

30/09/2026 11:41

Danske Aktier



Indholdsfortegnelse

A.P. Møller - Mærsk	3
AL Sydbank	4
Alm. Brand	5
Carlsberg	6
Coloplast	7
Danske Bank	8
Demant	9
DSV	10
Genmab	11
GN Store Nord	12
ISS	13
Netcompany	14
NKT	15
Nordea	16
Novo Nordisk	17
Novonesis	18
Pandora	19
Rockwool	20
Royal Unibrew	21
Tryg	22
Vestas	23
Danske aktier – Ændringer siden sidst (31-08-2026)	25

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

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

Jyske Bank A/S

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

A.P. Møller - Mærsk

- Stærkt fragtmarked holder kursen oppe
- Flere skibe øger risikoen længere ude

Stærkt fragtmarked holder kursen oppe

Mærsk aktien steg 11,6 % i september mod et fald på 4,1 % for OMXC25, understøttet af fortsat høje fragtrater og robuste fragtmængder. Udviklingen peger efter vores vurdering mod endnu et stærkt 3. kvartal, hvor både Ocean, Logistics & Services og Terminals nyder godt af et fortsat solidt marked. Samtidig har konkurrenten Hapag Lloyd endnu en gang opjusteret forventningerne, hvilket understøtter vores forventning om, at Mærsk følger trop i forbindelse med Q3 regnskabet. Mærsk er samtidig gradvist vendt tilbage til Det Røde Hav, hvor omkring 60 % af den normale trafik nu er genoptaget, uden at det foreløbig har lagt nævneværdigt pres på fragtraterne.

Flere skibe øger risikoen længere ude

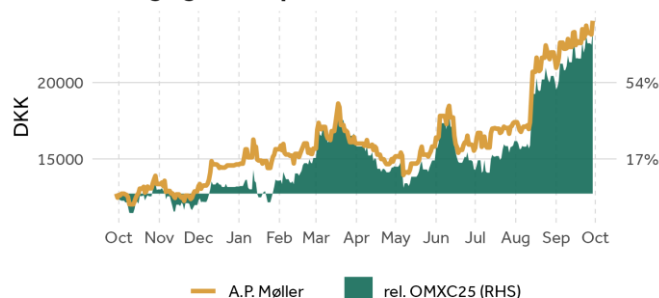
På længere sigt er billedet mere blandet. Mærsk har bestilt 26 nye containerskibe med levering i 2029 og 2030 og signalerer samtidig, at Ocean igen skal spille en større rolle i koncernens strategi. Investeringerne skal både forny flåden og sikre Mærsk konkurrenceevne, men kommer på et tidspunkt, hvor branchen allerede står over for betydelig kapacitetsvækst. Vi vurderer derfor, at de stærke markedsforhold kan fortsætte på kort sigt, men ser fortsat en risiko for pres på fragtrater og pengestrømme, når flere nye skibe rammer markedet fra 2027 og frem.

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 indstridynamikkerne 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.

A.P. Møller - Mærsk		Sælg
Sektor		Industri
Risiko		Mellem
12-m. kursmål (DKK)		15.750
Lukkekurs (DKK)		24.040
Markedsværdi (DKK mio.)		344.085
Jyske Quant		Q1
Value score		Q1
Quality score		Q5
Momentum score		Q1

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.

Udvalgte nøgletal

USDm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	53.988	63.735	54.072	52.538
EBIT	3.500	6.896	-687	-4.227
Net Profit	2.915	5.281	-353	-2.983
Balance sum	82	201	129	165
Egenkapital	56.696	54.626	56.301	51.070
Indtjening per aktie (USD)	184,2	333,6	-22,3	-188,5
Udbytte per aktie (USD)	480,0	150,0	150,0	150,0
P/E (x)	0,0	10,3	n/m	n/m
K/I (x)		1,1	1,0	1,1

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

Senior Aktieanalytiker, Haider Anjum

AL Sydbank

- Fin udvikling drevet af højere renteforventninger
- Rekordlave svinepriser

Fin udvikling drevet af højere renteforventninger

AL Sydbank-aktien er steget med 7,6 % i september måned, mod et fald i OMX C25 på 4,1%. Aktien er nu oppe med 35 % år-til-dato, især drevet af positive udmeldinger om integrationen af Vestjysk Bank og Arbejdernes Landsbank, samt et fortsat gunstigt forretningsmiljø for bankerne med rentestigninger og lave nedskrivninger. Nationalbanken satte renten op med 0,25 % i løbet af september – helt på linje med markedets forventninger, og forventningerne til renteniveauet de kommende år er steget yderligere – kommer disse rentestigninger til at materialisere sig, vil det være med til at understøtte indtjeningsevnen for bankerne fremadrettet.

Rekordlave svinepriser

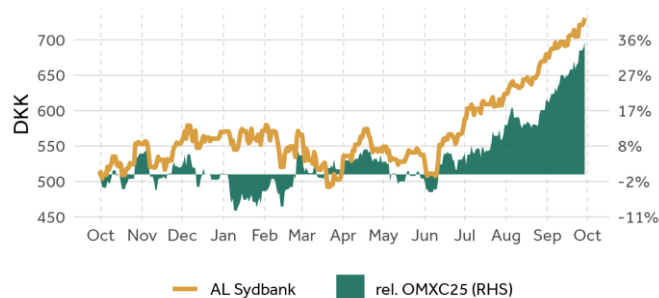
AL Sydbank havde i 2. halvår af 2026 en eksponering på DKK 1,3 mia. kroner til svinebrug, svarende til 0,8 % af deres samlede udlån, som lige nu oplever rekordlave afregningspriser, der aktuelt ligger under produktionsomkostningerne. En længe-revarende periode med så lave svinepriser kan føre til øgede tab og nedskrivninger på svinebrug, hvor banken lige nu blot har nedskrevet DKK 18 mio. på udlånet. Svinebrug er derfor en højaktuel risikofaktor i AL Sydbanks udlånsportefølje, som potentielt kan påvirke nedskrivningerne. Det skal dog ses i lyset af, at banken fortsat råder over DKK 985 mio. i ledelsesmæssigt skøn, som potentielt kunne bruges på at afdække et eventuelt tab.

Investeringscase

AL Sydbank står overfor en omfattende fusionsproces, der frem mod 2028 skal forbedre bankens omkostningseffektivitet og reducere kapitalbelastningen. Vi tror på, at banken vil lykkes med at indfri de udmeldte synergieffekter til fulde, hvilket vil resultere i, at AL Sydbank fra 2028 vil kunne levere en forrentning af aktionærenes egenkapital ekskl. immaterielle aktiver i omegnen af 18%. Dette profitabilitetsniveau er i øjeblikket ikke afspejlet i værdiansættelsen af aktien, som handler på store multipelrabatter til de øvrige større danske børsnoterede banker. Vi forventer, at rabatterne indsnævres og værdiansættelsen af banken bliver løftet i takt med, at AL Sydbank demonstrerer en succesfuld fusionsproces og intakt kommercielt momentum.

AL Sydbank	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	750
Lukkekurs (DKK)	731
Markedsværdi (DKK mio.)	62.711
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

AL Sydbank er blandt de 5 største banker i Danmark. Banken havde ultimo 2025 mere end 4.000 medarbejdere og en samlet kreditformidling på over DKK 380 mia. Banken tilbyder en bred vifte af traditionelle bankydelser såsom ud- og indlåns-produkter, formidling af realkreditlån (gennem Totalkredit og DLR), investerings-rådgivning og kapitalforvaltning.

Risikofaktorer

- Manglende evne til at levere på udmeldte synergier
- Tilbagegang i den økonomiske vækst i Danmark
- Fald i aktiemarkedet med lavere investeringsrelaterede gebyrer til følge
- Faldende markedsrenter som følge af den økonomiske udvikling i Europa
- Højere regulatoriske kapitalkrav for at polstre den finansielle sektor i Danmark

Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Indtjening før skat	2.474	5.042	6.063	6.955
Nettoreultat	1.893	3.832	4.608	5.286
Balancesum	341.950	344.912	378.019	392.476
Egenkapital	37.647	38.125	39.270	40.045
Indtjening per aktie (DKK)	35	45	56	67
Udbytte per aktie	25,0	25,0	30,0	35,0
P/E (x)	16,5	14,6	11,8	9,9
K/I (x)	1,4	n.m	n.m	n.m

Kilde: Jyske Bank & AL Sydbank

Senior Aktieanalytiker, Anders Haulund Vollesen

Alm. Brand

- Begivenhedsfattig september måned
- Motorskader i behersket vækst ÅTD

Begivenhedsfattig september måned

Alm. Brand-aktien er i september måned faldet med 5,2 % mod et nogenlunde tilsvarende fald i OMX C25 på 4,1 %. Faldet kan i høj grad tilskrives makroøkonomiske forhold og markedsbevægelser snarere end virksomhedsspecifikke nyheder. Renteforhøjelsen fra Nationalbanken i september er isoleret set positivt for Alm. Brand, da det blandt andet resulterer i en mindre værdi af forsikringsforpligtelserne, men det kan også have øget investorerne appetit på bankaktier relativt til forsikringsaktierne, hvilket kan have medvirket til en lidt mere afdæmpet måned for Alm. Brand-aktien.

Motorskader i behersket vækst ÅTD

Tal for takserede motorskader i Danmark i august måned som blev offentlige i løbet af september viste en stigning på 6,5 % å/å i frekvensen. Dermed er der stadig ikke nogen klar trend for året, men i 3. kvartal er der indtil videre en stigning i antallet af motorskader på 2 % å/å og 3 % ÅTD 2026 sammenlignet med samme periode sidste år – dette er bestemt håndterbart for skadesforsikringselskaberne, uden at det bør tynde erstatningsprocenten i 3. kvartal.

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 synergi 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-forsikrings-sagen, anser vi aktiens nuværende værdiansættelse som for lav, både relativt til gruppen af børsnoterede nordiske forsikringselskaber samt ud fra et fundamentalt perspektiv. Vi ser derfor kurspotentialet som attraktivt i øjeblikket

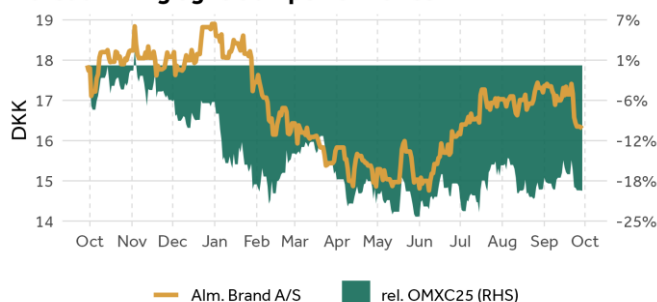
Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Bruttopræmieindtægter	11.790	12.068	12.535	13.005
Teknisk resultat	1.913	1.496	2.220	2.398
Nettoresultat	1.353	895	1.428	1.564
Balance sum	32.022	34.123	36.898	37.564
Egenkapital	12.368	12.145	11.941	11.827
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)	17,8	25,4	15,3	13,6
K/I (x)	1,9	1,8	1,8	1,7

Kilde: Jyske Bank & Alm. Brand

Alm. Brand	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	18,5
Lukkekurs (DKK)	16,3
Markedsværdi (DKK mio.)	22.902
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 skadesforsikringselskab 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 bilforsikring.
- 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

- Kina holder fortsat aktien tilbage
- Indien kan frigøre betydelige værdier

Kina holder fortsat aktien tilbage

Carlsberg aktien faldt 4 % i september, på linje med OMXC25, der ligeledes faldt 4,1 %. Udviklingen i Kina har fortsat været det største usikkerhedspunkt, efter den kinesiske ølproduktion faldt 6,5 % i august sammenlignet med året før. Det understøtter forventningen om et svagt 3. kvartal i Kina, hvor Carlsberg fortsat mærker eftervirkningerne fra sommerens omfattende oversvømmelser og et i forvejen presset forbrugermarked. Svagheden kommer dog ikke som nogen større overraskelse, da Carlsberg allerede i forbindelse med halvårsregnskabet varslede et udfordrende kvartal.

Indien kan frigøre betydelige værdier

Samtidig rykker en potentiel børsnotering af Carlsbergs indiske forretning tættere på. Ifølge tidligere medieforlydender kan en notering rejse op mod USD 700 mio., svarende til knap DKK 5 mia. Indien er blandt Carlsbergs stærkeste vækstmarkeder, og en delvis børsnotering kan både synliggøre værdien af forretningen og give Carlsberg yderligere mulighed for at nedbringe gælden efter Britvic opkøbet. Kombineret med provenuet fra Sapporo aftalen kan det bringe gælden under selskabets gearingsmål og på sigt igen skabe plads til større udlodninger til aktionærerne.

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 forbrugertiliden 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.

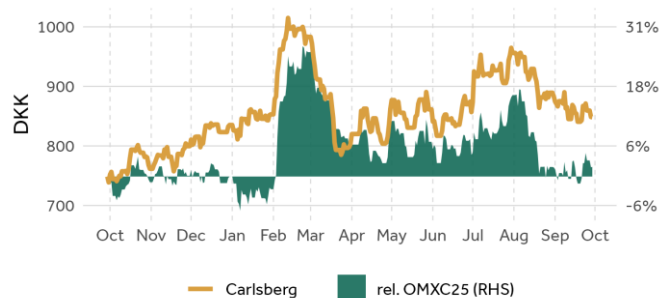
Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	89.095	93.548	97.307	100.951
EBIT	13.996	14.758	15.704	16.599
Net Profit	6.978	9.551	10.390	11.142
Balance sum	153.955	156.234	157.303	158.257
Egenkapital	30.676	32.091	32.553	32.966
Indtjening per aktie (DKK)	44,4	63,1	69,1	74,4
Udbytte per aktie (DKK)	24,4	32,0	34,8	37,3
P/E (x)	16,9	12,4	11,4	10,6
K/I (x)	3,8	3,5	3,5	3,5

Kilde: Jyske Bank & Carlsberg

Carlsberg	Køb
Sektor	Stabilt forbrug
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	1.000
Lukkekurs (DKK)	848,2
Markedsværdi (DKK mio.)	118.983
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

- Aktien presset i september
- Frygter markedet en nedjustering af langsigtede mål?

Aktien presset i september

Efter et par stærke sommermåneder faldt Coloplast-aktien tilbage med ca. 9 % i september. Udviklingen skal dog ses i lyset af et generelt svagt dansk aktiemarked, hvor OMX C25 i samme periode er faldet omkring 4 %. Faldet kan delvist forklares af øgede geopolitiske spændinger mellem Iran og USA, som har løftet oliepriserne med omkring 13 %. Det kan smitte af på energi- og råvarepriser bredere i markedet, herunder plastik, som udgør en væsentlig del af Coloplasts produktionsomkostninger. En eventuel videre stigning i plastikpriser vil kunne presse indtjeningsmarginerne.

Frygter markedet en nedjustering af langsigtede mål?

En anden mulig forklaring på den pressede aktiekurs er frygten for, at Coloplast i forbindelse med årsregnskabet den 3. november sænker de mellemlange forventninger, blot ét år efter annonceringen. Vi vurderer, at en nedjustering er sandsynlig, og vi kan godt se for os, at Coloplast sænker målene. Det er dog efter vores overbevisning allerede indregnet i markedets forventninger. En nedjustering vil muligvis blive opfattet som et "clearing event". Ud over afklaring om de mellemlange forventninger vil markedet ved årsregnskabet have fokus på guidance for det kommende år, hvor vi forventer en mindre fremgang i væksten, drevet af et lettere sammenligningsgrundlag for Kerecis og godt momentum i den kroniske forretning, delvist modvejet af svaghed i sårpleje som følge af sundhedsreformer. Indtjeningsmarginen forventes at være på niveau med i år. Vi forventer ikke, at guidance vil være markant forskellig fra forventningerne i markedet.

Investeringscase

Efter en længere periode med skuffelser og risiko for nedjustering kan der være lys for enden af tunnelen. Udfordringerne er ikke ovre og risikoen for en nedjustering er ikke forsvundet, men markedet har i vid udstrækning at have indregnet disse risici. MEN spekulationerne om en potentiel nedjustering af de langsigtede forventninger vil formentlig fortsat hænge over aktien frem mod årsregnskabet. Selv fraværet af yderligere negative overraskelser kan derfor understøtte aktien. Samtidig fremstår værdiansættelsen attraktiv, både absolut og relativt. På kort sigt er kurstriggerne dog begrænsede, og en genopretning af tilliden kræver konkrete beviser på operationel fremgang. Execution remains key.

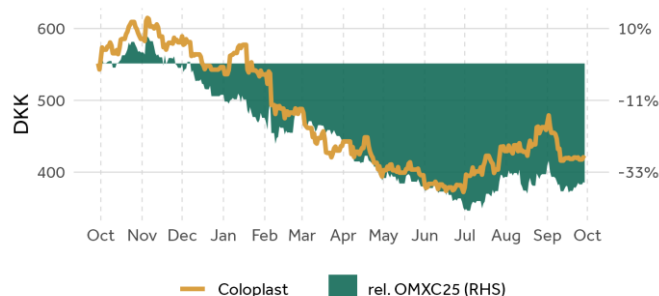
Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	27.874	28.811	30.768	32.839
EBIT	7.201	4.573	8.163	8.733
Net Profit	3.636	3.338	5.870	6.334
Balance sum	48.367	46.744	48.100	49.600
Egenkapital	16.083	16.918	18.179	19.579
Indtjening per aktie (DKK)	16,2	14,8	26,1	28,2
Udbytte per aktie (DKK)	23,0	11,1	18,3	19,7
P/E (x)	33,6	30,6	17,4	16,1
K/I (x)	7,6	5,6	5,2	4,8

Kilde: Jyske Bank & Coloplast

Coloplast	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	530
Lukkekurs (DKK)	419
Markedsværdi (DKK mio.)	95.616
Jyske Quant	Q3
Value score	Q2
Quality score	Q4
Momentum score	Q3

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

- Flad september måned, men god udlånsvækst
- ECB hæver renten og markedets renteforventninger

Flad september måned, men god udlånsvækst

Danske Bank-aktien har set en stigning på 2,1 % for måneden mod et fald i OMX C25 på 4,1 %. Nye tal fra Nationalbanken bekræfter ellers det igangværende sunde udlånsvækstmomentum i Danmark, som også bør komme Danske Bank til gode. I august måned steg det danske bankudlån 7,7 % å/å, mens realkreditudlånet steg 3,3 % - dette er solidt høje vækstrater. Samtidigt steg bankindlånet hos husholdningerne med 5,4 % å/å, så der er fortsat adgang til billig finansiering af udlånene hos bankerne i 3. kvartal i Danmark har gode forudsætninger for at fremvise fin udlånsvækst og med beskyttede eller forbedrede nettorentemarginaler.

ECB hæver renten og markedets renteforventninger

ECB og Nationalbanken hævede i september måned renten præcis som ventet med 25 basispoint. Den stramme tone fra rentemødet medførte dog, at markedet nu forventer et højere renteniveau i fremtiden og særligt for 2027-2028. Konsensus-estimer for nettorenteindtægterne indikerer allerede en pæn vækst i 2027, men markedet indregner ikke fuldt ud de tre renteforhøjelser, som renteforventningerne nu indikerer vil materialisere sig i slutningen af 2027, og heller ikke den efterfølgende rentestigninger i 2028. Hvis markedsforventningerne til renten viser sig at være korrekt, er der således potentiale for yderligere vækst for Danske Bank og resten af banksektoren.

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. Efter flere år med flotte kursstigninger ser vi dog nu endeligt værdiansættelsen af aktien, målt på P/E- eller P/B-multiplier, som fair i forhold til den profitabilitet banken har udsigt til at kunne levere de kommende år. Vi forventer derfor et mere afdæmpet, men dog stadig positivt afkast i aktien den kommende tid.

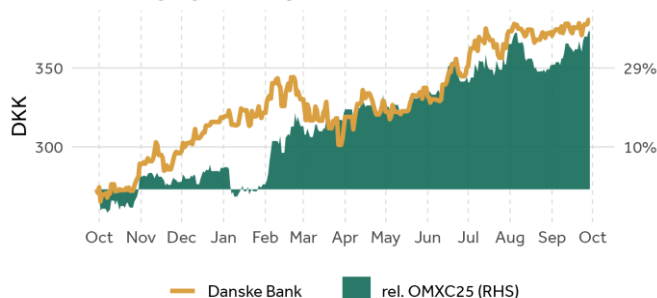
Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Indtjening før skat	30.697	32.324	34.368	35.788
Nettoreultat	23.035	24.288	26.016	27.092
Balancesum	3.572.750	3.748.085	3.883.716	4.011.311
Egenkapital	181.162	177.125	176.711	181.109
Indtjening per aktie (DKK)	28	30	33	34
Udbytte per aktie	22,7	26,5	22,0	23,0
P/E (x)	13,3	12,4	11,4	10,8
K/I (x)	1,7	n.m	n.m	n.m

Kilde: Jyske Bank & Danske Bank

Danske Bank	Hold
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	400
Lukkekurs (DKK)	380,3
Markedsværdi (DKK mio.)	310.255
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

Danske Bank er den største bank i Danmark med markedsandele på udlån og indlån mellem 25 og 30%. Danske Bank har også en betydelig international tilstedeværelse som en af de største banker i Norden med mere end 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

- God måned med udrulning af Oticon Reveal
- Væksten i Frankrig er kommet ned i gear

God måned med udrulning af Oticon Reveal

Demant-aktien har i september måned fortsat den gode udvikling med en stigning på hele 9 % mod et fald i OMX C25 på 4,1 %. Aktien er nu oppe med hele 46 % for året og er dermed en af de bedst performerende aktier i 2026. Demant er i september måned begyndt med udrulningen af deres nye høreapparat, Oticon Reveal, der bliver det nye flagskibsprodukt. Lanceringen kommer i kølvandet på den stærke start på Oticon Zeal, som var en væsentlig driver for Demants organiske vækst på 9% i 2. kvartal. Reveal bør således være med til at understøtte væksten i 2. halvår, men konkurrencen i markedet bliver væsentlig hårdere, da alle de store høreapparatsproducenter har lanceret nye produkter i august. Markedet bliver således oversvømmet med nye produkter, hvilket alt andet lige gør det sværere at tage markedsandele. Vi vil derfor ikke sætte næsen op efter samme høje vækstrater i 2. halvår.

Væksten i Frankrig er kommet ned i gear

Det franske marked er vokset med en tocifret procentsats i 2025, hvor sundhedsreformen gjorde, at små 500.000 førstegangsb brugere i 2021 stod over for at skulle skifte deres høreapparat - en trend der er fortsat ind i 1. kvartal af 2026. Væksten er dog kommet ned i gear de seneste par måneder, hvor de offentlige refusionsgodtgørelser til dækning af høreapparater er steget med 3-4 % - på niveau med den normale markedsvækst. Medvinden fra det franske marked bliver derfor markant mindre i 2026, men væksten holder sig fortsat oppe i positivt territorium på trods af de svære sammenligningstal fra sidste år.

Investeringscase

Efter en periode med afdæmpet efterspørgsel er salgsvæksten tilbage på sporet, understøttet af lanceringen af Oticon Zeal, der har gjort det muligt igen at tage markedsandele. Det er dog afspejlet i forventningerne i markedet. Samtidig står Demant overfor hård konkurrence, da markedet bliver oversvømmet med nye produkter i 2. halvår. Det kan derfor blive svært at opretholde den høje vækst. Desuden er forventningerne i markedet kommet op, og vi ser derfor ikke længere samme mulighed for en positiv overraskelse i 2026.

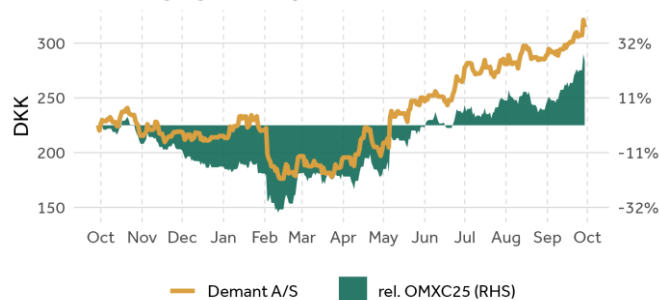
Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	22.971	26.175	27.982	30.041
EBIT	3.832	4.315	5.098	5.926
Net Profit	1.544	2.655	3.259	3.898
Balance sum	39.074	40.082	41.950	44.030
Egenkapital	9.842	13.407	16.666	17.642
Indtjening per aktie (DKK)	7,1	12,5	15,3	18,4
Udbytte per aktie (DKK)	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	40,6	23,2	18,8	15,7
K/I (x)	6,4	5,0	4,0	3,8

Kilde: Jyske Bank & Demant

Demant	Hold
Sektor	Sundhed
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	300
Lukkekurs (DKK)	314,6
Markedsværdi (DKK mio.)	66.618
Jyske Quant	Q3
Value score	Q3
Quality score	Q2
Momentum score	Q3

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

- Roads holder fortsat aktien tilbage
- Integrationscasen skal nu bevise sit værd

Roads holder fortsat aktien tilbage

DSV-aktien faldt 11,7 % i september mod et fald på 4,1 % for OMXC25, og investorenes fokus er fortsat rettet mod udfordringerne i Roads efter integrationen af Schenker. DSV har mistet kunder og markedsandele, særligt inden for stykgods, og indtjeningen ventes at være hårdest ramt i 3. kvartal. Der er dog tegn på fremgang. Leveringskvaliteten er forbedret markant fra omkring 84 % i juni til over 90 % gennem sommeren og nærmer sig dermed selskabets målsætning på 92 %. Samtidig udvikler Air & Sea sig stabilt, mens Contract Logistics fortsat leverer tilfredsstillende.

Integrationscasen skal nu bevise sit værd

Vi vurderer fortsat, at udfordringerne i Roads primært skyldes selve integrationen og ikke strukturelle problemer i forretningen. DSV fastholder synergimålene for Schenker, og fra november går den sidste juridiske del af integrationen i gang, hvorefter flere af besparelserne gradvist bør slå igennem. Det afgørende bliver nu, om DSV kan stabilisere driften og begynde at vinde de tabte kunder tilbage i 4. kvartal. Lykkes det, vil det styrke troværdigheden omkring integrationscasen og understøtte forventningen om en markant indtjeningsforbedring i 2027. Samtidig ser vi langsigtet medvind fra blandt andet AI relateret logistik, hvor efterspørgslen efter transport af servere, chips og datacenterudstyr fortsat vokser kraftigt.

Investeringscase

DSV er en klar branchevinder med et effektivt og skalerbart IT-setup, en resultatorienteret performancekultur samt en aktionærvenlig ledelse. 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 integrere større virksomheder, men også til at præstere under volatile markedsforhold. Dette er årsagen til, at vi forventer markant indtjeningsvækst i de kommende år, hvor de DKK 9 mia. i AI-relaterede besparelser ikke bliver slutdestinationen.

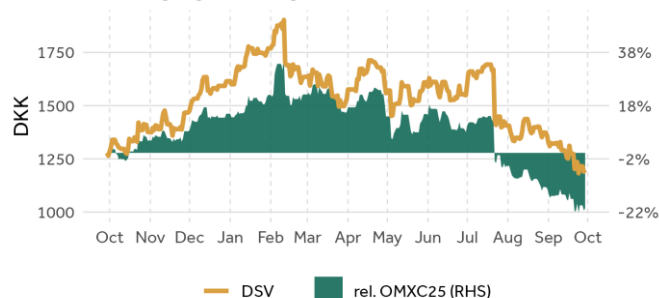
Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	247.331	296.082	302.880	309.032
EBIT	19.611	25.233	31.539	36.204
Net Profit	8.463	10.763	18.871	23.434
Balance sum	290.373	278.503	266.310	254.074
Egenkapital	117.690	136.416	156.372	176.601
Indtjening per aktie (DKK)	47,8	74,6	52,0	43,1
Udbytte per aktie (DKK)	5,4	6,8	12,0	14,8
P/E (x)	46,0	36,1	20,6	20,5
K/I (x)		2,1	1,8	1,6

Kilde: Jyske Bank & DSV

DSV	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	2.100
Lukkekurs (DKK)	1.198
Markedsværdi (DKK mio.)	288.053
Jyske Quant	Q4
Value score	Q3
Quality score	Q3
Momentum score	Q4

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Aktieanalytiker, Haider Anjum

Genmab

- Stærk kursudvikling frem mod 4. kvartal
- 3 studier bliver afgørende for Genmabs vækstprofil

Stærk kursudvikling frem mod 4. kvartal

Genmab fortsætter den gode kursperformance, hvor aktien er steget 9,2 % i denne måned. De positive bidrag til udviklingen skyldes blandt andet forventninger til de kommende studieresultater for Epkinly, Rina-S og Peto i 4. kvartal. September var relativt rolig for Genmab, bortset fra nyheden om, at Roche præsenterede nye resultater i follikulært lymfom (en aggressiv form for lymfekræft), dog uden at ændre konkurrencebilledet markant.

3 studier bliver afgørende for Genmabs vækstprofil

Genmab går ind i et afgørende 4. kvartal med tre centrale fase 3-resultater. Genmab gentog i løbet af september den positive tone omkring forventningerne til de kommende data. For Epkinly er der fortsat fokus på fase 3-data i kombination med R-CHOP i førstelinje-lymfekræftformen DLBCL. For Rina-S i ovariecancer er fokus på opfølgende fase 2-data i andenlinje samt data fra fase 3-studiet inden for samme område. For Peto er fokus på fase 3-data i hoved- og halskræft. Vi vurderer, at kursmålet i et positivt scenarie, hvor alle tre studier viser positive resultater, kan løftes med omkring 30 %-point. Omvendt kan et negativt udfald for de tre programmer medføre en downside på omkring 40 %. Positive resultater på tværs af de tre programmer kan styrke Genmabs vækstprofil markant og mindske afhængigheden af Darzalex. Vi noterer os, at Genmab har haft et stærkt kursmæssigt momentum siden bunden i sommer, hvilket formentlig indikerer, at markedet allerede har taget delvist forskud på nyhedsstrømmen.

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 og estimerer en gennemsnitlig årlig omsætningsvækst på ca. 9 % indtil 2030 (ca. 6 % til 2035).

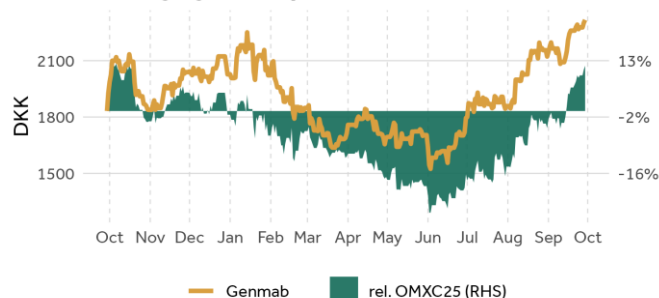
Udvalgte nøgletal

USDm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	3.720	4.343	5.025	5.731
EBIT	1.065	1.117	1.436	1.771
Net Profit	963	609	870	1.145
Balance sum	12.873	13.603	14.345	15.364
Egenkapital	6.100	6.709	7.579	8.724
Indtjening per aktie (USD)	14,8	9,5	13,6	17,8
Udbytte per aktie (USD)	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	23,5	37,5	25,9	19,7
K/I (x)	3,7	3,4	3,0	2,6

Kilde: Jyske Bank & Genmab

Genmab	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	2.350
Lukkekurs (DKK)	2.317
Markedsværdi (DKK mio.)	144.594
Jyske Quant	Q3
Value score	Q4
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

- Frasalget af Hearing rykker tættere på
- Fokus på den tilbageværende forretning

Frasalget af Hearing rykker tættere på

GN Store Nord-aktien har været flyvende i september, hvor aktien er steget med hele 13,6 % mod et fald i OMX C25 på 4,1 %. Den gode performance skal i høj grad tilskrives et øget fokus i markedet på værdien af den tilbageværende forretning, hvor frasalget af GN Hearing rykker tættere på. Med den seneste måneds stigning har aktien indhentet det tabte terræn i år og er nu oppe med små 3 % år til dato på trods af et par skuffende regnskaber, hvor GN har været nødsaget til at nedjustere forventningerne til året. Det understreger efter vores vurdering, at markedet i stigende grad begynder at fokusere på de betydelige værdier, der ligger i den tilbageværende Enterprise- og Gaming-forretning, frem for de udfordringer selskabet har stået over for i løbet af året.

Fokus på den tilbageværende forretning

Efter frasalget af Hearing står GN Store Nord med en overskydende likviditet på DKK 4 mia. i 2027, som kan blive sendt retur til aktionærerne. Det svarer til 24 % af markedsværdien. Hertil kommer de 56 mio. aktier i Amplifon, som har en værdi på DKK 4,9 mia., og som også på sigt kan blive sendt tilbage til aktionærerne. Det bør være med til at synliggøre de betydelige værdier i den tilbageværende forretning, hvor GN handler på meget lave multipler – en trend der for alvor vil blive synliggjort, når væksten i Enterprise-forretningen vender tilbage til positivt territorium, hvilket vi forventer sker i 3. kvartal. Prissætningen ser således attraktiv ud både absolut og relativt til konkurrenterne, hvor GN blandt andet handler med en rabat på 50 % til Logitech.

Investeringscase

Vi ser begyndende tegn på bedring i Enterprise-forretningen, drevet af lanceringen af Jabra Evolve 3, der ser ud til at være kommet godt fra start. Vi forventer derfor, at væksten vil vende tilbage til positivt territorium i 2. halvår i takt med, at produktet rulles ud i flere prispunkter – noget markedet har gået og ventet på. Det er ikke fuldt afspejlet i prisen. Samtidig står GN efter frasalget af Hearing med op imod DKK 4 mia. i overskydende likviditet, som kan blive sendt retur til aktionærerne. Det svarer til 25% af markedsværdien. Det bør være med til at synliggøre værdien af den tilbageværende forretning.

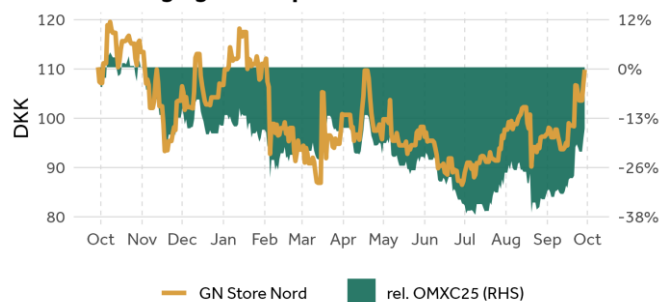
Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	9.568	9.701	10.248	10.828
EBIT	423	75	712	838
Net Profit	708	-424	1.310	1.495
Balance sum	29.226	28.908	29.993	29.966
Egenkapital	10.898	10.508	10.713	9.751
Indtjening per aktie (DKK)	4,7	-2,8	8,7	10,2
Udbytte per aktie (DKK)	0,0	0,0	0,0	1,3
P/E (x)	22,8	-38,0	12,3	10,4
K/I (x)	1,5	1,6	1,5	1,6

Kilde: Jyske Bank & GN Store Nord

GN Store Nord	Køb
Sektor	Cyklisk forbrug
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	110
Lukkekurs (DKK)	109,8
Markedsværdi (DKK mio.)	16.578
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, gaming udstyr og headsets. Høreapparatsdivisionen GN Hearing er dog solgt til Amplifon – en handel, som forventes at blive gennemført ved udgangen af 2026. Den tilbageværende forretning vil herefter bestå af Enterprise divisionen, som sælger headsets og videoudstyr til virksomheder under Jabra brandet og Gaming divisionen, som sælger gaming udstyr.

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

- God kursudvikling og medvind til Nordamerika
- Kapitalmarkedsdag efterlod en god fornemmelse

God kursudvikling og medvind til Nordamerika

ISS-aktien er i september handlet fladt mod et fald i OMX C25 på 4,1 %. Kursudviklingen var især drevet af kapitalmarkedsdagen med nye stærke finansielle målsætninger samt endnu en ny kontrakt i Nordamerika. ISS har i september måned nemlig offentliggjort en ny kontrakt med en værdi årligt på DKK 150 mio. Kontrakten er den anden kontraktudvidelse på få uger i Nordamerika, og bidrager samlet med en organisk vækst på ca. 3 % for segmentet. Det er et tiltrængt friskt pust til det amerikanske marked, som længe har oplevet træghed, og de nye kontrakter kan markere, at nye vinde blæser for ISS i Nordamerika.

Kapitalmarkedsdag efterlod en god fornemmelse

ISS afholdt kapitalmarkedsdag den 15. september, hvor de nye finansielle mål og forretningsmodel mod 2028 blev præsenteret. Vi anser målene som lidt stærkere end ventet, med en organisk vækst på over 5 % i perioden 2026-2028, og en justeret driftsmargin på mellem 5,5 % og 6 % i 2028. Væksten skal især komme fra en høj win-rate og mersalg til eksisterende kunder, hvor ISS ser DKK 80 mia. i potentiale. For marginen ventes bedre kapacitetsstyring at være den vigtigste driver bag marginforbedringen frem mod 2028. Det var desuden en præsentation som lagde vægt på skiftet fra at være en turnaround-historie til en mere strukturel værdiskabelshistorie fremadrettet. Generelt fik vi et positivt indtryk af ISS' konkurrenceevne og evne til at vinde nye kontrakter de kommende år, og ser derfor de nye finansielle mål som realistiske.

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	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	84.684	90.751	96.378	101.283
EBIT	3.950	4.575	5.058	5.579
Net Profit	2.613	2.879	3.231	3.601
Total Assets	45.601	48.251	48.811	49.349
Egenkapital	10.540	9.254	9.405	9.709
Indtjening per aktie (DKK)	15,6	18,8	22,5	26,8
Udbytte per aktie (DKK)	3,3	4,1	4,9	5,9
P/E (x)	13,9	14,6	12,2	10,3
K/I (x)	3,5	4,8	4,4	4,0

Kilde: Jyske Bank & ISS

ISS	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	330
Lukkekurs (DKK)	288,8
Markedsværdi (DKK mio.)	46.208
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

- Ny stor kontrakt i Storbritannien
- Større aftryk i det norske marked

Ny stor kontrakt i Storbritannien

Netcompany er i september måned nede med 1 % mod et fald i OMX C25 på 4,1 %. Netcompany har i september måned vundet en kontrakt på GBP 215 mio. hos det britiske NHS vedr. modernisering af cancer-screeningssystemet. Kontrakten løber over fem år, og mindst 33 % skal udbydes videre til mindre britiske IT-konsulenthuse. Hvis kontrakten er fuldt aktiveret i 2027, svarer det til en 21 % opjustering af vores britiske toplinjeestimer og vil løfte den organiske vækst for gruppen ekskl. NBS med 2,9 %-point. Det er altså en væsentlig kontrakt, der understøtter Netcompanys stærke momentum i Storbritannien.

Større aftryk i det norske marked

Netcompany kunne desuden offentliggøre, at de er ét af to selskaber, der er udvalgt af den norske transportgruppe Vy til at levere services inden for produktudvikling på en fireårig rammeaftale med en værdi op til NOK 800 mio. Størrelsen af aftalen for Netcompany specifikt er dermed uvis, men det virker ikke urealistisk, at forvente et beløb omkring DKK 35-50 mio. årligt – hvilket vil svare til en vækst i det norske marked med omkring 10 % i 2027. Dette er godt nyt for Netcompanys aftryk i det norske marked, men dog en lille nyhed i konteksten af hele gruppen.

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 implementering af AI-værktøjer 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	9.766	10.474	11.053
EBIT	562	1.048	1.518	1.720
Net Profit	257	854	1.080	1.236
Balance sum	0			
Egenkapital	3.488	3.440	3.710	3.710
Indtjening per aktie (DKK)	5,5	19,2	25,5	31,2
Udbytte per aktie (DKK)	0,0	0,0	6,4	7,8
P/E (x)	61,4	17,6	13,2	10,8
K/I (x)	4,5	30,3	28,1	28,1

Kilde: Jyske Bank & Netcompany

Netcompany	Køb
Sektor	Information Technology
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	425
Lukkekurs (DKK)	309
Markedsværdi (DKK mio.)	14.214
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

- AI-opbremsning satte sig i aktien
- Ikke noget banebrydende nyt på kapitalmarkedsdagen

AI-opbremsning satte sig i aktien

NKT-aktien er faldet med 4,4 % i september måned – en anelse mindre end OMX C25-indekset, der er nede med 4,1 %. Aktien fik et hårdt slag i midten af måneden oven på det nye narrativ om at begrænse den fortsatte udvikling af AI-modeller, hvilket sendte NKT ned med 5 % - noget der også satte sine tydelige spor hos konkurrenterne, Nexans og Prysmian. Vi ser dog fortsat et langsigtet attraktivt vækstpotentiale i NKT, hvor udbygningen af vedvarende energi og elektrificeringen af samfundet stiller store krav til udbygningen af elnettet i Europa.

Ikke noget banebrydende nyt på kapitalmarkedsdagen

Som ventet var der ikke noget banebrydende nyt fra NKT på kapitalmarkedsdagen. NKT gentog de finansielle mål for både 2028 og 2030 og løftede samtidig sløret for den fremtidige kapitalallokering, hvor investeringer i organisk vækst og opkøb ligger højere på agendaen end udbytte og aktietilbagekøb. Kapitalmarkedsdagen bekræftede os dog i, at NKT er godt på vej til at levere på de finansielle mål for 2030, hvor vi kigger ind i mere end en fordobling af indtjeningen i forhold til 2026. Holder det stik ser prissætningen attraktiv ud, hvor NKT, baseret på vores forventninger til indtjeningen i 2030, handler på en P/E på 10,4x. Det vurderer vi er for lavt. Vi havde dog håbet på, at indtjeningsfremgangen frem mod 2030 ville ske i et lidt hurtigere tempo, men selv om indkøringen af den nye højspændingsfabrik er foran planen, er fabrikken først fuldt oppe at køre ved udgangen af 2028, hvorfor den finansielle effekt først slår fuldt igennem i 2029.

Investeringscase

NKT står med kapacitetsudvidelsen i Karlskrona godt positioneret til at få andel i det attraktive vækstpotentiale, der er på højspændingsmarkedet frem mod 2030, hvor elektrificeringen af samfundet og udbygningen af vedvarende energi stiller store krav til elnettet. Efterspørgslen forventes således at overstige kapaciteten på markedet frem mod 2030, hvilket lover godt for kvaliteten af de ordrer, der tages ind. Det baner vejen for et markant løft i profitabiliteten frem mod 2030 i takt med at NKT begynder at eksekvere på nogle af de nye ordrer, der er taget ind. Samtidig står NKT med en rekordhøj ordebog på EUR 13 mia., hvilket gør, at kapaciteten er tæt på fuldt udsolgt frem mod 2030. NKT er derfor ikke så udsat i tilfælde af, at vi skulle se en nedgang i den økonomiske vækst

Udvalgte nøgletal

EURm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	3.565	3.615	4.435	4.732
EBIT	257	288	400	584
Net Profit	275	236	324	467
Balance sum	5.595	5.921	5.441	5.625
Egenkapital	2.193	2.429	2.733	2.826
Indtjening per aktie (EUR)	5,1	4,4	6,0	8,7
Udbytte per aktie (EUR)	0,0	0,0	0,0	1,2
P/E (x)	20,9	27,3	19,9	13,8
K/I (x)	2,6	2,6	2,3	2,2

Kilde: Jyske Bank & NKT

NKT	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	1.100
Lukkekurs (DKK)	875,5
Markedsværdi (DKK mio.)	47.032
Jyske Quant	Q2
Value score	Q5
Quality score	Q2
Momentum score	Q1

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

- Nyhedsfattig måned, men dog god vækst i Sverige
- Renteforventninger peger på upside til bankerne

Nyhedsfattig måned, men dog god vækst i Sverige

Nordea-aktien har set en flad september måned mod et fald i OMX C25 på 4,1 %. Det har været en relativt begivenhedsfattig september måned for Nordea på de selskabsspecifikke nyheder, men vi fik dog i løbet af måneden tal for boligudlånsvæksten i Sverige, der viste, at Nordea fortsat tager markedsandele med en vækst på ca. 3 % å/å, en smule over markedsvæksten. Dette ser vi som positivt, og vi er ikke bekymrede for at væksten er sket på baggrund af meget lave priser – tværtimod ser Nordea ud til at ligge helt på linje med konkurrenterne på boligudlånsrenterne i Sverige.

Renteforventninger peger på upside til bankerne

ECB satte renten op med 25 basispoint i september måned. Rentestigningen var helt på linje med markedets forventninger, men ordlyden var mere skarp end hidtil, hvilket skubbede markedets forventninger til den fremtidige rente ret markant op – især 2027-2028. Konsensusestimaterne i 2027 indregner lige nu en pæn vækst i nettorenteindtægterne, men afspejler alligevel ikke de tre renteforhøjelser, som markedet i øjeblikket forventer i løbet af 2027. Der er derfor en mulighed for at bankerne kommer til at overraske positivt, hvis de nuværende markedsforventninger til renteutviklingen materialiserer sig.

Investeringscase

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

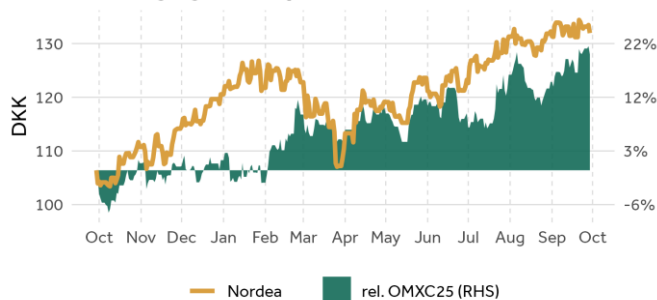
Udvalgte nøgletal

EURm	2025	2026E	2027E	2028E
Indtjening før skat	6.316	6.447	6.933	7.274
Nettoreultat	4.840	4.955	5.338	5.601
Balancesum	621.931	683.122	706.520	726.616
Egenkapital	32.419	32.767	32.553	33.512
Indtjening per aktie (EUR)	1	1	2	2
Udbytte per aktie (EUR)	1,0	1,0	1,1	1,1
P/E (x)	12,4	11,7	10,6	9,9
K/I (x)	1,8	n.m	n.m	n.m

Kilde: Jyske Bank & Nordea

Nordea	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	150
Lukkekurs (DKK)	131,9
Markedsværdi (DKK mio.)	448.999
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

- Kapitalmarkedsdag overbeviste ikke markedet
- Novo fastholder tro på pipeline, men markedet tvivler

Kapitalmarkedsdag overbeviste ikke markedet

Novo-aktien med endnu en svær måned med fald på ca. 14 %. Den store event i september var kapitalmarkedsdagen d. 21., hvor aktien faldt 8 %, hvilket indikerer, at Novo ikke formåede at overbevise investorerne om en troværdig vækstbro gennem 2026-2033. Kapitalmarkedsdagen gav større klarhed om Novos strategi frem mod semaglutids patentudløb, men markedet mangler fortsat tillid til den langsigtede vækstprofil – markedet vil have beviser. Novo lagde op til en industrilignende salgsvækst frem mod 2030 på 4-6 %, hvilket er på linje med markedets forventninger, mens indtjeningsforventningerne skuffede markedet. Vi ser fortsat flere usikkerhedspunkter om 1) væksten i 2027, 2) CagriSema, hvor Novo fortsat er relativt positiv, mens markedet er mere tvivlende, 3) prispreset samt 4) om patentudløbet på semaglutid kan overkommes. Novos svar er volumen-potentiale, pillemarkedet, innovation og diversifikation, som skal medføre at Novo er et større og mere diversificeret selskab efter patentudløbet end de er i dag – vi er ikke fuldt overbevist.

Novo fastholder tro på pipeline, men markedet tvivler

Patentudløbet på semaglutid fylder meget, men Novo forventer, at patentudløbet kan håndteres gennem en pipeline med lancering af mere end fem multi-blockbusters, med et risikosteret salgspotentiale på over 150 mia. kr. i 2035. Uden håndfaste beviser forholder markedet sig dog fortsat skeptisk til, om især de nye vækstdrivere kan kompensere for Semaglutid. Bekymringerne bliver ikke mindre af at der er udsigt til markant mere konkurrence på væggtabsmarkedet og fortsat prispres (Novo taler om 10 % modvind pr. år). I september har selskaber som Viking Therapeutics og Roche har leveret stærke studieresultater, hvilket peger på øget konkurrence inden for fedme og diabetes.

Investeringscase

Væksthistorien har været presset af skuffende CagriSema-data, prispres og øget konkurrence. Vækstcasen afhænger nu af Wegovy-pillen og pipelineprodukterne, som skal genopbygge markedets tillid til den langsigtede vækst. Samtidig er der udsigt til få oplagte nyheder fra pipelinen i den kommende tid samt øget konkurrence fra Lillys væggtabspille, hvorfor aktien forventes at bevæge sig sidelæns.

Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	309.064	296.477	299.968	318.396
EBIT	127.658	121.204	122.931	130.404
Net Profit	102.434	114.547	93.566	99.182
Balance sum	542.902	575.993	568.697	583.685
Egenkapital	194.047	241.831	239.178	249.471
Indtjening per aktie (DKK)	23,1	25,8	21,1	22,3
Udbytte per aktie (DKK)	11,6	15,2	11,6	12,3
P/E (x)	14,1	9,8	12,0	11,3
K/I (x)	7,4	4,6	4,7	4,5

Kilde: Jyske Bank & Novo Nordisk

Novo Nordisk	Hold
Sektor	Sundhed
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	330
Lukkekurs (DKK)	251,7
Markedsværdi (DKK mio.)	1.123.617
Jyske Quant	Q2
Value score	Q1
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

- Wegovy-pillen kannibalerer injektioner eller konkurrence fra Eli Lilly's pille
- Zenagamtides udviklingsprogram forsinkes eller skuffer.
- R&D og produktmix presser EBIT-marginen mere end ventet.
- Værre end forventet prispres pga. f.eks. regulering, biosimilær konkurrence, patentudløb.
- 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

- Lavere væksttempo dæmper momentum
- De langsigtede vækstdrivere står fortsat stærkt

Lavere væksttempo dæmper momentum

Novonesis-aktien faldt 9,4 % i september mod et fald på 4,1 % for OMXC25. Efter et meget stærkt første halvår ser væksten ud til at blive mere afdæmpet i 3. kvartal. Det skyldes blandt andet midlertidig modvind i Animal Health og et fortsat svagt amerikansk marked inden for Human Health. Til gengæld fortsætter Food & Beverages den stærke udvikling og ventes at levere tocifret vækst, mens Household Care ligeledes viser solidt momentum. Samlet betyder udviklingen, at sandsynligheden for endnu en opjustering i år er blevet væsentligt mindre, selv om indtjeningsmarginen fortsat ser robust ud.

De langsigtede vækstdrivere står fortsat stærkt

På længere sigt ser vi fortsat et solidt fundament for væksten. Novonesis investerer EUR 600 mio. i at udvide produktionen i Indien, hvor efterspørgslen efter biologiske løsninger inden for blandt andet fødevarer, energi og landbrug vokser hurtigt. Samtidig er bioenergiforretningen understøttet af høj amerikansk ætanolproduktion, mens en mulig permanent godkendelse af E15 benzin i USA kan give yderligere medvind. Trods et mere afdæmpet Q3-billede ser vi ingen væsentlige ændringer i de underliggende vækstdrivere, og vurderer fortsat, at Novonesis står stærkt positioneret til at tage markedsandele fra traditionelle kemiske løsninger.

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 signifikant 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-salgsginitiativer, 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.

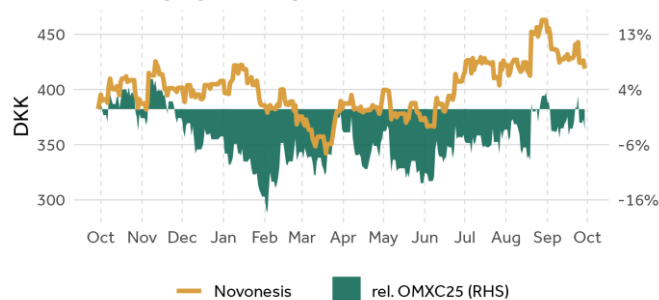
Udvalgte nøgletal

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	2,3	2,2	2,1

Kilde: Jyske Bank & Novonesis

Novonesis	Køb
Sektor	Materialer
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	515
Lukkekurs (DKK)	418,8
Markedsværdi (DKK mio.)	196.123
Jyske Quant	Q4
Value score	Q4
Quality score	Q4
Momentum score	Q2

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 kryds-salgsginitiativer, 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 fra USA peger pilen opad
- Ikke tegn på yderligere forværring

Kreditkortdata fra USA peger pilen opad

Med en beskeden stigning på 0,6 % i september har Pandora klaret sig bedre end OMX C25, som er faldet med 4,1 % i samme periode. De stigende geopolitiske uroligheder omkring Iran har ellers skabt øget usikkerhed omkring sølvpriserne på kort sigt. Omvendt peger de seneste kreditkortdata fra Bloomberg på en bedring i Pandoras amerikanske salg. Det observerbare salg i USA er indtil videre i 3. kvartal oppe med 7,8 % år/år, hvilket er en markant acceleration fra 1,9 % i 2. kvartal. Holder det stik kan der være lagt op til en positiv overraskelse på regnskabet, hvor konsensus ligger med en forventning om en omsætningsvækst i de eksisterende butikker i USA på 0,7 %.

Ikke tegn på yderligere forværring

Vi ser ikke tegn på en yderligere forværring i USA, hvor forbruget blandt lav- og mellemindkomstgruppen ser ud til at have stabiliseret sig trods stigende energipriser. Risikoen for, at forbruget falder sammen hen over juleperioden er således blevet mindre. Sammenholdt med de positive kreditkortdata ser vi derfor mulighed for, at Pandora kan løfte den lave ende af guidance-intervallet, hvor selskabet har efterladt plads til en forværring. Markedet ligger dog allerede i den høje ende af intervallet, hvorfor der skal mere til for at overraske positivt. Ved Q3-regnskabet forventer vi samtidig en opdatering på de strategiske prioriteringer, herunder marginforventningerne for 2027 samt overgangen til platinbelagte smykker, hvor vi særligt vil holde øje med resultaterne fra pilottests i Holland og prisstrategien gående fremadrettet.

Investeringscase

Pandora står overfor store udfordringer, hvor den faldende forbrugertillid i USA risikerer at påvirke salget negativt. Samtidig kommer de stigende sølvpriser til at lægge pres på indtjeningen, men presset bliver mindre end tidligere antaget, da sølvpriserne er faldet tilbage. Pandora har igangsat initiativer med henblik på at mindske eksponeringen mod sølv, og lykkedes det at konvertere store dele af sølvsortimentet til platinbelagte smykker, ser vi gode muligheder for, at Pandora vil være i stand til at genoprette indtjeningsniveauet på mellemlangt sigt. Holder det stik ser prissætningen attraktiv ud.

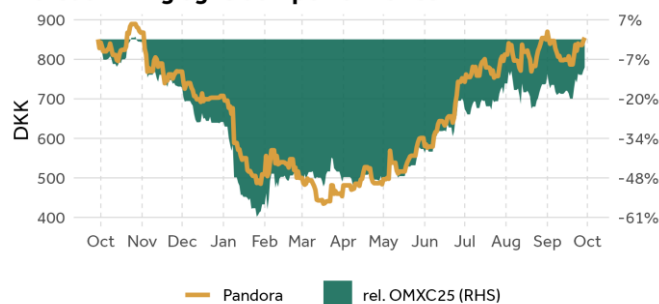
Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	32.549	33.363	35.031	36.782
EBIT	7.783	7.627	5.577	7.626
Net Profit	5.242	5.042	3.495	5.041
Balance sum	29.603	33.115	35.266	34.609
Egenkapital	5.282	8.683	10.537	9.582
Indtjening per aktie (DKK)	68,3	67,6	46,9	67,6
Udbytte per aktie (DKK)	22,0	22,0	22,0	22,0
P/E (x)	11,5	11,6	16,8	11,6
K/I (x)	11,1	7,3	6,1	6,7

Kilde: Jyske Bank & Pandora

Pandora	Køb
Sektor	Cyklisk forbrug
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	900
Lukkekurs (DKK)	855
Markedsværdi (DKK mio.)	64.125
Jyske Quant	Q1
Value score	Q2
Quality score	Q1
Momentum score	Q1

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

Aktieanalytiker, Senior Vice President, Janne Vincent Kjær

Rockwool

- Stigende energipriser lægger pres på aktien
- Prisforhøjelser kan modvirke energipresset

Stigende energipriser lægger pres på aktien

Rockwool er faldet med 7,8 % i september og er nu nede omkring 19 % siden midten af august, blandt andet som følge af bekymringer for det stigende investeringsniveau og de kraftigt stigende energipriser. Naturgaspriserne i Europa er steget omkring 20 % siden slutningen af juli, hvilket risikerer at lægge pres på Rockwools indtjening, hvis de højere omkostninger ikke kan overvæltet på kunderne. Rockwool har dog afdækket 75 % af el- og gasforbruget for 4. kvartal, men hvis gaspriserne forbliver på det nuværende niveau, kommer produktionsomkostningerne i 2027 til at stige, hvilket risikerer at smitte negativt af på indtjeningsevnen, hvis priserne ikke hæves yderligere.

Prisforhøjelser kan modvirke energipresset

Rockwool har dog historisk været gode til at overvælte stigende energipriser på kunderne, og vi forventer derfor, at Rockwool og resten af industrien inden for kort tid vil annoncere yderligere prisstigninger. Det er allerede begyndt at vise sig i Storbritannien, hvor flere større onlineforhandlere af isoleringsmaterialer har været ude og advare om såkaldte "force majeure"-prisforhøjelser. Det understøtter vores forventning om, at Rockwool vil være i stand til at kompensere for en betydelig del af de højere energipriser gennem prisstigninger. Selvom energipriserne fortsat udgør en risiko for indtjeningen, vurderer vi, at Rockwools historiske evne til at videreføre omkostningsstigninger til kunderne reducerer risikoen for en væsentlig og varig marginudvanding.

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

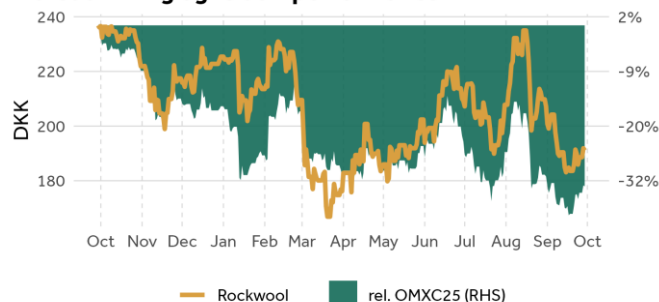
Udvalgte nøgletal

EURm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	3.877	3.855	4.163	4.413
EBIT	178	520	577	621
Net Profit	28	406	449	482
Balance sum	3.642	3.796	4.018	4.250
Egenkapital	2.741	2.869	3.036	3.223
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	15,0	13,5	12,6
K/I (x)	2,3	1,9	1,8	1,7

Kilde: Jyske Bank & Rockwool

Rockwool	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	255
Lukkekurs (DKK)	191,1
Markedsværdi (DKK mio.)	40.764
Jyske Quant	Q4
Value score	Q3
Quality score	Q3
Momentum score	Q4

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 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.

Aktieanalytiker, Senior Vice President, Janne Vincent Kjær

Royal Unibrew

- Stille måned efter regnskabet
- Alkoholrit øl giver endnu et vækstben

Stille måned efter regnskabet

Royal Unibrew-aktien faldt 3,8 % i september på linje med et fald på 4,1 % for OMX C25 og havde dermed en forholdsvis rolig måned efter det markante kursfald i august. Der har været begrænset selskabsspecifikt nyt, og investeringscasen er derfor stort set uændret. Royal Unibrew er fortsat en veldrevet forretning med stærke lokale brands og gode muligheder for at løfte indtjeningen gennem effektiviseringer og integrationen af Vrumona og San Giorgio. Usikkerheden omkring tiden efter PepsiCo-kontraktens udløb i 2029 hænger dog fortsat over aktien, og markedet mangler stadig en mere konkret plan for, hvordan den tabte forretning skal erstattes.

Alkoholrit øl giver endnu et vækstben

I september udvidede Royal Unibrew samarbejdet med Heineken og fik licens til at sælge Heineken 0.0 på fad i Danmark. Alkoholrit fadøl er fortsat en lille kategori, men efterspørgslen vokser, og aftalen giver Royal Unibrew en stærkere position på restauranter, barer og events. Den økonomiske effekt er begrænset på kort sigt, men aftalen passer godt ind i Royal Unibrews fokus på vækst kategorier og styrker samtidig relationen til Heineken. Det ændrer ikke på PepsiCo udfordringen, men er endnu et eksempel på, hvordan selskabet forsøger at bygge nye vækstben op.

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.

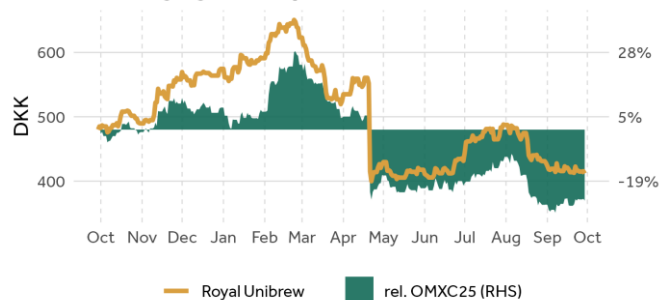
Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	15.723	16.027	16.446	17.173
EBIT	2.202	2.365	2.496	2.674
Net Profit	1.560	1.657	1.753	1.892
Balance sum	18.269	18.465	18.831	19.319
Egenkapital	6.713	6.842	7.108	7.409
Indtjening per aktie (DKK)	31,4	33,0	34,9	37,7
Udbytte per aktie (DKK)	16,0	16,5	17,5	18,8
P/E (x)	13,8	13,1	12,4	11,5
K/I (x)	4,2	3,0	2,9	2,8

Kilde: Jyske Bank & Royal Unibrew

Royal Unibrew	Hold
Sektor	Stabilt forbrug
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	525
Lukkekurs (DKK)	411,8
Markedsværdi (DKK mio.)	20.302
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 landniveau er Unibrew i høj grad eksponeret mod markederne Danmark, Finland, Norge, Italien og de baltiske lande.

Risikofaktorer

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

Senior Aktieanalytiker, Haider Anjum

Tryg

- Presset på Tryg-aktien fortsætter i september måned
- Ny runde AI-bekymringer i forsikringssektoren

Presset på Tryg-aktien fortsætter i september måned

Tryg-aktien har været under pres i september måned med et fald på 8,3 % mod et fald i OMX C25 på 4,1 %. Aktien er nu nede med 12,9 % år-til-dato, og kæmper med at komme tilbage på sporet efter et hårdt år med arbejdsskadesagen og aftagende toplinjevækst. Noget tyder altså på, at markedet gerne vil se toplinjevæksten accelerere igen, før aktien kommer tilbage på rette kurs. Tryg kunne dog i september måned annoncere, at de indgår en partnerskabsaftale med Mercedes-Benz i Sverige. Aftalen er blandt de største bilpartnerskabsaftaler i Trygs historie, men vi vurderer alligevel ikke, at det vil flytte nævneværdigt på forsikringsresultatet.

Ny runde AI-bekymringer i forsikringssektoren

Den sløje kursperformance kan desuden skyldes, at investorerne har kastet sig ud i en ny runde bekymringer om AI-impactet på forsikringsselskaberne, denne gang med udgangspunkt i personlige AI-agenter, såsom Metas netop lancerede agent "Muse" (ikke frigivet i Danmark endnu). Disse AI-agenter kan indhente tilbud og forhandle på vegne af brugeren, og kan potentielt gøre standardiserede produkter såsom bilforsikring markant mere prisuniforme, hvilket kan skade forsikringsselskabernes indtjening. I den kontekst bør mere erhvervstunge skadesforsikrere være mere beskyttede (i første omgang), da der her kræves mere menneskelig rådgivning, specialiserede risikovurderinger og mere komplekse dækninger.

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 prisset på 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.

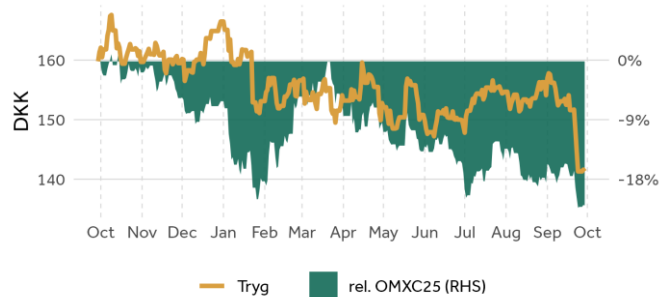
Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Bruttopræmieindtægter	40.357	42.219	43.924	45.528
Teknisk resultat	7.945	7.133	8.697	9.096
Nettoresultat	5.407	4.547	5.611	5.922
Balance sum	103.665	111.785	114.854	116.817
Egenkapital	39.620	36.586	36.129	35.440
Indtjening per aktie (DKK)	8,9	7,6	9,5	10,2
Udbytte per aktie	8,2	8,6	9,0	9,4
P/E (x)	17,4	20,2	16,1	15,1
K/I (x)	10,6	2,3	2,3	2,3

Kilde: Jyske Bank & Tryg

Tryg	Hold
Sektor	Finans
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	170
Lukkekurs (DKK)	141,3
Markedsværdi (DKK mio.)	84.820
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

- Svag ordreindgang i 3. kvartal
- Højt aktivitetsniveau i USA

Svag ordreindgang i 3. kvartal

Vestas-aktien er i september måned faldet 9,9 %, hvilket skal ses i lyset af en generelt svag performance i OMX C25 og bekymringer for en opbremsning i udbygningen af AI og datacentre. Samtidig har ordreindgangen været svag, hvor Vestas indtil videre kun har annonceret 1.914 MW i nye ordrer. Det er markant lavere end samme periode sidste år, hvilket efterlader et betydeligt efterslæb i forhold til markedets forventninger. Vi ser således en risiko for, at forventningerne i markedet vil skulle justeres ned. Vestas har dog sikret 10,5 GW til levering i 2027, hvilket er 16 % mere end i samme periode sidste år. Vi er derfor endnu ikke så bekymrede for aktivitetsniveauet i 2027, men ordreindgangen skal gerne tilbage på sporet i 4. kvartal.

Højt aktivitetsniveau i USA

Data fra American Clean Power Association viser et fortsat højt aktivitetsniveau i USA med næsten 5 GW installeret i 2. kvartal. Pipelinen af projekter, der har påbegyndt konstruktion, kan dog ikke følge med i samme høje tempo, hvilket delvist skal ses i lyset af, at en række projekter fortsat afventer de nødvendige nationale sikkerhedschecks, som forsvarsministeriet bedvidst har valgt ikke at gennemføre. Der er dog stadig 27 GW, der er under konstruktion, og som endnu ikke er omsat til ordrer. Vi ser således fortsat en stor pipeline af ordrer, som kan blive konverteret til ordrer for Vestas frem mod 2030, hvor selskabet allerede har sikret en betydelig ordrebeholdning i USA.

Investeringscase

Vestas er på rette vej i forhold til at genetablere indtjeningsevenen, 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 indtjenningsniveauer. 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.

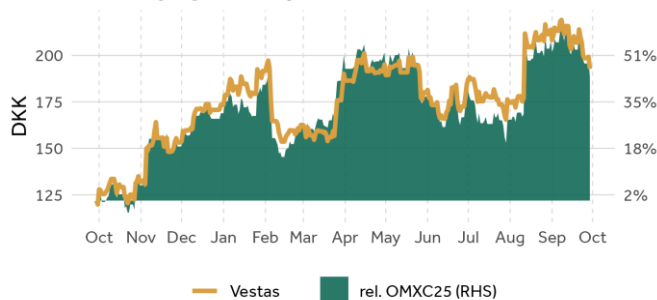
Udvalgte nøgletal

EURm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	18.822	21.264	24.387	24.895
EBIT	1.015	1.665	2.271	2.461
Net Profit	780	1.202	1.675	1.822
Balance sum	25.732	28.098	31.732	33.253
Egenkapital	3.881	4.775	5.781	6.874
Indtjening per aktie (EUR)	0,8	1,2	1,7	1,9
Udbytte per aktie (EUR)	0,1	0,2	0,2	0,2
P/E (x)	29,8	23,0	16,3	14,7
K/I (x)	5,9	5,3	4,3	3,5

Kilde: Jyske Bank & Vestas

Vestas	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	245
Lukkekurs (DKK)	192,8
Markedsværdi (DKK mio.)	191.894
Jyske Quant	Q1
Value score	Q2
Quality score	Q3
Momentum score	Q1

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 (31-08-2026)

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	24040 (DKK)	15750 (DKK)	-	-	Sælg	-	-	Haider Anjum
AL Sydbank	731 (DKK)	750 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Alm. Brand	16.3 (DKK)	18.5 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Carlsberg	848.2 (DKK)	1000 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Haider Anjum
Coloplast	419 (DKK)	530 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Danske Bank	380.3 (DKK)	400 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Anders Haulund Vollesen
Demant	314.6 (DKK)	300 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Janne Vincent Kjær
DSV	1198 (DKK)	2100 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Haider Anjum
Genmab	2317 (DKK)	2350 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
GN Store Nord	109.8 (DKK)	110 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
ISS	288.8 (DKK)	330 (DKK)	315 (DKK)	15-09-2026	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Netcompany	309 (DKK)	425 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
NKT	875.5 (DKK)	1100 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
Nordea	131.9 (DKK)	150 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Novo Nordisk	251.7 (DKK)	330 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Novonesis	418.8 (DKK)	515 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Haider Anjum
Pandora	855 (DKK)	900 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
Rockwool	191.1 (DKK)	255 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
Royal Unibrew	411.8 (DKK)	525 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Haider Anjum
Tryg	141.3 (DKK)	170 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Anders Haulund Vollesen
Vestas	192.8 (DKK)	245 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær

Kilde: Jyske Bank

Se historiske anbefalingsændringer [her](#)

Vigtig Investorinformation

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

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

Analysen og anbefalingerne er generelle informationer og ikke personlig rådgivning.

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

Interessekonflikter

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

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

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

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

Læs mere om Jyske Banks politik om interessekonflikter på:

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

Modeller

Kvantitative anbefalinger på enkeltsselskaber

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

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

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

Fundamentale anbefalinger på enkeltsselskaber

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

Jyske Bank anvender en eller flere af følgende modeller:

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

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

hvor

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

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

EV = Estimeret værdi (både egenkapital og rentebærende gæld)

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

Anbefalinger på enkeltsselskaber: Handelsidéer

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

Herudover tager handelsidéen udgangspunkt i følgende:

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

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

Anbefalingsbegreber

Kvantitative anbefalinger på enkeltsselskaber

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

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

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

Fundamentale anbefalinger på enkeltsselskaber

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

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

Kilde: Jyske Bank

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

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

Fundamentale anbefalinger på enkeltsselskaber: Handelsideer

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

Opdatering af analysen

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

Risiko

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

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

Afkast og kursudvikling

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

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

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

Skat

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

MSCI disclaimer

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

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

Flere informationer

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

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