

30/08/2024 11:43

Danske Aktier



Indholdsfortegnelse

A.P. Møller - Mærsk	3
Alm. Brand	4
Carlsberg	5
Coloplast	6
Danske Bank	7
Demant	8
DSV	9
Genmab	10
GN Store Nord	11
Netcompany	12
NKT	13
Nordea	14
Novo Nordisk	15
Pandora	16
Rockwool	17
Royal Unibrew	18
Tryg	19
Vestas	20
Danske aktier – Ændringer den seneste måned	21

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

A.P. Møller - Mærsk

- Fortsat høje men faldende fragtrater
- Mærsk forventninger til 2024

Fortsat høje men faldende fragtrater

Fragtraterne (SCFI) er den seneste måned faldet med ca. 10 %, men fra et højt niveau. Fragtraterne var stigende fra slutning af 2023 til starten af juli 2024, hvor de i perioden steg med over 300 %. Den faldende trend skyldes bl.a., at der er kommet mere vand i Panama-kanalen, at højsæsonen faldt tidligt i år, og at der bliver søsat ny kapacitet. Fragtraterne forventes at fortsætte med at falde i resten af 2024, hvilket påvirker Mærsk forventninger til 2024.

Mærsk forventninger til 2024

Mærsk opjusterede deres forventninger til 2024 den 1. august, hvor de nu forventer et EBITDA på USD 9-11 mia. mod tidligere USD 7-9 mia., hvilket var drevet af genforhandling af kontrakter og robust volumen efterspørgsel. Mærsk forventer, at deres indtjening vil peake i Q3'24, og da de har ca. 1,5 måneds visibilitet, burde det være rimeligt sikkert, men de fremhævede samtidig, at der stadigvæk er stor usikkerhed omkring Q4'24. Hvis vi ser på futures på fragtrater (SCFI), så er markedets forventning til fragtraterne for Q4'24 faldet med ca. 14%, siden Mærsk opdaterede deres 2024-guidance, hvilket kunne indikere, at de vil lande i den lavere ende af deres guidance-interval.

Investeringscase

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

Udvalgte nøgletal

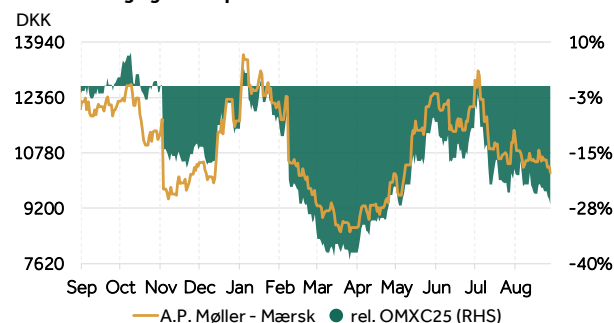
USDm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	51.065	53.365	48.929	50.703
Res. Primær drift	3.934	4.796	270	1.142
Nettoresultat	3.908	3.952	-211	591
Balance sum	82.100	81.775	81.565	81.471
Egenkapital	55.090	51.229	52.483	53.411
Indtjening per aktie (DKK)	1.693,7	1.712,9	-91,5	256,0
Udbytte per aktie (DKK)	4.300,0	685,2	150,0	150,0
P/E (x)	7,4	6,1	n.m.	40,9
K/I (x)	0,5	0,5	0,5	0,5

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

A.P. Møller - Mærsk

	Hold
Sektor	Industri
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	12500
Lukkekurs (DKK)	10210
Markedsværdi (DKK mio.)	158.882
Jyske Quant	Q1
Value score	Q1
Quality score	Q4
Momentum score	Q2

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Morten Holm Enggaard, Research

Alm. Brand

- Lidt skuffende regnskab i 2. kvartal for Alm. Brand
- Frasalg af Energi & Marine gennemført

Lidt skuffende regnskab i 2. kvartal for Alm. Brand

Alm. Brands 2. kvartalsregnskab levede ikke helt op til markedets forventninger. Forsikringsresultatet på DKK 312 mio. kom en smule lavere ind end ventet, drevet af en forværring i den underliggende erstatningsprocent, hvilket resulterede i et kursfald på 5% på dagen. Mens lønsomhedsinitiativerne, som Alm. Brand har arbejdet med et stykke tid i Privat, ser ud til at virke, er Alm. Brand tilsyneladende kommet "efter kurven" i Erhverv på motorforsikring, og selskabet kunne ikke levere en overbevisende forklaring på, hvorfor prisinitiativerne ikke er sket mere i tandem i de to segmenter. Vi forventer dog, at prisinitiativer allerede fra 3. kvartal vil mindske lønsomhedspreset i Erhverv – men først med fuld effekt fra 2025.

Frasalg af Energi & Marine gennemført

Alm. Brand kunne i starten af juli meddele, at man har fundet en køber af selskabets Energi & Marine-division, der sælges til norske Gard for DKK 1,13 mia. Dermed forventer Alm. Brand at udlodde samlet set DKK 1,6 mia. inkl. frigivet kapital ifm. salget, som ventes afsluttet i starten af 2025. Frasalget betyder, at nogle forsikringsindtægter og noget af forsikringsresultatet går ud af Alm. Brands bøger, og derfor justerer selskabet sine 2025-målsætninger, så man nu venter et forsikringsresultat på over DKK 1,85 mia. (tidligere DKK 2,1 mia.). Synergierne ifm. Codan-opkøbet ventes fortsat på DKK 600 mio. i 2025, og vi forventer at Alm. Brand kommer i mål med begge målsætninger.

Investeringscase

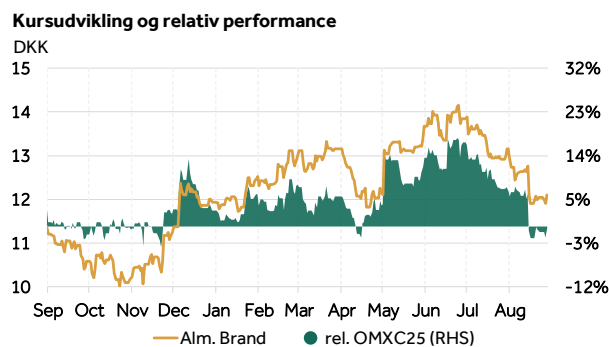
Alm. Brand har med opkøbet af Codan skabt en unik mulighed for at forbedre lønsomheden i selskabet, og vi ser de annoncerede synergieffekter som troværdige trods Alm. Brands manglende track record med store opkøb. Vi ser aktien i lyset af det værdi-skabende opkøb som fundamentalt undervurderet, med et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

Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Bruttoopræmiesindtægter	11.784	11.391	11.639	11.960
Teknisk resultat	1.412	1.386	1.848	1.973
Nettoresultat	616	706	1.060	1.218
Balance sum	35.562	36.722	38.077	38.518
Egenkapital	13.944	12.257	10.342	10.334
Indtjening per aktie (DKK)	0,4	0,5	0,8	0,9
Udbytte per aktie	0,6	0,8	0,9	1,0
P/E (x)	31,9	26	16	14
K/I (x)	1,4	1,5	1,8	1,8

Kilde: Jyske Bank & Alm. Brand

Alm. Brand	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	16
Lukkekurs (DKK)	12,1
Markedsværdi (DKK mio.)	18.648
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

- De annoncerede synergieffekter ved opkøbet bliver ikke realiseret.
- Profitabilitetsinitiativerne i Codan slår ikke tilstrækkeligt igennem med høj combined ratio til følge.
- Prispres i industrien som følge af en eller flere konkurrenter med aggressiv markedsstrategi.
- Strukturelt højere niveau af vejrskader som følge af klimaforandringer.

Senior Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

Carlsberg

- Juni-vejret og svagt kinesisk ølmarked presser aktien
- Carlsberg styrkes af købet af Britvic og partner i Indien

Juni-vejret og svagt kinesisk ølmarked presser aktien

Carlsberg-aktien har haft det svært hen over sommeren med et fald på 5,7% i juli og august, mens OMXC25 er steget 2%. Faldet skyldes primært et skuffende regnskab for 2. kvartal den 14. august, hvor særligt svagheden i Kina, og tabet af San Miguel-kontrakten i Storbritannien, skaber usikkerhed om fremtidig vækst. Carlsberg meldte, at de ikke ser tegn på bedring i det kinesiske ølmarked, hvilket medførte en nedjustering af forventningerne til helårsvæksten i Kina. 2. kvartalsregnskabet var præget af dårligt vejr i juni, som betød, at regnskabstallene skuffede på både volumen- og salgsvæksten, men stram omkostningskontrol sikrede det forventede løft i guidance for helåret. Opjusteringen indebærer, at Carlsberg nu forventer en organisk EBIT-vækst på 4-6% op fra de tidligere 1-5%.

Carlsberg styrkes af købet af Britvic og partner i Indien

Sommeren har ligeledes budt på udvidelser af forretningen, først med annonceringen af opkøbet af den britiske læskedriksproducent Britvic, hvis aktionærer i slutningen af august accepterede Carlsbergs bud. Overtagelsen forventes gennemført i 1. kvartal 2025. Foruden Britvic har Carlsberg underskrevet en aftale om at købe de resterende aktier i Carlsberg South Asia Pte. Ltd., hvilket afslutter en langvarig konflikt og åbner op for øgede investeringer i det indiske marked. Vi ser positivt på disse opkøb, som styrker Carlsbergs langsigtede vækstmuligheder.

Investeringscase

En hård sommer med et svagt regnskab, usikkerhed om væksten i Kina, en tabt San Miguel-kontrakt og et Britvic-opkøb har skabt usikkerhed omkring fremtiden, men har gjort værdiansættelsen af Carlsberg-aktien markant mere attraktiv. Aktien handler på et historisk lavt niveau (på niveau med under COVID-19) og er markant billigere end konkurrenterne. Den lave værdiansættelse og en af branchens mest attraktive vækstprofiler gør, at Carlsberg, i vores optik, er det oplagte valg for investorer, som ønsker eksponering mod bryggerierne. Eftersom usikkerhederne ikke forsvinder i den nærmeste fremtid, forventer vi ikke, at aktien kommer til at flyve afsted i den kommende tid.

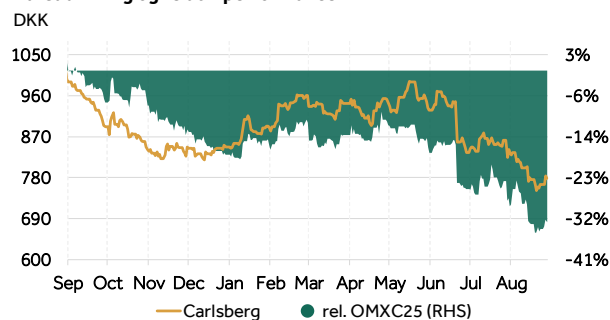
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	73.585	76.093	78.229	81.675
Res. Primær drift	11.105	11.581	11.976	13.004
Nettoresultat	7.971	8.177	8.392	9.128
Balance sum	111.831	112.350	112.522	113.542
Egenkapital	25.749	25.454	25.404	25.808
Indtjening per aktie (DKK)	-299,7	51	55	63
Udbytte per aktie	27	30	30	33
P/E (x)	-3	15	14	12
K/I (x)	4,5	4,5	4,5	4,5

Kilde: Jyske Bank & Carlsberg

Carlsberg	Køb
Sektor	Stabilt forbrug
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	1050
Lukkekurs (DKK)	778
Markedsværdi (DKK mio.)	115.134
Jyske Quant	Q5
Value score	Q2
Quality score	Q5
Momentum score	Q5

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Henrik Hallengreen Laustsen, Research

Coloplast

- God sommer på trods af skuffende regnskab
- Aftagende optimisme for fremtidig vækst og indtjening

God sommer på trods af skuffende regnskab

Coloplast-aktien har haft en solid sommer med en stigning på 10% i juli og august, mens OMXC25 er steget 2%. Den gode kursudvikling kom på trods af et 5% fald efter et skuffende regnskab for 3. kvartal, hvor indtjeningen var lavere end forventet, og en opjustering udeblev. Skuffelsen skyldtes hovedsageligt ekstra omkostninger ved etableringen af et nyt distributionscenter i USA, som mere end opvejede de positive bidrag fra lanceringen af kateteret Luja. På den positive side var væksten dog fornuftig og på rette vej, og annonceringen af CMS' nye dækningspolitik for katetre i USA fra 2026 kan potentielt booste Coloplasts salg.

Aftagende optimisme for fremtidig vækst og indtjening

På kapitalmarkedsdagen i juni var Coloplast meget optimistiske omkring vækst- og indtjeningsfremgangen for de kommende år – en optimisme, som vi vurderer, er aftaget en smule ved regnskabet for 3. kvartal. For det kommende regnskabsår 2024/25 forventes indtjeningsfremgangen at blive drevet af faldende råvarepriser, lavere elpriser og generelt faldende inflation, selvom valutamodvind kan blive en udfordring. Coloplast ser positivt på den langsigtede udvikling, men anerkender, at usikkerheder som væksten i Kina og konkurrencesituationen i Urologi stadig er til stede.

Investeringscase

1) En stærk kursperformance hen over sommeren har gjort risk/reward og værdiansættelsen mindre attraktiv, 2) fortsat usikkerhed omkring afklaringen af LCD-dækningsforslaget for Kerecis' produkter (selvom Coloplast forbliver overbevist om dækningen), samt 3) en mindre optimistisk tone omkring vækst- og indtjeningsfremgangen i 2024/25, gør, at vi ikke længere ser det samme potentiale i aktien. På kapitalmarkedsdagen i juni var Coloplast meget optimistiske omkring 2025, hvor væksten forventedes at accelerere, og EBIT-marginen at forbedres, drevet af Luja-lanceringen samt mindre omkostnings- og valutamodvind. Vi vurderer dog, at entusiasmen er aftaget en smule, både hvad angår vækstudsigterne (på grund af længerevarende udfordringer i Kina) og indtjeningsfremgangen (mindre fald i omkostningerne), hvilket i vores optik hæmmer aktiens attraktivitet.

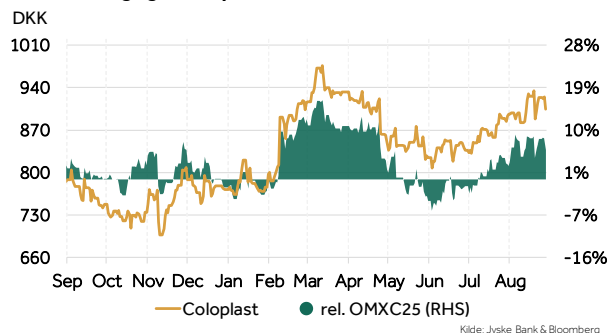
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	24.500	27.021	29.187	31.664
Res. Primær drift	6.771	7.321	8.167	9.234
Nettoreultat	4.783	5.048	5.793	6.628
Balance sum	48.159	49.193	50.542	52.156
Egenkapital	17.299	18.320	19.564	21.059
Indtjening per aktie (DKK)	23	24	27	31
Udbytte per aktie	21	17	19	22
P/E (x)	33	38	33	29
K/I (x)	9	11	11	10

Kilde: Jyske Bank & Coloplast

Coloplast	Hold
Sektor	Sundhed
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	950
Lukkekurs (DKK)	904,6
Markedsværdi (DKK mio.)	206.430
Jyske Quant	Q4
Value score	Q4
Quality score	Q4
Momentum score	Q3

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Henrik Hallengreen Laustsen, Research

Danske Bank

- 2. kvartalsregnskab med pengeregn til aktionærer
- Recessionsfrygt og rentenedsættelser sætter sine præg

2. kvartalsregnskab med pengeregn til aktionærer

Danske Banks 2. kvartalsregnskab var endnu engang præget af en robust nettorenteindtægtsudvikling og et resultat, som overgik forventningerne. Det gode resultat var særligt drevet af et stærkt niveau af gebyrindtægter (13% bedre end forventet), hvor blandt andet de investeringsrelaterede gebyrer steg med 26% å/å og AuM 21% å/å. Vi fandt det særligt positivt, at banken annoncerede, at man tager greb med den overskydende kapital ved at udlodde 100% af overskuddet i 2024 og en ekstra udbetaling i forbindelse med salget af deres norske privatkunde forretning senere på året. Dette betyder, at aktionærerne nu har udsigt til et dividendeafkast på ca. 12% i starten af 2025.

Recessionsfrygt og rentenedsættelser sætter sine præg

Markedsuroen og recessionsfrygten (i USA) i løbet af august satte også sine spor hos de nordiske banker, som i starten af måneden faldt med ca. 10%. Denne recessionsfrygt er dog sidenhen forduftet en smule efter mere understøttende makronøgletal fra USA. Markedsrenterne i Norden har dog taget et dyk, som ikke er helt genoprettet, hvorfor det virker fair, at Danske Bank-aktien er faldet en lille smule tilbage i august måned med 1%. Markedsrenterne ligger dog stadig – og ventes at blive liggende – på højere niveauer end før starten af 2022, og Danske Banks nettorenteindtægter ser vi fortsat som godt beskyttet de kommende år i kraft af bankens særlige balancesammensætning.

Investeringscase

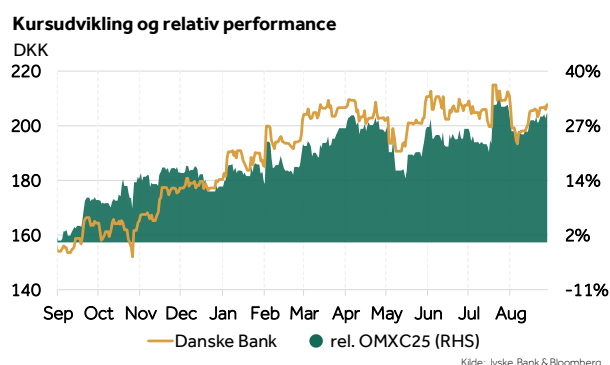
Med en afslutning på Estland-sagen i form af bødebetaling i Danmark og USA kan Danske Bank nu endeligt fokusere tid og kræfter på at genoprette det kommercielle momentum i Danmark og Norden, og slanke omkostningsbasen relativt til konkurrenterne de kommende år. Bankens profitabilitet er i kraftig bedring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

Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Indtj. før skat	26.682	29.210	29.348	27.376
Nettoreultat	21.262	22.045	22.305	20.806
Balance sum	3.595.242	3.645.965	3.681.487	3.699.993
Egenkapital	175.739	185.542	171.203	173.186
Indtjening per aktie (DKK)	24,7	26	28	28
Udbytte per aktie	14,5	32	17	17
P/E (x)	8	7,9	7,5	7,5
K/I (x)	1,0	1,0	1,0	1,0

Kilde: Jyske Bank & Danske Bank

Danske Bank	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	230
Lukkekurs (DKK)	207,9
Markedsværdi (DKK mio.)	179.248
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

Demant

- Hård medfart giver købsmulighed
- Væksten tilbage på sporet i 2025

Hård medfart giver købsmulighed

Hård medfart til Demant, der i juli måned var tvunget til at nedjustere forventningerne som følge af et svagere end ventet salg af høreapparater til det amerikanske sygesikringssystem. Det har sendt aktien ned med 4,5% siden slutningen af juni og over 20% siden kapitalmarkedsdagen, hvor bekymringerne først begyndte at sætte ind. Det står ikke mål med størrelsen af estimatændringer. Vi ser derfor den kursfaldet som en oplagt mulighed for at supplere op i aktien i forventning om, at væksten vil vende tilbage på sporet i 2025.

Væksten tilbage på sporet i 2025

På kort sigt har vi svært ved at udpege de helt store positive kurstriggere i og med, at Demant står overfor tiltagende konkurrence fra Sonova, der netop har lanceret deres nye flagskibsprodukt. Det er dog afspejlet i forventningerne til helåret, hvor den lave ende af intervallet, efter vores vurdering, har indregnet noget nær et worst case-scenarie med tab af hele sygesikringsomsætningen i USA og manglende medvind fra de uafhængige audiologer. Vi ser dog en mulighed for, at Demant i 2025 vil kunne genvinde noget af den tabte omsætning med Bernafon-brandet. Samtidig ser prissætningen attraktiv ud, hvor Demant handler på historisk lave niveauer både i forhold til selskabets egen historik og relativt til konkurrenterne.

Investeringscase

Vi ser Demant som et veldrevet selskab, der står godt positioneret til at drage fordel af et stigende behov for høreapparater, hvilket er understøttet af en stigende andel af ældre og mere socialt aktive seniorer. Vækst-udsigterne ser således yderst attraktive ud, med udsigt til en gns. årlig omsætningsvækst på 8-10%, hvoraf de 6-8% er organisk. Dette er ikke afspejlet i prisen. Prissætningen ser derfor attraktiv ud – både i forhold til selskabets egen historik og relativt til konkurrenterne, hvor Demant handler på historisk lave niveauer. Demant havde i 2023 medvind fra lanceringen af Oticon Real, hvilket gjorde det muligt at tage massive markedsandele. Vi ser dog en risiko for, at væksten bremser op i 2024, i takt med at konkurrencen tiltager, og Demant risikerer at miste markedsandele i Managed Care-segmentet.

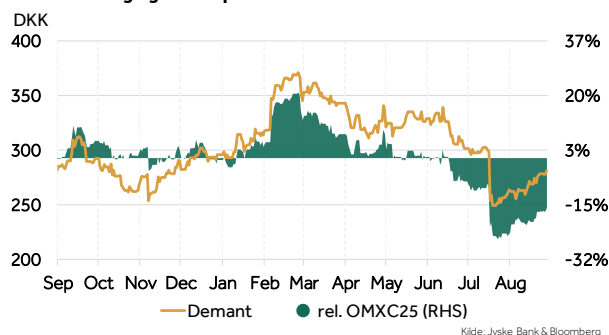
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	22.443	22.357	24.094	25.967
Res. Primær drift	4.148	4.587	4.961	5.373
Nettoresultat	1.798	2.373	3.304	3.623
Egenkapital	9.256	9.976	10.753	11.671
Indtjening per aktie (DKK)	8,1	11	15	17
P/E (x)	34	26	19	16
K/I (x)	6,7	6,2	5,8	5,3

Kilde: Jyske Bank & Demant

Demant	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	330
Lukkekurs (DKK)	281,4
Markedsværdi (DKK mio.)	62.215
Jyske Quant	Q2
Value score	Q2
Quality score	Q1
Momentum score	Q4

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

DSV

- Fokus på DB Schenker
- Bindende bud

Fokus på DB Schenker

Fokus er fortsat på salgsprocessen af DB Schenker, der har kørt i hele 2024, men det lader til at vi nærmer os en afslutning. Der er to bydere tilbage - DSV og kapitalfonden CVC. DSV burde være den oplagte køber, da de har mulighed for at skabe synergier gennem integration. Omvendt har CVC den fordel, at de ikke skal integrere virksomheden, og dermed kan bevare flere arbejdspladser (nok især i Tyskland).

Bindende bud

Ifølge Bloomberg har DSV og CVC indgivet bindende bud på DB Schenker, hvor de begge har budt ca. EUR 14 mia. for 100 % ejerskab, mens CVC også har givet et alternativt bud på EUR 16 mia., betinget af at den tyske regering vil geninvestere EUR 3 mia. for en 25 % ejerandel i DB Schenker. Deutsche Bahn skal nu evaluere budene og konsultere den tyske regering. Om den tyske regering er interesseret i 25 % ejerskab af DB Schenker, vides ikke, men de vil formentlig foretrække CVC som køber, hvis prisen er den samme, da DSV formentlig vil skabe synergier gennem medarbejderreduktion, hvilket er politisk upopulært. Hvis DSV ender med ikke at købe DB Schenker, er det sandsynligt, at aktiekursen skal lidt ned, da markedet har indregnet en vis sandsynlighed for et lukrativt opkøb i DSV's aktiekurs, og det er derfor naturligt, at aktiekursen skal falde lidt.

Investeringscase

DSV er en klar branchevinder, og de kommer til at fortsætte deres imponerende vækst i fremtiden gennem organisk vækst og opkøb. DSV's styrke ligger i deres effektive IT-setup, performancekultur og deres aktionærvenlige samt kompetente ledelse. Det er disse kvaliteter, der har skabt og vil fortsætte med at skabe den vækstrejse, DSV er på.

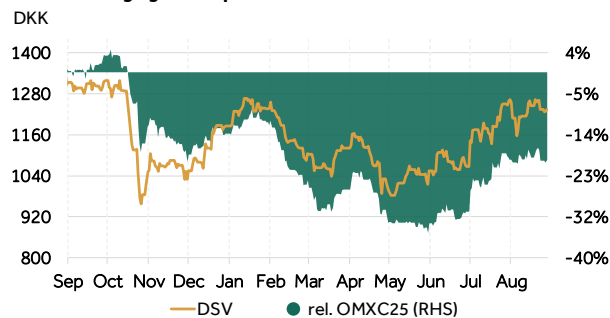
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	150.785	157.585	165.148	173.763
Res. Primær drift	17.723	16.466	18.238	19.450
Nettoresultat	12.407	11.177	12.428	13.340
Balance sum	147.110	147.135	146.413	145.294
Egenkapital	68.966	69.009	70.710	73.890
Indtjening per aktie (DKK)	58	52	58	63
Udbytte per aktie (DKK)	9	7,9	8,8	9,4
P/E (x)	21	24	21	20
K/I (x)	3,2	3,8	3,7	3,6

Kilde: Jyske Bank & DSV

DSV	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	1550
Lukkekurs (DKK)	1235
Markedsværdi (DKK mio.)	264.290
Jyske Quant	Q3
Value score	Q4
Quality score	Q2
Momentum score	Q4

Kursudvikling og relativ performance



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 frachtselskaber.
- Lovgivningsmæssige og arbejdsretsmæssige ændringer i selskabets vigtige segmenter og regioner.

Senior Analyst, Morten Holm Enggaard, Research

Genmab

- Genmab-aktien stiger trods partnerskabsudfordringer
- BioNTech trækker sig som partner på acasunlimab

Genmab-aktien stiger trods partnerskabsudfordringer

Sommeren har været positiv for Genmab-aktionærerne med en aktiestigning på 7% i juli og august, mens OMXC25 er steget 2%. Det har været en begivenhedsrig sommer for Genmab, som bød på et solidt regnskab for 2. kvartal, der indeholdt en overraskende stor opjustering, men som også begrænsede R&D-nyheder. Sommeren bød også på farvel til partneren BioNTech i samarbejdet om lungekræftproduktet acasunlimab (GEN1046), hvilket betyder, at den videre udvikling nu ligger i Genmabs hænder. Bekymringerne om patentudløbet på Darzalex i 2031 og stigende omkostninger hænger fortsat over Genmab-aktien. Omkostningerne forventes at stige som følge af det øgede fokus på produktudvikling for at modvirke effekterne af patentudløbet.

BioNTech trækker sig som partner på acasunlimab

Genmab-aktionærerne oplevede et kursfald på over 7% efter nyheden om, at BioNTech, på grund af interne strategiske overvejelser, trækker sig fra samarbejdet om lungekræftproduktet acasunlimab. Markedet tolkede annonceringen som et tegn på, at produktet muligvis ikke er så stærkt, som BioNTech havde håbet. Genmab fastholder dog deres optimisme omkring produktet og planlægger selv at indlede fase 3-forsøget i 2. halvår 2024. Genmabs optimisme understøttes af positive data præsenteret på kræftkonferencen ASCO og abstracts forud for World Lung-konferencen.

Investeringscase

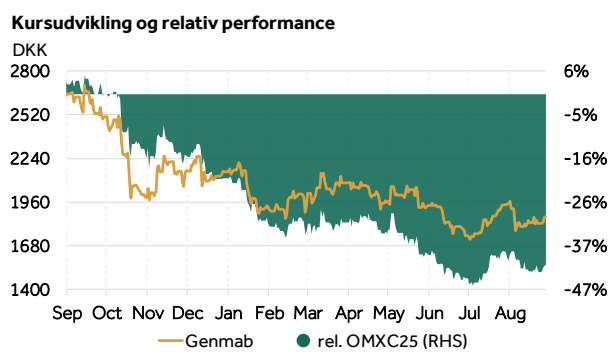
2024 har været et hårdt år for Genmab-aktionærerne, hvor markedet har fokuseret på øget omkostninger og patentudløbet på Darzalex og negligeret de positive data (GEN1046- og Mim8-data i lungekræft og hæmofili). Fundamentalt anser vi Genmab som en god investeringscase, som pt. lider under en markant negativ stemning. Vi vurderer, at på det nuværende kursniveau får investorer hele pipelinen samt nogle af de allerede lancerede produkter gratis. Der er ingen tvivl om, at afklaringen på HexaBody-CD38 bliver afgørende for Genmab, men markedets lidt entydige fokus på dette event mener vi også er fejlagtigt. Genmab investerer i produktudvikling for at afbøde effekten fra patentudløbet på Darzalex.

Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	16.478	21.024	23.982	28.030
Res. Primær drift	5.325	5.883	7.246	10.167
Nettoresultat	4.356	4.909	5.793	8.275
Balance sum	35.289	37.190	42.983	51.258
Egenkapital	32.025	33.511	39.304	47.579
Indtjening per aktie (DKK)	67	77	90	129
P/E (x)	27	24	21	14
K/I (x)	4,4	3,7	3,1	2,6

Kilde: Jyske Bank & Genmab

Genmab	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	2600
Lukkekurs (DKK)	1867
Markedsværdi (DKK mio.)	123.530
Jyske Quant	Q2
Value score	Q2
Quality score	Q1
Momentum score	Q5



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Henrik Hallengreen Laustsen, Research

GN Store Nord

- Skuffende regnskab giver modvind i aktien
- Prissætningen ser mere attraktiv ud

Skuffende regnskab giver modvind i aktien

GN Store Nord har haft en hård sommer, hvor 2. kvartalsregnskabet sendte aktien ned med 9% på dagen. Det var især salget af headsets til virksomheder, der skuffede med en organisk vækst på -3%. Ifølge GN fortsætter den stabile udvikling på markedet, og væksten forventes fortsat at vende tilbage til positive vækstrater, dog ikke før i slutningen af året, hvorfor GN nu forventer at slutte året i den nedre halvdel af guidance-intervallet på -3% til 5%. Den ventede bedring lader således vente på sig, hvilket investorerne ikke tog godt imod.

Prissætningen ser mere attraktiv ud

GN er faldet med 17% siden slutningen af juni, hvilket har bragt prissætningen ned i et mere attraktivt niveau – både absolut set og relativt til konkurrenterne, hvor GN handler til en rabat på 30% til Sonova og 5% til Demant. Der er således et pænt gab op til det historiske gennemsnit, der kan blive lukket over tid i takt med, at markedet genvinder troen på, at GN kan vende tilbage på vækstsporet. Vi vil dog ikke sætte næsen op efter en tilbagevenden til positive vækstrater i Enterprise-forretningen før i 4. kvartal, hvilket skaber bekymringer for vækstudsigterne i 2025. Vi ser derfor en risiko for, at forventningerne i markedet ligger for højt, og med få positive kurstriggere i aktien på kort sigt, forbliver vi indtil videre på sidelinjen.

Investeringscase

Markedet for høreapparater er kendetegnet ved stabil volumenvækst, der er relativt modstandsdygtig over for en økonomisk opbremsning. Vi forventer, at styksalget af høreapparater vil vokse med 4-6% om året på tværs af de økonomiske konjunkturer og med lanceringen af ReSound Nexia vurderer vi, at GN står godt positioneret til at taget markedsandele i 2024. Markedet for headsets er fortsat udfordrende, men vi vurderer, at det værste er overstået, og at væksten vil vende tilbage til svagt positivt territorium i slutningen af 2024. Samtidig bekræfter de nye finansielle mål os i, at GN er på rette vej i forhold til at bringe væksten tilbage i forretningen og genetablere indtjeningsevnen. Aktien er dog kørt stærkt det seneste år, og vi ser derfor ikke længere samme upside i aktien med mindre at GN overgår de finansielle mål.

Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	18.120	18.597	19.184	20.500
Res. Primær drift	869	1.933	2.448	2.874
Nettoreultat	267	1.055	1.400	1.752
Balance sum	30.200	31.171	32.661	32.708
Egenkapital	9.587	10.596	11.934	11.608
Indtjening pr aktie (DKK)	1,9	7,0	9	12
Udbytte pr. aktie (DKK)	0,0	0,0	0,0	1,5
P/E (x)	93	22	17	13
K/I (x)	2,7	2,2	1,9	2,0

Kilde: Jyske Bank & GN Store Nord

GN Store Nord

Sektor	Cyklisk forbrug
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	190
Lukkekurs (DKK)	153,15
Markedsværdi (DKK mio.)	23.112
Jyske Quant	Q4
Value score	Q3
Quality score	Q4
Momentum score	Q5

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

Netcompany

- Godkendt 2. kvartal for Netcompany
- Dansk "lillebror" til Netcompany skuffer

Godkendt 2. kvartal for Netcompany

Netcompany tog med sit 2. kvartalsregnskab endnu et skridt i den rigtige retning mod at indfri 2024-guidance. Vi var særligt imponerede over vækstaccelerationen i det danske marked, der voksede ca. 9% å/å justeret for påskeeffekter i 2. kvartal, efter for få kvartaler siden at have været i nulvækst. Netcompanys vækst og marginer bør desuden være understøttede ind i 2. halvår 2024 af en god ordrebook og stadigt bedre kapacitetsudnyttelse, hvorfor vi fortsat venter, at Netcompany leverer i den høje ende af guidanceintervallerne for 2024, med en omsætningsvækst på 10,5% (guidance 7-10%) og en driftsmargin før afskrivninger på 17,3% (guidance: 15-18%). Effekterne af de nyligt vundne store kontrakter i Norge og Storbritannien lader fortsat vente på sig, men dette er mere et spørgsmål om timing af opstarten end et udtryk for "tabt værdi".

Udlodningen til aktionærerne stiger

Netcompany fortsætter med at redistribuere kapital til selskabets aktionærer med annonceringen af et nyt aktietilbagekøbsprogram på DKK 150 mio. løbende til d. 29. oktober. Vi modellerer derfor nu DKK 150 mio. i annoncerede aktietilbagekøb ifm. 3. kvartalsregnskabet, svarende til i alt DKK 700 mio. annonceret i 2024, og vi ser udlodningen stige til DKK 800 mio. i 2026, til en samlet udlodning i perioden på DKK 2,25 mia. (målsætning: > DKK 2 mia.), hvilket svarer til et gennemsnitligt udlodningsafkast på 4,5% i perioden. Dermed kan man som investor i Netcompany nu forvente at få en lille del af sin investering tilbagebetalt årligt, hvilket vi tror markedet ser positivt på.

Investeringscase

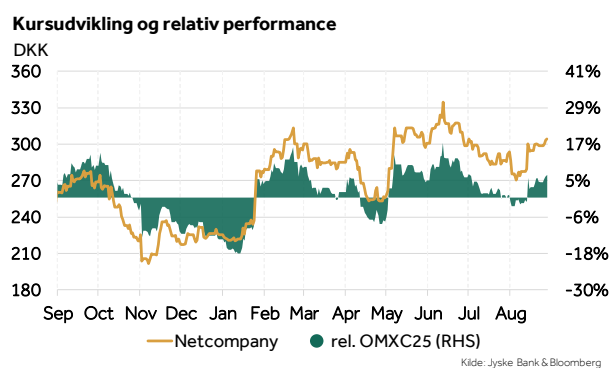
Netcompanys høje organiske vækstrater bør kunne fastholdes længe endnu i kernemarkederne i kraft af en stærk track-record i Danmark og et betydeligt vækstpotentiale i de udenlandske kernemarkeder. Netcompanys høje profitabilitet i kernemarkederne har været udfordret i de seneste år, men vi betragter 2023 som et anker for marginerne, der i kraft af en succesfuld ekspansion i de udenlandske markeder bør kunne stige igen. Værdiansættelsen ser lav ud i øjeblikket, og vi vurderer, at aktien bør kunne stige, uden at dette er foranlediget af positive estimatændringer.

Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	6.078	6.722	7.534	8.259
Res. Primær drift	578	846	1.067	1.268
Nettoreultat	304	531	714	940
Egenkapital	3.830	3.804	3.768	3.908
Indtjening per aktie (DKK)	6	11	16	22
Udbytte per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	50	27	19	14
K/I (x)	3,9	4,0	4,0	3,9

Kilde: Jyske Bank & Netcompany

Netcompany	Køb
Sektor	IT
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	350
Lukkekurs (DKK)	304,4
Markedsværdi (DKK mio.)	15.220
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-



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 2023 en omsætning på DKK 6.078 mio. og mere end 7700 ansatte.

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

NKT

- Fortsat stærk eksekvering
- Aftagende ordremomentum

Fortsat stærk eksekvering

NKT-aktien er siden slutningen af juni steget med 7%, og sommeren har budt på både en opjustering af forventningerne og bedre end ventede tal for 2. kvartal, hvor særligt højspændings- og mellemspændingsforretningen overraskede positivt. Det lover godt for profitabiliteten fremadrettet. Opjusteringen var dog langt hen ad vejen ventet i markedet, da de tidligere forventninger ikke indeholdte opkøbet af SolidAI. Der var ikke noget nyt om de finansielle mål for 2028, hvilket vi havde sat næsen op efter.

Aftagende ordremomentum

NKT har de sidste 12 måneder fået 22% af højspændingsordrerne i markedet – mod små 50% i 2023. Aktiviteten i markedet er fortsat høj med mange igangværende auktioner, som kan blive til flere ordrer. Vi ser dog en risiko for, at ordremomentum kommer til at aftage, da kapacitetsbegrænsninger sætter en grænse for, hvor mange ordrer NKT kan tage ind. Den næste potentielle kurstrigger bliver en opdatering af de finansielle mål for 2028, der ikke indeholder opkøbet af SolidAI, og de senest annoncerede kapacitetsforøgelse.

Investeringscase

Netcompanys høje organiske vækstrater bør kunne fastholdes længe endnu i kernemarkederne i kraft af en stærk track-record i Danmark og et betydeligt vækstpotentiale i de udenlandske kernemarkeder. Netcompanys høje profitabilitet i kernemarkederne har været udfordret i de seneste år, men vi betragter 2023 som et anker for marginerne, der i kraft af en succesfuld ekspansion i de udenlandske markeder bør kunne stige igen. Værdiansættelsen ser lav ud i øjeblikket, og vi vurderer, at aktien bør kunne stige, uden at dette er foranlediget af positive estimatændringer.

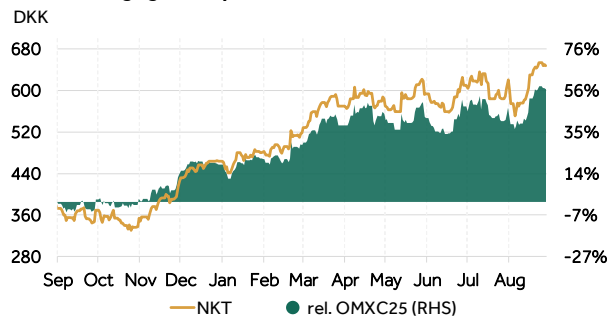
Udvalgte nøgletal

EURm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	2.567	3.141	3.292	3.578
Res. Primær drift	164	250	290	313
Nettoresultat	124	190	222	242
Balance sum	3.604	4.103	4.381	4.723
Egenkapital	1.575	1.765	1.987	2.229
Indtjening per aktie (EUR)	2,6	3,5	4,1	4,5
Udbytte per aktie (EUR)	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	24	#NAVN?	#NAVN?	#NAVN?
K/I (x)	2	#NAVN?	#NAVN?	#NAVN?

Kilde: Jyske Bank & NKT

NKT	Hold
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	640
Lukkekurs (DKK)	647,5
Markedsværdi (DKK mio.)	34.784
Jyske Quant	Q1
Value score	Q3
Quality score	Q3
Momentum score	Q1

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

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 distributionsselskaberne samt installationskabler til byggebranchen.

Risikofaktorer

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

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

Nordea

- Et 2. kvartal uden det store drama
- Ændringen i indlåsmikset er stagneret

Et 2. kvartalsregnskab uden det store drama

Nordea leverede et relativt uddramatisk regnskab for 2. kvartal, der bekræfter os i, at aktien fortsat rummer uforløst værdi, på trods af udsigter til lavere renter i de kommende år. Vi ser nettorenteindtægterne som godt beskyttet de kommende år i kraft af bankens beskyttelse af indlån, en stabil udlånsvækst og et fokus på profitabel vækst. Desuden åbnede Nordea op for at have løbende aktietilbagekøbsprogrammer kørende fra 2025, i tillæg til en udbytteprocent på 60-70%. Dette betyder, at banken ved vores estimater bør kunne udbetale op til 36% af markedsværdien i perioden 2024-2026.

Ændringen i indlåsmikset er stagneret

I 2. kvartal fortsatte nettorenteindtægterne med at være den vigtigste indtægtskilde for de danske og nordiske banker - Nordea inklusivt. En interessant trend i 2. kvartal hos Nordea og flere andre banker var, at pengestrømmen fra indlån på transaktionskonti mod opsparingskonti er aftaget fra 1. til 2. kvartal. Dette peger på, at nettorenteindtægterne ikke bliver yderligere presset af dette miksskift, der ellers har været undervejs i flere kvartaler. Det er dog uvist, hvordan Nordea og resten af de nordiske banker vil prise indlånene, hvis/når renterne fortsætter med at falde, men formentligt kan man ikke sænke indlånsrenterne i lige så høj grad som markedrenterne (og udlånsrenterne) falder. Vi forventer dog stadigvæk, at Nordea kan præstere et strukturelt afkast på egenkapitalen på over 14% de kommende, hvilket er det højeste blandt de største nordiske banker.

Investeringscase

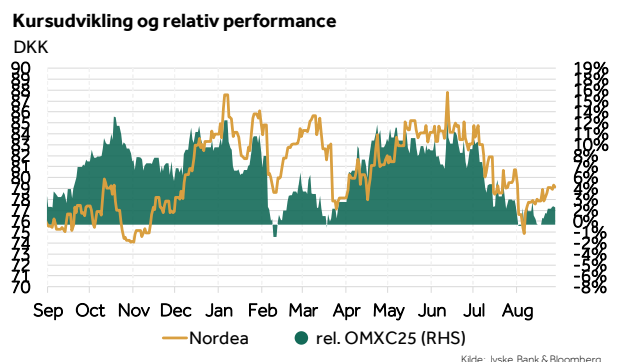
Med afsæt i det flotte forretningsmomentum, Nordea har realiseret de seneste år, samt en overbevisende eksekvering på det seneste transformationsprogram, ser vi det som realistisk, at Nordea når i mål med deres 2025-målsætninger. Lykkes dette, vil det bringe banken op blandt de mest profitable storbanker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

Udvalgte nøgletal

EURm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	7.451	7.653	7.415	7.380
Nettoresultat	4.934	5.073	4.865	4.812
Balance sum	584.702	606.860	618.240	628.662
Egenkapital	31.225	32.776	33.128	33.488
Indtjening per aktie (EUR)	1,4	1,4	1,4	1,5
Udbytte per aktie (EUR)	1,0	1,0	1,0	1,1
P/E (x)	7	7	7,4	7,3
K/I (x)	1,2	1,1	1,1	1,1

Kilde: Jyske Bank & Nordea

Nordea	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	95
Lukkekurs (DKK)	79,12
Markedsværdi (DKK mio.)	277.362
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

- 2025-plan overholder ikke budget eller bliver forsinket.
- Negativ medieomtale og fortsat faldende kundetilfredshed.
- Forværring af makroøkonomisk udvikling i Norden med negative konsekvenser for både kreditkvalitet og indtægter.
- Flere regulatoriske tiltag med negativ indvirkning på den finansielle sektor end ventet.

Senior Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

Novo Nordisk

- Udfordrende sommer for Novo-aktien
- USA kræver lavere priser på medicin

Udfordrende sommer for Novo-aktien

Novo-aktien har haft en hård sommer med et fald på 8% i juli og august, mens OMXC25 er steget 2%. Faldet skyldes blandt andet skuffende salgstal for Ozempic og Wegovy i regnskabet for 2. kvartal, som fik investorerne til at sende aktien ned med 6,7%, på trods af at Novo loftede deres forventninger for 2024. Yderligere har aktien været presset af intensiveret konkurrence på fedme-markedet, hvor Roche har annonceret lovende data for en ny oral GLP-1-behandling. Selvom Novo står over for intensiveret konkurrence, vurderer vi, at selskabets stærke produktportefølje og investeringer i øget produktionskapacitet fortsat vil sikre dem en førende position på markedet.

USA kræver lavere priser på medicin

Under Inflation Reduction Act har Medicare fået magt til at "forhandle" priser direkte med medicinalsselskaberne, og i august blev effekten af første forhandlingsrunde annonceret. Medicare forventer at sikre prisfald på 38-79% i forhold til 2023-priserne, med effekt fra 2026. Bemærk, at Novo allerede giver rabatter på disse niveauer til andre kanaler, og at salget til Medicare for Novo Nordisk blot udgør 25-30% af salget i USA, så den isolerede effekt er begrænset. I løbet af sommeren har Bernie Sanders igen kritiseret Novo for de høje priser på fedme- og diabetesmedicin, hvilket har resulteret i, at Novos topchef Lars Fruergaard Jørgensen skal afgive vidneudsagn i Kongressen den 24. september. Det politiske spil om medicinalpriser er i gang, men vores vurdering er, at de faktiske effekter bliver begrænsede.

Investeringscase

Kursfaldet hen over sommeren giver en oplagt købsmulighed i Novo-aktien, som fortsat nyder godt af et stærkt forretningsmomentum i GLP-1-segmentet samt solide vækstudsigter. Vi vurderer, at Novo har nogle af de mest attraktive vækstudsigter i sektoren med en forventet salgsvækst på 16% for 2024-27 mod et gennemsnit for sektoren på ca. 8%. Novos højere vækst, indtjening og forrentning af kapital mere end retfærdiggør værdiansættelsen. Aktien kan yderligere understøttes af det kommende nyhedsflow, hvor 4. kvartal byder på fase 3-data for CagriSema i Fedme.

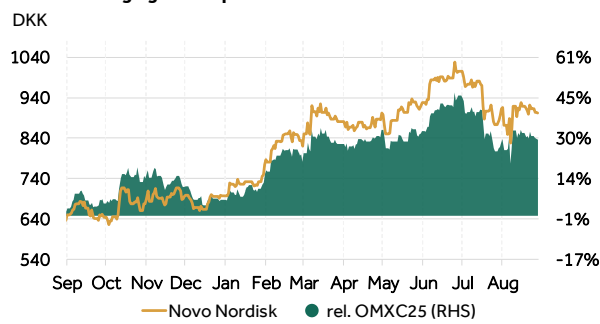
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	232.261	290.499	346.510	405.943
Res. Primær drift	102.574	128.518	162.782	191.210
Nettoresultat	83.683	102.186	130.403	153.399
Balance sum	314.486	403.341	466.753	533.167
Egenkapital	126.822	163.024	195.283	228.640
Indtjening per aktie (DKK)	19	23	29	34
Udbytte per aktie	9	10	12	14
P/E (x)	52	39	31	26
K/I (x)	25	25	21	18

Kilde: Jyske Bank & Novo Nordisk

Novo Nordisk	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	1050
Lukkekurs (DKK)	902,3
Markedsværdi (DKK mio.)	4.028.770
Jyske Quant	Q1
Value score	Q5
Quality score	Q1
Momentum score	Q2

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

Hurtigere end forventet udrulning af Mounjaro presser væksten i Ozempic i diabetes og/eller Wegovy for fedme, hvis de anvendes off-label.

Værre end forventet prispres pga. f.eks. regulering, biosimilær konkurrence, patentudløb.

Skuffende markedsvækst for væksthåbene i GLP-1 og/eller fedme.

Øget konkurrence i GLP-1 og fedme fra bl.a. Eli Lilly.

Skuffende kliniske resultater.

Negative valutabevægelser, særligt USD/DKK. Senior Analyst, Henrik Hallengreen Laustsen, Research

Pandora

- Fortsætter med at brillere
- BE-LOVE kampagnen er kommet stærkt fra start

Fortsætter med at brillere

Pandora er siden slutningen af juni steget 11%, og selskabet fortsætter med at brillere med en solid eksekvering i 2. kvartal, hvor indtjeningen kom ind 3% bedre end ventet i markedet. Det førte til endnu en opjustering af forventningerne, hvor Pandora nu forventer at slutte året med en organisk vækst på 9-12% - op fra tidligere 8-10%. Det står i skarp kontrast til mange af de øvrige luksusgode producenter, der har nedjusteret på stribe. Vi ser dog prissætningen som fair, og med begyndende svaghedstegn blandt den amerikanske forbruger forbliver vi indtil videre på sidelinjen.

BE-LOVE kampagnen er kommet stærkt fra start

Kvartalsregnskabet vidner om, at selskabets brand-momentum fortsat er stærkt, understøttet af BE-LOVE kampagnen, der har formået at trække nye kunder ind i butikkerne og øge salget af nye, mere klassiske kollektioner. Pandora har således haft succes med at ændre forbrugernes opfattelse af Pandora fra et rent charms-brand til et mere bredt smykke-brand. Pandora varslers dog, at usikkerheden er stor, og markedsbetingelserne udfordrende. Vi forventer derfor ikke, at Pandora kan fastholde det stærke brand-momentum resten af året, hvilket også er synligt i salgstallene for juli måned, hvor omsætningsvæksten i de eksisterende butikker er oppe med en midt etcifret procent-sats mod 8% i 2. kvartal. Væksten ser således ud til at komme lidt ned i gear – i tråd med vores forventninger.

Investeringscase

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

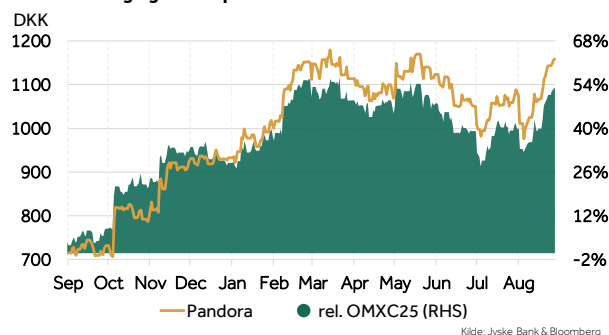
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	31.257	33.790	36.454	38.276
Res. Primær drift	24.892	26.672	29.030	30.482
Nettoresultat	5.294	5.859	6.710	7.169
Egenkapital	7.580	6.673	4.655	4.347
Indtjening per aktie (DKK)	42	51	51	61
Udbytte per aktie	16	16	18	21
P/E (x)	14	23	23	19
K/I (x)	12	14	20	22

Kilde: Jyske Bank & Pandora

Pandora	Hold
Sektor	Cyklisk forbrug
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	1150
Lukkekurs (DKK)	1159
Markedsværdi (DKK mio.)	95.038
Jyske Quant	Q1
Value score	Q3
Quality score	Q1
Momentum score	Q1

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

Pandora designer, producerer og markedsfører smykker i højkvalitets materialer til overkommelige priser. Selskabets produkter sælges gennem mere end 7.700 butikker i over 100 lande med størst omsætning i USA (23 %), Storbritannien (12 %), Italien (11 %) og Australien (7 %). Der produceres omkring 1.250 varenumre inkl. charms og armbånd, der udgør omkring 75 % af salget, samt ringe, øreringe og halskæder. Produktionen er beliggende i Thailand, og distributionen sker med luftfragt til fire regionale centre i USA, Hamburg, Madrid og Australien.

Risikofaktorer

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

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

Rockwool

- Overraskende stærk eksekvering i 2. kvartal
- Største risikofaktor er prisdisciplinen i markedet

Overraskende stærk eksekvering i 2. kvartal

Der har ikke været de store kursudsving i aktien hen over sommeren på trods af, at Rockwool i juli måned var ude at opjustere forventningerne til helåret. 2. kvartalsregnskabet kom ind markant bedre end ventet med en rekordhøj profitabilitet og en omsætningsvækst i lokalvaluta på hele 10%. Det bekræfter os i, at volumenvæksten er tilbage på sporet anført af en øget renoveringsaktivitet og begyndende tegn på bedring i industrisegmentet. Det ser vi som yderst positivt, da det baner vejen for en mere effektiv udnyttelse af kapaciteten.

Største risikofaktor er prisdisciplinen i markedet

Den største risikofaktor er fortsat prisdisciplinen i markedet, hvor Rockwool flager risikoen for lavere salgspriser i 2. halvår, hvilket kan blive nødvendigt for at beskytte markedsandelen. Med begyndende tegn på bedring i konstruktionsaktiviteten og udmeldinger fra konkurrenterne om stabile salgspriser, ser vi dog gode muligheder for, at Rockwool vil kunne fastholde et stabilt prisniveau med prisstigninger i den lave ende af den normale run-rate på 1-3%. Holder det stik, bør Rockwool kunne levere en overskudsgrad et godt stykke over de 16%, som indikerer ligger i guidance.

Investeringscase

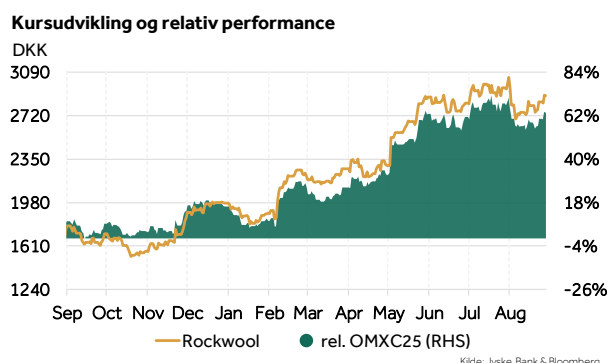
Efterspørgslen efter stenuld er drevet af en række langsigtede trends, der er med til at understøtte efterspørgslen efter Rockwools produkter på længere sigt. Blandt de vigtigste kan nævnes 1) et øget fokus på energieffektivitet, hvor 40% af energiforbruget i EU kommer fra bygninger; 2) et øget fokus på brandsikkerhed; 3) en øget urbanisering og 4) en substitution væk fra plasticbaserede materialer over imod mere naturlige produkter som stenuld. På kort sigt vil nybygningsaktiviteten i Europa fortsat være svag, hvor særligt det private boligbyggeri er negativt påvirket af de høje renter. Vi ser dog tegn på bedring i erhvervsbyggeriet i Central- og Østeuropa, hvor tidligere udskudte projekter begynder at røre på sig. Vi vurderer derfor, at det værste er ved at være overstået. Samtidig har selskabet formået at styre overraskende stærkt igennem det lave aktivitetsniveau i 2023, hvilket lover godt for profitabiliteten gående fremad, i takt med at volumen vender tilbage.

Udvalgte nøgletal

EURm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	3.620	3.899	4.133	4.381
Res. Primær drift	518	677	703	745
Nettoresultat	389	513	532	564
Balance sum	3.477	3.755	4.013	4.299
Egenkapital	2.804	3.038	3.254	3.495
Indtjening per aktie (EUR)	18	23	24	25
Udbytte per aktie (EUR)	5,5	7,3	7,5	7,6
P/E (x)	15	17	16	16
K/I (x)	2,0	2,7	2,6	2,4

Kilde: Jyske Bank & Rockwool

Rockwool	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	3300
Lukkekurs (DKK)	2888
Markedsværdi (DKK mio.)	62.212
Jyske Quant	Q1
Value score	Q2
Quality score	Q1
Momentum score	Q1



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

Royal Unibrew

- Aktien under pres på trods af solidt regnskab
- Vejrsmæssig modvind i 2. kvartal bliver til medvind i 3. kvartal

Aktien under pres på trods af solidt regnskab

Unibrew-aktien har haft en udfordrende sommer med et fald på 0,3% i juli og august, mens OMXC25 er steget 2%. Faldet skyldes hovedsageligt dårlige regnskaber fra konkurrenterne, som lagde pres på aktien. Trods dette viser Unibrew-aktien modstandsdygtighed efter et solidt regnskab for 2. kvartal og endnu en opjustering. Regnskabet indeholdt ingen negative overraskelser, og opjusteringen af salget skyldes blandt andet den nye PepsiCo-kontrakt samt bedre indtjening fra opkøbet af San Giorgio i Italien. 2. kvartalsregnskabet bekræfter, at Unibrew er på rette spor.

Vejrsmæssig modvind i 2. kvartal bliver til medvind i 3. kvartal

Væksten i 2. kvartal var dog ikke imponerende på grund af det dårlige vejr i juni. Men set i lyset af, at konkurrenterne allerede havde signaleret vejrsmæssige udfordringer, var denne svaghed sandsynligvis forventet af markedet. Unibrew nævnte, at vejret i 2024 frem til midten af august anses som normalt, hvilket sammen med opjusteringen af forventningerne indikerer, at vejret i juli og august har kunnet kompensere for det dårlige vejr i juni. Dette giver lovende indikationer for 3. kvartal, hvor det vejrsmæssige sammenligningsgrundlag bliver betydeligt lettere.

Investeringscase

2. kvartals regnskabet bekræftede, at 1. kvartalsregnskabet ikke blot var et "one hit wonder", men Unibrew er på rette spor. På trods af to opjusteringer i 2024 forventer vi stadig, at Unibrew leverer i toppen af guidance-intervallet. Opjusteringen begrundes bl.a. med hurtigere end forventet integration af Vrumona og San Giorgio, hvilket gavner kapacitetsudnyttelsen og sender lovende signaler om indtjeningsforbedringer i de kommende år. Unibrew selv mener, at de er bedre positioneret end tidligere – regnskaberne for 1. halvår var et bevis på dette. Upside i aktien drives af udsigten til yderligere fremgang i 2. halvår og yderligere indtjeningsfremgang i 2025 – dette er dog allerede indregnet i forventningerne. Potentialet dæmpes dog af, at Unibrew pt. handler til en præmie på 15% relativt til konkurrenterne (målt på EV/EBITDA) vs. en historisk præmie på 18%. Vi vurderer, at der er bedre investeringsmuligheder blandt bryggerierne.

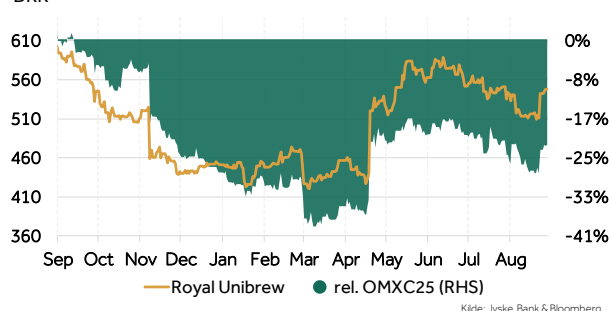
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	12.927	15.100	15.666	16.247
Res. Primær drift	1.638	2.014	2.193	2.357
Nettoresultat	1.095	1.375	1.502	1.644
Balance sum	17.778	19.037	19.865	20.831
Egenkapital	5.748	6.298	6.989	7.811
Indtjening per aktie (DKK)	22	27	30	33
Udbytte per aktie	0	16	16	16
P/E (x)	25	20	18	17
K/I (x)	4	4,4	3,9	3,5

Kilde: Jyske Bank & Royal Unibrew

Royal Unibrew	Hold
Sektor	Stabilt forbrug
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	590
Lukkekurs (DKK)	548
Markedsværdi (DKK mio.)	27.510
Jyske Quant	Q4
Value score	Q3
Quality score	Q2
Momentum score	Q5

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

Royal Unibrew er blandt de ledende drikkevareproducenter på udvalgte europæiske markeder indenfor sodavand, øl, "forbedret vand" og energidrikke. Virksomhedens rødder og ekspertise går mere end 100 år tilbage i Danmarkshistorien. Unibrew er kendt for brands som Royal, Faxe Kondi, Ceres, Novelle, LemonSoda, Kildevæld, Mokai, Cult og Lorina. Udover at producere og sælge egne mærker tilbyder Unibrew også internationale brands i form af Heineken i Finland og Danmark samt sodavand fra PepsiCo. Geografisk er Unibrew indelt 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 Analyst, Henrik Hallengreen Laustsen, Research

Tryg

- Kedeligt men solidt resultat for 2. kvartal
- Hvor skal de positive overraskelser komme fra?

Kedeligt, men solidt resultat for 2. kvartal

Der var ikke meget at pege fingre af i Trygs 2. kvartalsregnskab. Forsikringsindtjeningen på DKK 2.212 mio. var 3% højere end ventet og var samtidig det bedste resultat i et enkelt kvartal i Trygs historie. Det gode resultat var særligt hjulpet af det laveste niveau af storskader i over 10 år og et mere normalt niveau af vejrligsskader efter fire kvartaler i træk med overnormale vejrligsskader. Tryg ser ud til at være sikkert på vej mod at indfri sine 2024-mål, som primært er blevet skabt gennem konsekvente og vedvarende prisjusteringer (man har bl.a. hævet priserne på motorforsikring med 2%-point yderligere fra 1. til 2. kvartal til ca. 12% å/å).

Hvor skal de positive overraskelser komme fra?

På de forsikringstekniske parametre ser vi ikke Tryg levere de store overraskelser, i forhold til hvad der allerede er ventet i markedet. Konsensusestimater for forsikringsresultatet i 2024 ligger solidt i midtpunktet af Trygs guidance. Kapitalmarkedsdagen i december vil byde på nye mål for vækst, profitabilitet og kapitaludlodning frem mod 2027, men vi forventer, at disse vil bekræfte markedsforventningerne om en stabil og behersket vækst frem for at overgå dem markant (analytikerne estimerer pt. en forbedring af den underliggende erstatningsprocent på 1,2% for 2023-2026).

Investeringscase

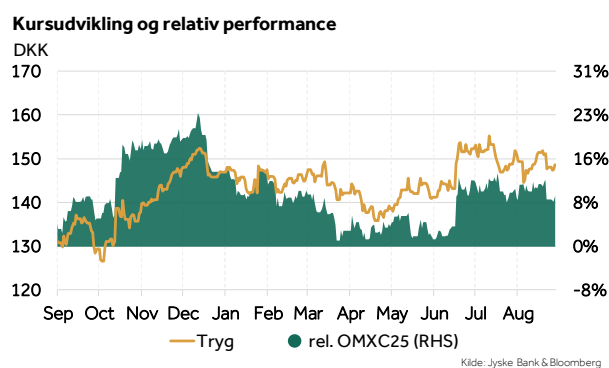
Attraktiviteten af Trygs stabile forretningsmodel, solide vækstudsigter i flere af Trygs segmenter og et strategisk fornuftigt og værdiskabende opkøb af RSA/Codan er ikke til at komme udenom. Det kan dog blive svært for Tryg at overraske eller overgå markedets forventninger, både på forsikringsdriften i 2024, og perspektiverne for vækst, indtjening og udlodning i den næste strategiske periode fra 2025 til 2027, som vil blive præsenteret på kapitalmarkedsdagen i december. Tryg er ikke dyrt prisen fastsat målt på en 12 mdr. fremadskuende P/E-multipel, hverken ift. egen historik eller relativt til peer-gruppen, og vi mener også, at en præmie til peer-gruppen bør være berettiget. Dette, sammenholdt med stabile, men moderate, vækstudsigter gør, at vi ser afkastpotentialet som behersket positivt i øjeblikket.

Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2024E	2025E	2026E
Bruttopræmieindtægter	38.738	40.607	42.526	0
Teknisk resultat	7.537	7.726	8.106	0
Nettoresultat	5.124	5.235	5.556	0
Balance sum	117.448	121.874	125.256	0
Egenkapital	37.903	37.562	37.189	0
Indtjening per aktie (DKK)	8,3	8,5	9,1	0,0
Udbytte per aktie	7,9	8,3	8,5	0,0
P/E (x)	18	17	16	0
K/I (x)	10,0	10,0	10,6	0,0

Kilde: Jyske Bank & Tryg

Tryg	Hold
Sektor	Finans
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	170
Lukkekurs (DKK)	148,6
Markedsværdi (DKK mio.)	91.596
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-



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.
- Omkostningsbesparelser fra spareprogram og/eller synergier fra RSA-opkøb leveres ikke som lovet.
- Valutakursbevægelser (norske og svenske kroner).
- Højere vejr- og stormskader, som har været forholdsvist lave i en periode.
- Lavere investeringsafkast i takt med en normalisering af afkastet på f.eks. aktier.
- Lavere afløbsresultat.

Senior Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

Vestas

- Ridser i lakken i den ellers velsmurte serviceforretning
- Indtjeningssejnen er langsomt på vej tilbage

Ridser i lakken i den ellers velsmurte serviceforretning

Vestas er siden slutningen af juni faldet med 5%, og aktien fortsætter således den negative kursspiral. Den seneste tids modvind skal ses i lyset af nedjusteringen i forbindelse med 2. kvartalsregnskabet, hvor serviceforretningen meget utraditionelt, leverede negative tal på bundlinjen. Det skyldes dog en engangseffekt, hvor Vestas i kvartalet var tvunget til at justere omsætningen ned med EUR 300 mio., som følge af højere end ventede budgetterede omkostninger på de serviceprojekter, der ligger i ordrebogen. Omvendt var indtjeningssejnen i Power Solutions bedre end ventet, hvilket vi alt andet lige ser som positivt.

Indtjeningssejnen er langsomt på vej tilbage

De kommende kvartaler byder på en markant indtjeningsfremgang i takt med, at andelen af dårlige projekter aftager, og Vestas begynder at eksekvere på ordrer taget ind på højere priser. Samtidig fortsætter prisen på de ordrer, der er taget ind, med at vise en stærk underliggende udvikling. Det lover godt for profitabiliteten gående fremad. Gående ind i 2025 ser vi mulighed for en pæn volumenfremgang, hvor vi forventer, at antallet af overleverede MW vil stige med en lav tocifret procentsats, anført af USA, hvor skatterabatordningen åbner op for en markant udbygning af vindenergi hen over de kommende år. Usikkerheden omkring præsidentvalget vil dog lægge en dæmper på aktien frem mod valget d. 5. november, men vi tvivler på, at der vil ske ændringer i skatterabatordningen på landbaseret vind.

Investeringscase

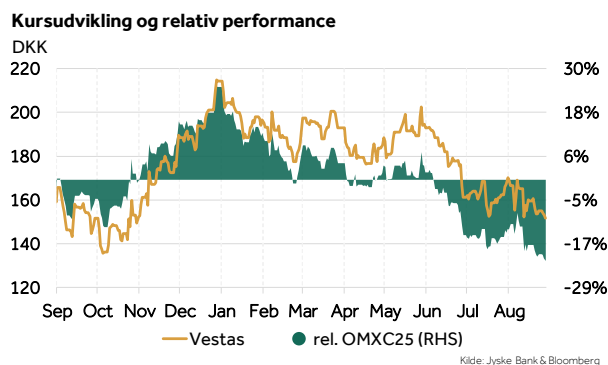
Vestas er godt på vej i forhold til at genetablere indtjeningssejnen efter 2 år, hvor selskabet ikke har formået at tjene penge på selve møllerne. Det værste er dog overstået, og vi forventer en gradvis bedring i indtjeningssejnen hen over de næste par år i takt med, at kvaliteten af ordrebogen forbedres, og Vestas begynder at eksekvere på ordrer, der er taget ind på højere priser. Profitabiliteten forventes derfor at være tilbage på et normaliseret niveau i 2025. Samtidig ser vi potentiale for en tocifret stigning i omsætningen i 2025. Den langsigtede væksthistorie er derfor intakt, understøttet af en række ambitiøse målsætninger fra verdens førende lande, der forventes at sætte skub i udbygningen af vindkraft både på land og til havs.

Udvalgte nøgletal

EURm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	15.382	17.029	21.816	24.472
Res. Primær drift	292	775	1.845	2.346
Nettoresultat	78	545	1.369	1.755
Balance sum	21.879	23.569	29.042	33.010
Egenkapital	3.042	3.533	4.869	6.542
Indtjeningssejnen (EUR)	0,1	0,5	1,4	1,7
Udbytte per aktie (EUR)	0,1	0,0	0,0	0,1
P/E (x)	273	38	15	12
K/I (x)	7,0	6	4	3,1

Kilde: Jyske Bank & Vestas

Vestas	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	215
Lukkekurs (DKK)	151,75
Markedsværdi (DKK mio.)	153.247
Jyske Quant	Q5
Value score	Q4
Quality score	Q5
Momentum score	Q5



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.
- Udløb af PTC ordningen i USA.
- Kvalitetsproblemer med møller inden for garantien.
- Stigende input priser, herunder stigende stålpriser.
- Aftagende politisk velvilje for klimavenlig politik.
- Flaskehalsproblemer, strejker og forsinkelser i produktionen samt intensiveret priskonkurrence.

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

Danske aktier – Ændringer den seneste måned

Danske aktier – Ændringer siden sidst (30-06-2024)

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	10210 (DKK)	12500 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Morten Holm Enggaard
Alm Brand	12,1 (DKK)	16 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Carlsberg	778 (DKK)	1050 (DKK)	1100 (DKK)	15-08-2024	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Coloplast	904,6 (DKK)	950 (DKK)	970 (DKK)	21-08-2024	Hold	Køb	21-08-2024	Henrik Hallengreen Laustsen
Danske Bank	207,9 (DKK)	230 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Demant	281,4 (DKK)	330 (DKK)	360 (DKK)	24-07-2024	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
DSV	1235 (DKK)	1550 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Morten Holm Enggaard
Genmab	1867 (DKK)	2600 (DKK)	2850 (DKK)	31-07-2024	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
GN Store Nord	153,15 (DKK)	190 (DKK)	215 (DKK)	23-08-2024	Hold	-	-	Janne Vincent Kjær
Netcompany	304,4 (DKK)	350 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
NKT	647,5 (DKK)	640 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Janne Vincent Kjær
Nordea	79,12 (DKK)	95 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Novo Nordisk	902,3 (DKK)	1050 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Pandora	1159 (DKK)	1150 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Janne Vincent Kjær
Rockwool	2888 (DKK)	3300 (DKK)	3100 (DKK)	23-07-2024	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
Royal Unibrew	548 (DKK)	590 (DKK)	575 (DKK)	26-08-2024	Hold	Køb	26-08-2024	Henrik Hallengreen Laustsen
Tryg	148,6 (DKK)	170 (DKK)	-	-	Hold	Køb	12-07-2024	Anders Haulund Vollesen
Vestas	151,75 (DKK)	215 (DKK)	220 (DKK)	15-08-2024	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær

Se historiske anbefalingsændringer [her](#)

Vigtig Investorinformation

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

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

Analysen og anbefalinger er generelle informationer og ikke personlig rådgivning.

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

Interessekonflikter

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

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

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

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

Læs mere om Jyske Banks politik om interessekonflikter på:

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

Modeller

Kvantitative anbefalinger på enkeltsselskaber

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

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

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

Fundamentale anbefalinger på enkeltsselskaber

Jyske Quant Global Large Cap Equities (se beskrivelse under afsnittet "Modeller") anvendes til at screene markedet og identificere fremtidens potentielle vindere. Ved lancering af en ny Køb eller Stærk Køb anbefaling skal selskabet score i Q1 eller Q2 – det vil sige blandt de 40% bedst scorende selskaber i Jyske Quant Global Large Cap Equities. 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)

- Dividendmodel: I enkelte tilfælde anvendes en dividendmodel 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 selskabets 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 selskabsspecifikke forhold. Heri indgår momentum-scoren i Jyske Quant modellen. I momentum-scoren indgår faktorer så som indtjeningsmomentum, implicit volatilitet, analytikernes estimataendringer og anbefalingsændringer.

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

Anbefalingsbegreber

Kvantitative anbefalinger på enkeltsselskaber

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

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

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

Fundamentale anbefalinger på enkeltsselskaber

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

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

Kilde: Jyske Bank

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

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

Opdatering af analysen

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

Risiko

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

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

Afkast og kursudvikling

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

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

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

Skat

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

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.