurstriggere, og vi har ikke store forhåbninger til resultatet i 2. kvartal.

Investeringscase

Vi har fortsat tiltro til det langsigtede potentiale i både Enterprise og Hearing- forretningen, hvilket ikke er fuldt afspejlet i prissætningen. Frasalget af Hearing gør dog, at GN er afhængig af en bedring i Enterprise-forretningen, hvor meget afhænger af den makroøkonomiske situation, der risikerer at ramme virksomhedernes investeringslyst. Risikoen på guidance er således øget, hvor GN's forventninger til Enterprise- og Gaming-forretningen i forvejen så optimistisk ud. Vi forventer fortsat, at 2025 kommer til at markere bunden med udsigt til en bedring i 2026, men upside fra eventuelle positive overraskelser i Hearing og den kommende produktplatform er nu taget ud af aktien. Vi vælger derfor at trække stikket, og sænker vores anbefaling til Hold indtil vi har større afklaring omkring indtjeningspotentialet i den tilbageværende forretning og størrelsen af engangsomkostninger forbundet med opsplitningen af selskabet.

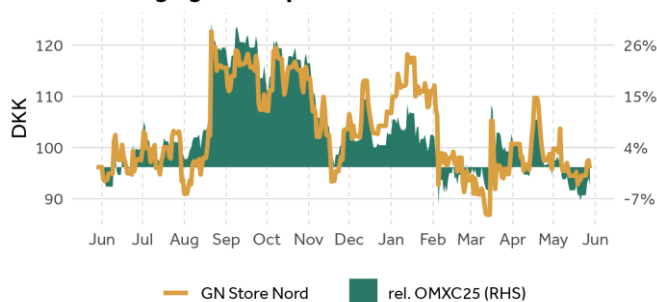
Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	9.568	9.770	10.320	10.904
EBIT	423	-472	573	830
Net Profit	708	-394	1.212	1.500
Balance sum	29.226	28.973	30.969	31.284
Egenkapital	10.898	10.536	11.650	11.029
Indtjening per aktie (DKK)	4,7	-2,6	8,0	9,9
Udbytte per aktie (DKK)	0,0	0,0	0,0	1,2
P/E (x)	22,8	-37,4	12,1	9,8
K/I (x)	1,5	1,4	1,2	1,3

Kilde: Jyske Bank & GN Store Nord

GN Store Nord	Hold
Sektor	Cyklisk forbrug
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	110
Lukkekurs (DKK)	95,9
Markedsværdi (DKK mio.)	14.479
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

GN Store Nord er en af verdens førende producenter af høreapparater, diagnostiske instrumenter og headsets, som markedsføres under brandet, Jabra. GN består af headset divisionen, GN Audio, som er verdens næststørste producent af headsets efter Plantronics, og høreapparat divisionen, GN Hearing. Høreapparaterne sælges under tre mærker: ReSound, Beltone og Interton, hvor GN Hearing er verdens 4. største producent af høreapparater med en global markedsandel på små 20%.

Risikofaktorer

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

Aktieanalytiker, Senior Vice President, Janne Vincent Kjær

ISS

- Afslutning på Deutsche Telekom-sagen
- Trading-update og flere opkøb

Afslutning på Deutsche Telekom-sagen

ISS kunne den 19. maj offentliggøre, at de har nået et forlig med Deutsche Telekom i sagen om kontraktmæssige forpligtelser, som parterne var uenige om, og hvor DTAG hidtil har tilbageholdt betalinger på DKK 600 mio. Samtidig forlænger ISS og DTAG aftalen med 6 år, som nu løber frem til 2035. I samme forbindelse kunne ISS opjustere deres forventninger til 2026, og venter nu en organisk vækst på >6% (tidligere: >5%), en justeret driftsmargin på >5,25% (tidligere: >5%) og et frit cash flow på > DKK 3,1 mia. (tidligere: > DKK 2,5 mia.). Desuden øges aktietilbagekøbsprogrammet med DKK 600 mio. til DKK 3,1 mia. Det er selvsagt to meget positive nyheder for ISS, og aktien steg også 2,8% på dagen mod et lille fald på 0,3% til OMX C25.

Trading-update og flere opkøb

ISS kunne offentliggøre deres trading-update den 5. maj, som kom ind stærkere end ventet. ISS realiserede indtægter i 1. kvartal på DKK 21.935 mio., hvilket var 1,6% bedre end ventet i markedet, og svarende til en vækst på 4,8% sammenlignet med sidste år, som i høj grad var drevet af organisk vækst på hele 7,4%. ISS-aktien steg 5% ovenpå trading-updaten. ISS var desuden i løbet af måneden aktiv på opkøbsfronten, hvor man kunne meddele, at man køber både Acteras resterende ejerandel i den tyrkiske forretning, og senere meddele, at man køber norske Toma. Opkøbene passer godt ind i ISS' forretningsmodel, men ændrer dog ikke markant på ISS' topline eller indtjening.

Investeringscase

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

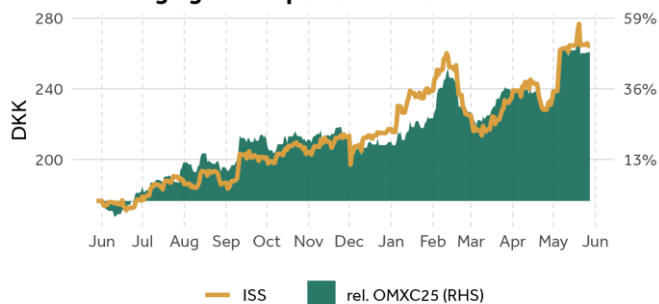
Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	83.761	84.684	88.174	92.173
EBIT	3.889	3.950	4.357	4.610
Net Profit	2.589	2.613	2.852	3.063
Total Assets	50.641	45.601	47.889	46.754
Egenkapital	11.913	10.540	10.335	10.346
Indtjening per aktie (DKK)	14,1	15,6	18,0	20,8
Udbytte per aktie (DKK)	3,1	3,3	4,0	4,6
P/E (x)	9,2	13,9	12,7	11,1
K/I (x)	2,0	4,2	4,0	3,8

Kilde: Jyske Bank & ISS

ISS	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	280
Lukkekurs (DKK)	264,4
Markedsværdi (DKK mio.)	42.304
Jyske Quant	Q3
Value score	Q2
Quality score	Q3
Momentum score	Q4

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Aktieanalytiker, Anders Haulund Vollesen

Netcompany

- 1. kvartal med stærk vækst og svag margin
- Netcompany overtager resten af Smarter Airports

1. kvartal med stærk vækst og svag margin

Netcompany kunne offentliggøre deres 1. kvartalsregnskab den 6. maj, hvor de leverede den højeste organiske vækst i flere år på 13% sammenlignet med sidste år. Dette styrkede altså casen om et markant vækstpotentiale i de europæiske markeder, drevet af selskabets produkt- og platformstrategi. EBITDA-marginen skuffede dog en smule på 14,1%, hvilket skal ses i lyset af den nylige hævede margin-guidance på 16-19% i 2026, som altså indikerer høj tiltro til et profitabilitetsløft fra AI-drevne produkter og licensindtægter i andet halvår af 2026. Netcompany-aktien faldt 5,4% på dagen og er endt med at handle fladt siden slut april mod en stigning på 1,8% for OMX C25.

Netcompany overtager resten af Smarter Airports

Netcompany kunne i starten af maj meddele, at de overtager de resterende 50% af Smarter Airports for DKK 275 mio. og får dermed fuldt ejerskab af platformen. DKK 50 mio. betales upfront i 2. kvartal 2026, mens resten afregnes frem mod 2030 i takt med, at licensindtægter realiseres. Fremadrettet konsolideres aktiviteterne fuldt, men den kortsigtede regnskabseffekt er begrænset, da indtægterne først skalerer fra 2028. Vi ser opkøbet som strategisk velbegrundet i lyset af fremdriften på AIRHART-platformen (bl.a. München og Heathrow), og prisen fremstår rimelig med to større lufthavne på vej ind.

Investeringscase

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

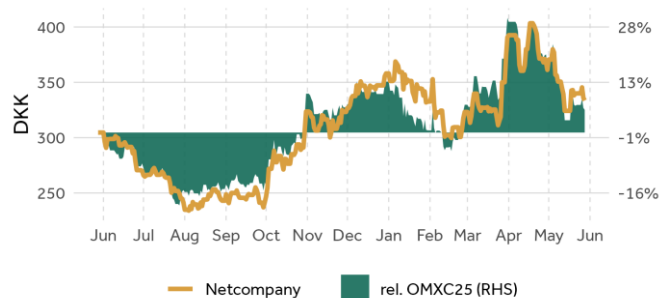
Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	7.892	9.549	10.240	10.804
EBIT	562	1.207	1.497	1.697
Net Profit	257	823	1.086	1.240
Balance sum	0			
Egenkapital	3.488	3.584	3.855	3.855
Indtjening per aktie (DKK)	5,5	18,4	25,5	31,0
Udbytte per aktie (DKK)	0,0	0,0	6,4	7,8
P/E (x)	61,4	19,6	14,1	11,6
K/I (x)	4,5	33,6	31,3	31,3

Kilde: Jyske Bank & Netcompany

Netcompany	Køb
Sektor	Information Technology
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	425
Lukkekurs (DKK)	333,6
Markedsværdi (DKK mio.)	15.346
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

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

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 Aktieanalytiker, Anders Haulund Vollesen

NKT

- Stigende fokus på elektrificeringen smitter af på aktien
- Stærk start på året, men ikke retvisende

Stigende fokus på elektrificeringen smitter af på aktien

NKT fortsatte den stærke kursudvikling i maj måned, hvilket kan tilskrives et solidt kvartalsregnskab og et fortsat fokus på udbygningen af vedvarende energi i Europa og elektrificeringen af samfundet, hvor udbygningen af datacentre stiller store krav til energiforsyningen. Det fik yderligere næring i starten af maj, hvor NKT meddelte, at de igennem partnerskabsaftalen med AKEA har haft ansvaret for at tilslutte tre nye datacentre i København til elnettet. Aftalen får ikke i sig selv den store effekt, men den vidner om, at efterspørgslen efter mellemspændingskabler er stor.

Stærk start på året, men ikke retvisende

NKT fik en stærk start på året, hvor indtjeningen i 1. kvartal kom ind små 15% bedre end ventet, drevet af en overraskende stærk profitabilitet. Vi ser dog ikke den stærke lønsomhed i 1. kvartal som retvisende for de kommende kvartaler, da indtjeningen var trukket op af en ekstraordinært stor gevinst på valutaafdækning. Samtidig flager NKT, at de står over for højere inputomkostninger de kommende kvartaler, primært relateret til plastic. Vi risikerer derfor at se en nedgang i indtjeningsevnen i 2. kvartal. Samtidig er aktien mere end fordoblet det seneste år, hvorfor vi ser begrænset upside i aktien. Vi forbliver derfor på sidelinjen, men anerkender at momentum er stærkt, hvilket sagtens kan fortsætte lidt endnu.

Investeringscase

NKT står med et attraktivt vækstpotentiale, hvor efterspørgslen efter højspændingskabler er drevet af den grønne omstilling og udbygningen af elnettet i Europa. Det er dog langt hen ad vejen afspejlet i prisen, og NKT er ikke nødvendigvis immune overfor effekterne af krigen i Mellemøsten, der risikerer at påvirke prisen på plastic og i værste fald tilgængeligheden – uden at det dog er vores hovedscenarie. Samtidig ser vi begrænset med kortsigtede kurstriggere, da 2026 ventes at blive et overgangsår med højere omkostninger til indkøring af den nye fabrik. Der er dog udsigt til et markant løft i profitabiliteten frem mod 2030 i takt med at den nye højspændingskapacitet i Karlskrona kommer op at køre og NKT begynder at eksekvere på nye, mere lønsomme ordrer, der er taget ind hen over de sidste par år. Vi skal dog ind i 2027/2028, for at vi for alvor begynder at se effekterne af den seneste tids stigende priser.

Udvalgte nøgletal

EURm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	3.565	3.604	4.394	4.824
EBIT	257	268	376	584
Net Profit	275	221	298	460
Balance sum	5.595	5.917	5.284	5.457
Egenkapital	2.193	2.414	2.541	2.435
Indtjening per aktie (EUR)	5,1	4,1	5,6	8,6
Udbytte per aktie (EUR)	0,0	0,0	1,4	1,8
P/E (x)	20,9	36,4	26,9	17,4
K/I (x)	2,6	3,1	3,0	3,1

Kilde: Jyske Bank & NKT

NKT	Hold
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	1.050
Lukkekurs (DKK)	1.057
Markedsværdi (DKK mio.)	56.782
Jyske Quant	Q3
Value score	Q5
Quality score	Q2
Momentum score	Q2

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Aktieanalytiker, Senior Vice President, Janne Vincent Kjær

Nordea

- Højere renteforventninger bliver ikke afspejlet
- Interessant træk på hensættelser til tab på udlån

Højere renteforventninger bliver ikke afspejlet

Nordea-aktien er i maj måned steget 2,7% mod en stigning på 1,8% for OMX C25. Stigningen sker på trods af en nyhedsfattig måned, og er derfor nærmere et udtryk for, at investorernes appetit på de nordiske banker fortsat er intakt. Forventningerne i markedet til renteniveauet i 2027 er steget med 81 basispoint siden 28. februar, hvilket, hvis realiseret, vil betyde et pænt løft til Nordeas nettorenteindtægter på ca. 5%. Dette er dog ikke fuldt ud afspejlet i markedet på nuværende tidspunkt, hvilket understøtter tesen om, at Nordea-aktien kan bygge videre på den positive udvikling siden 1. kvartalsregnskabet.

Interessant træk på hensættelser til tab på udlån

Nordea har som den eneste nordiske storbank i løbet af foråret valgt at tilbagerulle hele sin hensættelsesbuffer, som er det beløb banken har sat til side til endnu ikke identificerede tab på udlån som følge af makroøkonomisk usikkerhed. Det er et interessant træk, illyset af fortsat høj makroøkonomisk usikkerhed pga. krigen i Iran, men vidner samtidig om, at Nordea ikke ser situationen som akut problematisk for de nordiske økonomier. Trækket betyder dog også, at Nordea ikke kan "spise" af bufferen fremadrettet, hvis tab skulle opstå, hvilket gør de fremtidige finansielle resultater lidt mere følsomme over for den kommende tabsudvikling.

Investeringscase

Nordeas finansielle mål frem mod 2030 lyder på en egenkapitalforrentning over 15% i alle år og en omkostningsprocent på 40-42% i 2030 (ekskl. regulatoriske omkostninger). Indfrier Nordea dette, vil det placere banken som en af de mest profitable og omkostningseffektive nordiske storbanker – og med et rimeligt udlodningspotentiale undervejs. Nordeas kommercielle ambitioner er høje de kommende år, og man ventes at tage markedsandele på flere kernemarkeder og -segmenter. Vi ser dog konkurrencen om bankkunderne som høj, og det er ikke givet på forhånd at Nordea vil lykkes med sine vækstambitioner. Til gengæld ser vi bankens omkostningsplan som troværdig og de digitale skalafordele er åbenlyse for en bank som Nordea. Vi tror derfor Nordea vil lykkes med at levere en stabil høj egenkapitalforrentning på linje med den langsigtede målsætning – dette gør aktien attraktiv ved den nuværende værdiansættelse.

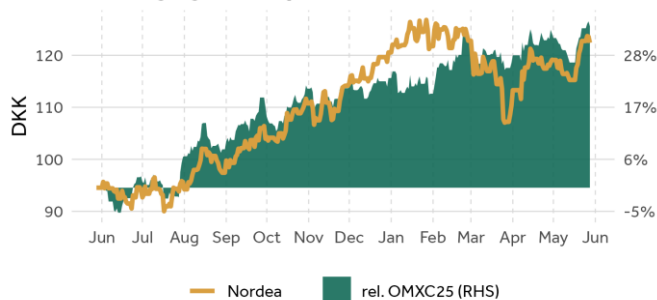
Udvalgte nøgletal

EURm	2025	2026E	2027E	2028E
Indtjening før skat	6.316	6.239	6.733	6.985
Nettoresultat	4.840	4.808	5.185	5.378
Balancesum	621.931	662.525	684.354	699.635
Egenkapital	32.419	32.800	32.489	33.321
Indtjening per aktie (EUR)	1	1	2	2
Udbytte per aktie (EUR)	1,0	1,0	1,0	1,1
P/E (x)	11,3	11,1	10,0	9,4
K/I (x)	1,7	n.m	n.m	n.m

Kilde: Jyske Bank & Nordea

Nordea	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	140
Lukkekurs (DKK)	122,4
Markedsværdi (DKK mio.)	416.503
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Aktieanalytiker, Anders Haulund Vollesen

Novo Nordisk

- Novo løfter guidance mens Wegovy pillen imponerer
- Lillys retatrutide løfter barren for Novo

Novo løfter guidance mens Wegovy pillen imponerer

Novo-aktien har fortsat den positive udvikling fra april i maj med en kursstigning på 7,8%. Den største nyhed i maj var regnskabet for 1. kvartal, hvor Novo hævdede forventningerne til 2026 en lille smule – men lidt har også ret ifølge investorerne. De løftede forventninger var drevet af en succesfuld lancering af Wegovy-pillen, som slog forventningerne markant i 1. kvartal – dog hjulpet af lageropbygning hos salgspartnere. Yderligere var aktiens positive stemning skabt fortsatte fornuftige recepttal fra Wegovy-pillen og mindst lige så vigtigt, at lanceringen af Eli Lilly's pille er noget undervældende. Sidst i maj var der godt nyt til de europæere som også gerne vil have fingrene i Wegovy-pillen eftersom EU anbefalede en godkendelse af Wegovy-pillen og højdosis Wegovy på 7,2 mg, hvor endelig godkendelse nu afventes. Alt var dog ikke positivt, da den amerikanske Højesteret afviste at behandle industriens IRA-sager, hvilket fjerner en potentiel, men usandsynlig, upside.

Lillys retatrutide løfter barren for Novo

En anden negativ Novo-nyhed i maj kom, da Eli Lilly annoncerede stærke fase 3-data fra TRIUMPH-1-studiet med retatrutide, den mulige arvtager til Zepbound. På højeste dosis opnåede patienterne et gennemsnitligt vægttab på 28,3% efter 80 uger, mens 45,3% tabte mindst 30%. Det løfter barren for Novos pipeline, herunder CagriSema og Zenagamtide (Amycretin). Bivirkningsprofilen var dog relativt tung på høj dosis med en høj forekomst af kvalme, diarré og opkastninger, hvilket kan begrænse målgruppen. Lav dosis viste omvendt 19% vægttab med færre bivirkninger. På den årlige amerikanske diabetes-konference (ADA) bliver fokus særligt flere detaljer fra TRIUMPH-1 samt Novos egne CagriSema data.

Investeringscase

Væksthistorien har været presset efter skuffende CagriSema-data, prispres og stigende konkurrence. Vækstcasen afhænger nu i høj grad af Wegovy-pillen og pipeline-produkterne, som skal genopbygge markedets tillid. Samtidig er der udsigt til få oplagte nyheder i pipelinen i den kommende tid samt øget konkurrence fra Lillys lancering af deres vægttabspille – hvorfor aktien vil bevæge sig sidelæns. Et stemningsskifte kræver tydelig bedring i recepttallene for Wegovy og Ozempic, skuffelser fra Eli Lilly, enten studieresultater eller ved lancering af vægttabspillen.

Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	309.064	282.173	284.479	326.687
EBIT	127.658	113.351	115.558	133.454
Net Profit	102.434	110.812	87.606	101.332
Balance sum	542.902	563.316	552.456	590.122
Egenkapital	194.047	238.096	232.620	250.726
Indtjening per aktie (DKK)	23,1	24,9	19,7	22,8
Udbytte per aktie (DKK)	11,6	14,7	10,8	12,5
P/E (x)	14,1	10,9	13,7	11,9
K/I (x)	7,4	5,5	5,6	5,2

Kilde: Jyske Bank & Novo Nordisk

Novo Nordisk	Hold
Sektor	Sundhed
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	305
Lukkekurs (DKK)	293,6
Markedsværdi (DKK mio.)	1.310.924
Jyske Quant	Q2
Value score	Q2
Quality score	Q1
Momentum score	Q5

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

- Hurtigere end forventet udrulning af Mounjaro presser væksten i Ozempic i diabetes og/eller Wegovy for fedme, hvis de anvendes off-label.
- Værre end forventet prispres pga. f.eks. regulering, biosimilær konkurrence, patentudløb.
- Skuffende 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 Aktieanalytiker, Henrik Hallengreen Laustsen

Novonesis

- Stærk start på året åbner for en mulig opjustering
- Iran-krigen kan være efterspørgselskatalysator

Stærk start på året åbner for en mulig opjustering

Det er case confirmed for os både på kort og lang sigt efter et solidt regnskab for Q1'26. Regnskabet for Q1'26 bekræfter, hvor modstandsdygtig og solid Novonesis' forretning er, mens vi hæfter os ved, at selskabet formår at hæve priserne over for kunder selv i et generelt udfordret marked, hvor konkurrenterne ikke er i stand til at gøre netop dette. Med tanke på den solide start på året, ingen direkte eksponering mod Mellemøsten, allerede indregnet forbrugersvaghed i 2. halvår i guidance samt en fortsat solid underliggende efterspørgsel på tværs af samtlige divisioner, ser vi en øget sandsynlighed for, at Novonesis opjusterer forventningerne senere i år.

Iran-krigen kan være efterspørgselskatalysator

Novonesis har ingen direkte eksponering mod Mellemøsten, hvor salget til regionen udgør under 1% af det samlede salg. Ellers ses krigen i Mellemøsten faktisk som en katalysator for efterspørgslen på tværs af divisionerne, særligt inden for Energy, hvor flere lande ønsker brændstof-forsyningsikkerhed og derfor kigger ind i alternative og diversificerede løsninger, herunder bioætanol og biodiesel. Væksten inden for Food & Beverages vil være drevet af krydssalgssynergier og en fortsat stigende efterspørgsel efter højprotein yoghurtløsninger, fermenterede mælkeprodukter og oste. Human Health vil ligeledes være understøttet af krydssalgsskemaer, mens salget af HMO'er og probiotiske løsninger ligeledes bidrager positivt.

Investeringscase

Måler man Novonesis' værdiansættelse op imod de nærmeste konkurrenter hersker der ingen tvivl om, at aktien er dyrt prissat. Selskabets vækst- og marginprofil er dog best-in-class, hvilket retfærdiggør, at aktien handler med en væsentlig præmie, også højere end historiske niveauer. Med en velgennemført fusion vil et forstærket fokus på at høste frugterne af de mange megatrends, som Novonesis er eksponeret mod, gøre dem i stand til at fortsætte væksteventyret i de kommende år. Fokus på kryds-salgsskemaer, stærke kunderelationer, en enorm biologisk værktøjskasse, et solidt ry, en enorm produktionskapacitet og et konstant fokus på at optimere, forske og udvikle vil udbygge Novonesis' markedsledende position.

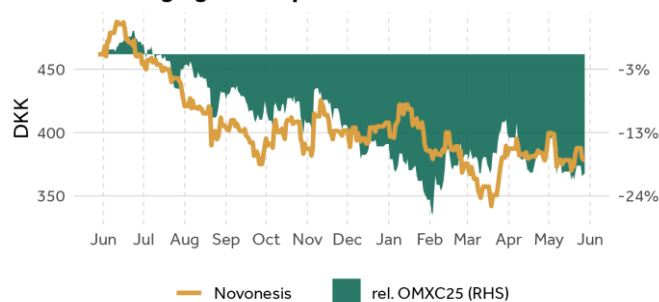
Udvalgte nøgletal

EURm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	4.157	4.455	4.796	5.150
EBIT	816	1.114	1.319	1.474
Net Profit	584	812	957	1.075
Balance sum	16.349	16.201	16.238	16.715
Egenkapital	10.855	11.242	11.716	12.261
Indtjening per aktie (EUR)	1,2	1,7	2,0	2,2
Udbytte per aktie (EUR)	0,7	0,7	0,8	0,9
P/E (x)	43,8	32,5	27,7	24,6
K/I (x)	2,4	2,1	2,0	1,9

Kilde: Jyske Bank & Novonesis

Novonesis	Køb
Sektor	Materialer
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	515
Lukkekurs (DKK)	378,1
Markedsværdi (DKK mio.)	177.064
Jyske Quant	Q4
Value score	Q4
Quality score	Q4
Momentum score	Q4

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

Måler man Novonesis' værdiansættelse op imod de nærmeste konkurrenter er der ingen tvivl om, at aktien er dyrt prissat. Selskabets vækst- og marginprofil er dog best-in-class, hvilket retfærdiggør, at aktien handler med en væsentlig præmie, også højere end historiske niveauer. Med en velgennemført fusion vil et forstærket fokus på at høste frugterne af de mange megatrends, som Novonesis er eksponeret mod, gøre dem i stand til at fortsætte væksteventyret i en årrække. Fokus på krydssalgsskemaer, stærke kunderelationer, en enorm biologisk værktøjskasse, en enorm produktionskapacitet og et konstant fokus på at optimere, forske og udvikle vil udbygge Novonesis' markedsledende position.

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 Aktieanalytiker, Haider Anjum

Pandora

- Kreditkortdata i USA viser bedring i vækstmomentum
- Stabil vækst trods øget makroøkonomisk usikkerhed

Kreditkortdata i USA viser bedring i vækstmomentum

Pandora er den seneste måned steget hele 24%, hvor et bedre end ventet regnskab for 1. kvartal har været med til at trække aktien op. Derudover viser kreditkortdata for USA, at salget indtil videre i 2. kvartal er nede med 2%, hvilket er på niveau med forventningerne i markedet. Der er således ikke noget, som tyder på en yderligere forværring i vækstmomentum i USA – tværtimod har vi set en bedring i kreditkortsalget sammenlignet med 1. kvartal. Usikkerheden er dog fortsat stor og Pandora står med en hidtil uset modvind fra de høje sølvpriser.

Stabil vækst trods øget makroøkonomisk usikkerhed

Regnskabet for 1. kvartal gav anledning til lidt lettelse, da der ikke som frygtet var tale om en yderligere nedgang i væksten – en trend, der er fortsat ind i 2. kvartal, hvor omsætningsvæksten i de eksisterende butikker ligger og trender omkring 0%. Det er i den høje ende af selskabets forventninger for året på trods af øget makroøkonomisk usikkerhed og krigen i Mellem-østen, der har smittet negativt af på forbrugertilliden. Meget negativt er dog indregnet i aktien, hvor markedet stiller spørgsmål ved Pandoras evne til at genoprette indtjeningsevnen i takt med at sølvsortimentet omlægges til platin – noget vi fortsat tror på. Vi forbliver derfor købere af aktien, vel vidende at usikkerheden er stor.

Investeringscase

Pandora står overfor store udfordringer, hvor den faldende forbrugertillid i USA risikerer at påvirke salget negativt, ligesom de kraftigt stigende sølvpriser lægger pres på indtjeningen. Pandora har igangsat initiativer med henblik på at mindske eksponeringen mod sølv, men bliver sølvpriserne liggende oppe på det nuværende niveau kommer det til at ramme indtjeningen i 2027 hårdt. Brugen af platin som ædelmetal gør dog, at Pandora på mellemlangt sigt forventer at kunne fastholde en overskudsgrad på over 21%, hvilket ikke er afspejlet i prisen.

Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	32.549	32.451	34.074	35.778
EBIT	7.783	6.948	4.539	6.970
Net Profit	5.242	4.530	2.710	4.546
Balance sum	29.603	28.475	26.064	26.067
Egenkapital	5.282	4.171	1.470	1.183
Indtjening per aktie (DKK)	68,3	60,7	36,8	64,3
Udbytte per aktie (DKK)	22,0	18,9	11,5	20,0
P/E (x)	8,6	9,7	16,0	9,2
K/I (x)	8,3	10,7	29,6	34,9

Kilde: Jyske Bank & Pandora

Pandora	Køb
Sektor	Cyklisk forbrug
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	700
Lukkekurs (DKK)	599,6
Markedsværdi (DKK mio.)	44.970
Jyske Quant	Q1
Value score	Q1
Quality score	Q1
Momentum score	Q5

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

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

Aktieanalytiker, Senior Vice President, Janne Vincent Kjær

Rockwool

- Opjustering fra Rockwool trods geopolitisk usikkerhed
- Fornuftigt regnskab, men skuffende marginudvikling

Opjustering fra Rockwool trods geopolitisk usikkerhed

Rockwool har klaret sig fornuftigt i maj måned, hvor aktien er oppe med 4%. Rockwool var i midten af maj måned ude og opjustere forventningerne for året, hvor de nu forventer at slutte året med en omsætningsvækst i lokalvaluta på 3-6% - op fra tidligere 2-4%. Det er på trods af øget geopolitisk usikkerhed og bekymringer i markedet for, at de stigende energipriser vil ramme indtjeningen. Rockwool har dog iværksat prisstigninger på 6-8% med effekt fra 2. halvår, hvilket modvirker effekten af de stigende inputpriser og dermed beskytter indtjeningsmarginen – noget markedet har været bekymret for.

Fornuftigt regnskab, men skuffende marginudvikling

Rockwool leverede et fornuftigt regnskab, dog med en skuffende marginudvikling i kvartalet, der var ramt af ekstra omkostninger relateret til hændelsen i Schweiz og et planlagt produktionsstop i Holland. Vi ser derfor ikke indtjeningsmarginen som run-rate fremadrettet. Rockwool står dog over for stigende transport- og energiomkostninger i 2. kvartal, men vi forventer, at det bliver indhentet i 2. halvår, når prisstigningerne slår fuldt igennem. Samtidig ser vi mulighed for endnu en opjustering på topinjen, hvis volumen holder sig oppe, hvilket er understøttet af antallet af byggetilladelser i Frankrig og Tyskland, der er oppe med en høj tocifret procentsats. Vi forventer derfor, at se en bedring i konstruktionsaktiviteten i 2026.

Investeringscase

Efterspørgslen efter stenuld er drevet af en række langsigtede trends, der er med til at understøtte efterspørgslen efter Rockwools produkter på længere sigt. Blandt de vigtigste kan nævnes 1) et øget fokus på energieffektivitet, hvor 40% af energiforbruget i EU kommer fra bygninger; 2) et øget fokus på brand-sikkerhed; 3) en øget urbanisering og 4) en substitution væk fra plastikbaserede materialer over imod mere naturlige produkter som stenuld. På kort sigt vil nybygningsaktiviteten i Europa fortsat være svag, men vi ser spæde tegn på bedring i Frankrig og Tyskland, hvor antallet af byggetilladelser igen begynder at pege pilen opad. Samtidig ser vi mulighed for, at infrastrukturinvesteringerne i Tyskland langsomt, men gradvist kan begynde at slå igennem på tallene. Vi forventer derfor at se en bedring i konstruktionsaktiviteten i 2026. Holder det stik, og formår Rockwool at holde overskudsgraden oppe omkring de 14-15% er der fortsat pænt upside i aktien.

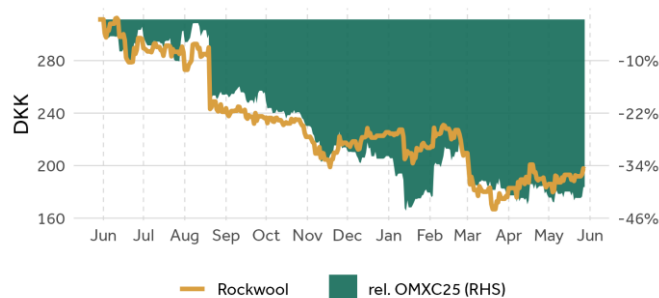
Udvalgte nøgletal

EURm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	3.877	3.790	4.093	4.338
EBIT	178	509	567	607
Net Profit	28	398	441	472
Balance sum	3.642	3.777	3.992	4.215
Egenkapital	2.741	2.861	3.022	3.201
Indtjening per aktie (EUR)	0,1	1,8	2,0	2,1
Udbytte per aktie (EUR)	0,6	0,6	0,6	0,7
P/E (x)	231,5	14,3	12,9	12,0
K/I (x)	2,3	2,0	1,8	1,7

Kilde: Jyske Bank & Rockwool

Rockwool	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	245
Lukkekurs (DKK)	197,2
Markedsværdi (DKK mio.)	42.658
Jyske Quant	Q5
Value score	Q3
Quality score	Q3
Momentum score	Q5

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

Rockwool er verdens førende producent af produkter baseret på stenuld. Selskabet tilbyder et bredt sortiment af produkter til byggesektoren, herunder isoleringsmaterialer, akustiklofter og facadeplader. Virksomhedens aktiviteter er opdelt i to forretningssegmenter: 1) Insulation, der leverer energibesparende og brandsikre isoleringsmaterialer til byggesektoren samt produkter til industriel og teknisk isolering 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 marginen.
- 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.

Aktieanalytiker, Senior Vice President, Janne Vincent Kjær

Royal Unibrew

- Vækststrategien er begyndt at vakle en smule
- Kan Unibrew vinde Cola-kontrakten i stedet?

Vækststrategien er begyndt at vakle en smule

Alt fokus er rettet mod tabet af PepsiCo-kontrakten, der på kort sigt får neutral effekt, men på den længere bane er en klar svækkelse af Unibrews position. Der er dog lang tid til 2029, så Unibrew har god tid til at tilpasse porteføljen og har mulighed for at afsøge nye partnerskaber på andre markeder. PepsiCo-kontrakten var et volumenfundament, ikke en værdiskabende kerne, men når fundamentet fjernes, så vakler vækststrategien. Unibrew nævner, at EBIT i 2030 i absolut værdi vil ligge højere end 2028; noget, som de skal overbevise markedet om, før aktien begynder at røre på sig.

Kan Unibrew vinde Cola-kontrakten i stedet?

Vi ser CCEP (Coca-Cola Europacific Partners) som den oplagte kandidat til at overtage Cola-licensen fra Carlsberg i Danmark og Finland. Coca-Cola ejer selv 19% af CCEP, der allerede opererer på 31 markeder, heriblandt Sverige og Norge. Hvis Cola, ligesom Pepsi, vil samle sine europæiske partnerskaber hos færre aktører, så kan man lukke det nordiske "hul" fuldstændigt ved at CCEP får licensen i Danmark og Finland. CCEP har kapaciteten til at investere i de relativt små markeder, som Danmark og Finland er i et Cola-perspektiv. Royal Unibrew er dog ikke et usandsynligt scenarie. Royal Unibrew kan glide relativt gnidningsfrit ind i Cola-kontrakten, da de i forvejen har eget eksisterende produktionsanlæg og distributionsnetværk, og da de nu ikke længere er PepsiCos partner i Danmark, er der ej heller nogen interessekonflikt. Det vil dog kræve en større investering i kapacitetsudvidelse.

Investeringscase

Royal Unibrew er en yderst veldrevet forretning med mange interessante vækstben. Værdiskabelsen drives af egne lokale brands, en høj ROIC og en fremragende eksekvering. Vi vurderer fortsat, at Royal Unibrew nok skal komme i mål med integrationen af Vrumona og San Giorgio og ser ligeledes Unibrew som et stærkt kort med deres ambitiøse langsigtede vækstmålsætning om en organisk EBIT-vækst på 6-8% frem mod 2028, men tabet af PepsiCo-kontrakten skaber usikkerhed omkring væksten efterfølgende. Netop denne usikkerhed, og konkurrencesituationen generelt, gør, at vi forbliver på sidelinjen for nu.

Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	15.723	15.930	16.592	17.429
EBIT	2.202	2.409	2.547	2.733
Net Profit	1.560	1.692	1.801	1.945
Balance sum	18.269	18.754	19.200	19.729
Egenkapital	6.713	7.159	7.436	7.746
Indtjening per aktie (DKK)	31,4	33,7	35,9	38,8
Udbytte per aktie (DKK)	16,0	16,8	17,9	19,4
P/E (x)	17,6	16,4	15,4	14,3
K/I (x)	4,2	2,9	2,8	2,7

Kilde: Jyske Bank & Royal Unibrew

Royal Unibrew	Hold
Sektor	Stabilt forbrug
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	525
Lukkekurs (DKK)	418
Markedsværdi (DKK mio.)	20.984
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

Royal Unibrew er blandt de ledende drikkevareproducenter på udvalgte europæiske markeder indenfor sodavand, øl, "forbedret vand" og energidrikke. Virksomhedens rødder og ekspertise går mere end 100 år tilbage i Danmarkshistorien. Unibrew er kendt for brands som Royal, Faxe Kondi, Ceres, Novelle, LemonSoda, Kildevæld, Mokai, Cult og Lorina. Udover at producere og sælge egne mærker tilbyder Unibrew også internationale brands i form af Heineken i Finland og Danmark samt sodavand fra PepsiCo. Geografisk er Unibrew inddelt i tre regioner: "Nordeuropa", "Vesteuropa" og "International". På individuelt landeniveau 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 Aktieanalytiker, Haider Anjum

Tryg

- Kølvandet på arbejdsskadesagen
- Status på takserede motorskader for april måned

Kølvandet på arbejdsskadesagen

Tryg-aktien har i maj måned set et lille fald på 1,8% mod en stigning på 1,8% for OMX C25. Efter den store nyhedsstrøm i slutningen af april med arbejdsskadesagen har maj været mere afdæmpet, og aktien har dermed kunnet stabilisere sig. Ved indgangen til maj havde Tryg afsluttet sit aktietilbagekøbsprogram på DKK 1,0 mia., men i lyset af de ret begrænsede kapitalmæssige konsekvenser af udfaldet af arbejdsskadesagen (Tryg hensatte DKK 1,2 mia.) ser vi fortsat selskabets udlodningspolitik som intakt og uændret for resten af 2026.

Stigning i takserede motorskader for april måned

De nyeste tal for takserede motorskader i Danmark viste en pæn stigning på 13% for april måned sammenlignet med sidste år. Vi ser ikke en åbenlys forklaring på denne fremgang, men noterer os, at der kan være nogle skader i slutningen af marts som først er registreret i april pga. timingen af påske. I det store billede er skadesfrekvensen i årets fire første måneder 2,2% højere end samme periode sidste år, så overordnet set understøtter skadesfrekvensen stadig forsikringssektorens forsikringsresultater og tendensen mod en klar udfaldning i antallet af skader.

Investeringscase

Attraktiviteten af Trygs stabile forretningsmodel, solide vækstudsigter i flere af Trygs segmenter og en forudsigelig kapital- og udlodningspolitik er ikke til at komme udenom. Det kan dog blive svært for Tryg at overraske eller overgå markedets forventninger, både på forsikringsdriften i 2026, og perspektiverne for vækst, indtjening og udlodning i den næste strategiske periode fra 2025 til 2027, som blev præsenteret på kapitalmarkedsdagen i december 2024. Tryg er ikke dyrt prisen 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.

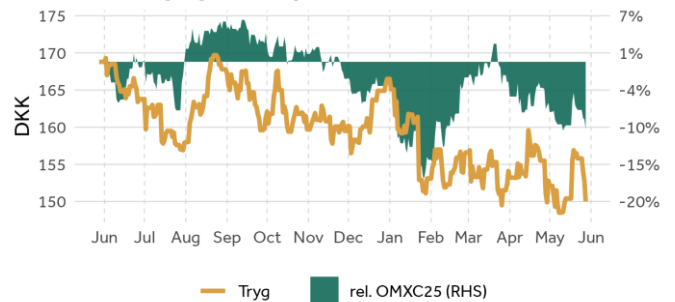
Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Bruttopræmieindtægter	40.357	42.516	43.807	45.058
Teknisk resultat	7.945	8.317	8.561	8.910
Nettoresultat	5.407	5.199	5.483	5.756
Balance sum	103.665	113.784	116.163	117.480
Egenkapital	39.620	37.717	37.080	36.230
Indtjening per aktie (DKK)	8,9	8,7	9,3	9,9
Udbytte per aktie	8,2	8,6	9,0	9,4
P/E (x)	17,6	17,8	16,7	15,7
K/I (x)	10,6	2,3	2,4	2,4

Kilde: Jyske Bank & Tryg

Tryg	Hold
Sektor	Finans
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	170
Lukkekurs (DKK)	150
Markedsværdi (DKK mio.)	91.706
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Aktieanalytiker, Anders Haulund Vollesen

Vestas

- Kursfald trods stærkt regnskab og ny store ordre i USA
- Vestas er godt på vej til at levere på forventningerne

Kursfald trods stærkt regnskab og ny stor ordre i USA

Vestas-aktien er den seneste måned nede med små 10% på trods af et bedre end ventet regnskab. Derudover har Vestas sikret en ny ordre på 673 MW i USA, hvilket bygger videre på de 505 MW i ordrer, som selskabet modtog i første kvartal. Ordrebogen i USA nærmer sig således 8 GW på trods af, at der fortsat ikke er afklaring omkring de fremtidige toldsatser. Det vidner om, at interessen fra kunderne er stor. Der har dog været en vis usikkerhed relateret til havvind i Europa, hvor TotalEnergies ønsker at tilbagelevere rettighederne til flere havvindprojekter i Tyskland med en samlet kapacitet på 7,5 GW. Vestas har dog ingen ordrer fra TotalEnergies i ordrebogen.

Vestas er godt på vej til at levere på forventningerne

Regnskabet for 1. kvartal bekræfter os i, at Vestas er godt på vej til at levere på guidance og formentlig i den øvre halvdel af intervallet. Samtidig kigger vi ind i en yderligere forbedring i profitabiliteten i 2027 i takt med, at omkostninger til indkøring af produktionen på den nye havvindmølle falder bort, volumen på landvind stiger og indtjeningskvaliteten i serviceforretningen forbedres. Vi ser således mulighed for en positiv overraskelse i 2027. Selvom kunderne i USA fortsat er lidt tilbageholdende med at indgå ordrer, er der en stærk pipeline af betingede ordrer i USA, som afventer afklaring omkring de kommende toldsatser. Vi ser således mulighed for et stærkt inflow af ordrer fra USA, der kan være med til at understøtte aktien.

Investeringscase

Vestas er på rette vej i forhold til at genetablere indtjeningsevnen, hvor vi forventer en gradvis bedring i profitabiliteten hen over de næste par år i takt med, at omkostningerne til indkøring af produktionen på den nye havvindmølle falder bort og serviceforretningen vender tilbage til mere normale indtjeningsniveauer. Samtidig står Vestas med en rekordhøj ordrebog, der er med til at sikre aktivitetsniveauet i 2027, hvor vi kigger ind i en tocifret stigning i volumen på landvind anført af Tyskland. Vi ser således mulighed for en positiv overraskelse i 2027. Den langsigtede væksthistorie er således intakt, understøttet af den igangværende elektrificering og krigen i Mellemøsten, der udstiller Europas afhængighed af importeret gas. Det kan være med til at sætte ekstra skub i udbygningen af vindkraft både på land og til havs

Udvalgte nøgletal

EURm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	18.822	21.006	24.387	24.895
EBIT	1.015	1.468	2.024	2.211
Net Profit	780	1.051	1.485	1.629
Balance sum	25.732	28.110	32.379	34.346
Egenkapital	3.881	5.005	6.427	7.967
Indtjening per aktie (EUR)	0,8	1,1	1,5	1,7
Udbytte per aktie (EUR)	0,1	0,1	0,1	0,1
P/E (x)	29,8	22,3	15,7	14,3
K/I (x)	5,9	4,6	3,6	2,9

Kilde: Jyske Bank & Vestas

Vestas	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	220
Lukkekurs (DKK)	176,2
Markedsværdi (DKK mio.)	175.468
Jyske Quant	Q1
Value score	Q2
Quality score	Q3
Momentum score	Q2

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

- Afdæmpet efterspørgsel pga. tilbageholdenhed blandt kunderne eller strammere finansieringsvilkår.
- Afskaffelse af skatterabatordningen på vedvarende energi i USA (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.

Aktieanalytiker, Senior Vice President, Janne Vincent Kjær

Danske aktier – Ændringer siden sidst (30-04-2026)

Selskab	Aktuel kurs	Aktuelt kurs-mål	Tidligere kursmål	Dato for ændring af kursmål	Anbefaling	Tidligere anbefaling	Dato for ændring af anbefaling	Analytiker
A.P. Møller - Mærsk	15510 (DKK)	10000 (DKK)	-	-	Sælg	-	-	Haider Anjum
Alm. Brand	14.96 (DKK)	18.5 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Carlsberg	877 (DKK)	1000 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Haider Anjum
Coloplast	397.7 (DKK)	530 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Danske Bank	330.5 (DKK)	375 (DKK)	360 (DKK)	01-05-2026	Køb	Hold	01-05-2026	Anders Haulund Vollesen
Demant	243.4 (DKK)	285 (DKK)	270 (DKK)	07-05-2026	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
DSV	1576 (DKK)	2100 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Haider Anjum
Genmab	1700 (DKK)	2300 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
GN Store Nord	95.94 (DKK)	110 (DKK)	120 (DKK)	01-05-2026	Hold	-	-	Janne Vincent Kjær
ISS	264.4 (DKK)	280 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Netcompany	333.6 (DKK)	425 (DKK)	400 (DKK)	30-04-2026	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
NKT	1057 (DKK)	1050 (DKK)	950 (DKK)	18-05-2026	Hold	Køb	05-05-2026	Janne Vincent Kjær
Nordea	122.4 (DKK)	140 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Novo Nordisk	293.6 (DKK)	305 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Novonosis	378.1 (DKK)	515 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Haider Anjum
Pandora	599.6 (DKK)	700 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
Rockwool	197.2 (DKK)	245 (DKK)	250 (DKK)	21-05-2026	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
Royal Unibrew	418 (DKK)	525 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Haider Anjum
Tryg	150 (DKK)	170 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Anders Haulund Vollesen
Vestas	176.2 (DKK)	220 (DKK)	210 (DKK)	07-05-2026	Køb	Hold	07-05-2026	Janne Vincent Kjær

Kilde: Jyske Bank

Se historiske anbefalingsændringer [her](#)

Vigtig Investorinformation

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

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

Analysen og anbefalingerne er generelle informationer og ikke personlig rådgivning.

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

Interessekonflikter

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

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

Kvantitative anbefalinger på enkeltelskaber 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 enkeltelskaber

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 merafskast. 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 enkeltelskaber

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

Jyske Bank anvender en eller flere af følgende modeller:

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

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

hvor

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

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

EV = Estimeret værdi (både egenkapital og rentebærende gæld)

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

Anbefalinger på enkeltelskaber: Handelsidéer

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

Herudover tager handelsidéen udgangspunkt i følgende:

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

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

Anbefalingsbegreber

Kvantitative anbefalinger på enkeltsselskaber

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

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

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

Fundamentale anbefalinger på enkeltsselskaber

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

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

Kilde: Jyske Bank

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

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

Fundamentale anbefalinger på enkeltsselskaber: Handelsideer

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

Opdatering af analysen

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

Risiko

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

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

Afkast og kursudvikling

De i analysen vurderede fremtidige og historiske afkast er afkast før omkostninger og skattemæssige forhold, da afkast efter omkostninger og skattemæssige forhold, vil være individuelt afhængig af kunde-, opbevarings-, volumen-, markeds-, valuta- og produktspecifikke vilkår. Det er ikke givet, at et anført forventet fremtidigt afkast vil stemme overens med den faktiske udvikling. De anførte forventede, fremtidige afkast er udelukkende udtryk for vores vurdering.

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

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

Skat

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

MSCI disclaimer

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

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

Flere informationer

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

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