

22/01/2026 13:31

Danske Aktier



Indholdsfortegnelse

A.P. Møller - Mærsk	3
Alm Brand	4
Carlsberg	5
Coloplast	6
Danske Bank	7
Demant	8
DSV	9
Genmab	10
GN Store Nord	11
ISS	12
Netcompany	13
NKT	14
Nordea	15
Novo Nordisk	16
Novonesis	17
Pandora	18
Rockwool	19
Royal Unibrew	20
Tryg	21
Vestas	22
Danske aktier – Ændringer siden sidst (19-12-2025)	23

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

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

Jyske Bank A/S

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

A.P. Møller - Mærsk

- Stærk afslutning på 2025, men modvindene tager til
- Industridynamikker peger mod lavere indtjening

Stærk afslutning på 2025, men modvindene tager til

Før Mærsk for alvor træder ind i 2026 afslutter de dog 2025 med endnu et solidt kvartalsregnskab, formentlig det sidste i denne omgang. For Ocean venter vi i Q4'25 en volumenvækst på 5,75 %, hvilket kombineret med en stærk udvikling i Terminals og en fortsat bedring i Logistics peger vores EBITDA-estimat op på USD 1,59 mia. - stort set på linje med konsensus – og et helårsresultat, der ligger helt i toppen af selskabets guidance. Når vi kigger frem, er vi fortsat komfortable med vores forventning om, at væksten i den globale containervolumen vil gå ned i kadence i 2026, om end fortsat voksende, dels grundet et svære sammenligningsgrundlag, men også som følge af, at 2026 hverken vil byde på frontloading eller omlægning af fragt.

Industridynamikker peger mod lavere indtjening

Vi vurderer ikke, at den aktuelle prisfastsættelse afspejler, at vi kigger ind i en lang periode med svag indtjening, og vi har svært ved at se, hvad der på kort sigt skal løfte aktien fra et industri-mæssigt perspektiv. Ordrebog-til-flådestørrelse fortsætter med at vokse, nu på 34%, mens efterspørgslen viser begyndende svaghestegn. Vi ser, at voksende ubalancer mellem udbud og efterspørgsel vil sende fragtraterne længere ned, hvilket vil presse indtjeningen. Vi venter således, at 2026 bliver et tabsgivende år for Mærsk.

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 ambitionen om at blive en integreret logistikoperatør. Vi kan dog ikke se bort fra, at selskabet fortsat henter størstedelen af omsætningen i Ocean-divisionen, hvor industridynamikkerne ventes at være ugunstige et stykke tid ud i fremtiden grundet voksende ubalancer mellem efterspørgsel og udbud, hvor toldbarrierer og makroøkonomisk usikkerhed presser den globale efterspørgsel, mens leveringen af nye skibe, manglende scrapping og sejlads gennem Rødehavet øger kapaciteten.

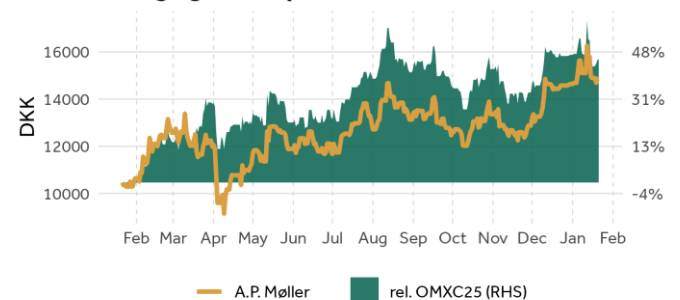
A.P. Møller - Mærsk

Sektor	Industri
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	10.000
Lukkekurs (DKK)	14.845
Markedsværdi (DKK mio.)	234.542

Jyske Quant

Value score	Q1
Quality score	Q3
Momentum score	Q2

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	55.482	53.298	48.462	52.093
EBIT	6.499	3.562	-451	233
Net Profit	6.232	3.135	-545	46
Balance sum	87.697	89.504	91.279	93.221
Egenkapital	57.947	57.552	52.392	48.079
Indtjening per aktie (USD)	393,7	198,0	-34,4	2,9
Udbytte per aktie (USD)	150,0	150,0	150,0	150,0
P/E (x)	5,8	11,6	n/m	786,4
K/I (x)		0,6	0,7	0,8

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

Senior Aktieanalytiker, Haider Anjum

Alm. Brand

- 4. kvartalsregnskab slutter et godkendt 2025
- Svag start på 2026

4. kvartalsregnskab slutter et godkendt 2025

Spændingen for 4. kvartalsregnskabet var afdæmpet grundet præannonceringen den 21. januar, men det skal ikke tage noget fra en godkendt afslutning på 2025. Alm. Brand landede et forsikringsresultat på DKK 1,91 mia. i 2025, svarende til 521 mio. i Q4 – 2% bedre end markedets forventninger. Desuden kunne Alm. Brand annoncere en overraskende høj udlodning på DKK 1,5 mia. i anden del af 2026, som består af et ekstraordinært aktietilbagekøb på DKK 1 mia. fra PIM-godkendelsen (DKK 600 mia.), forbedrede vilkår på reassurandækning (DKK 400 mia.) og en ordinær del på DKK 500 mio. Alm. Brand kom også med guidance for 2026, hvor forsikringsresultatet forventes at lande på DKK 1,65-1,85 mia. ekskl. afløb, hvilket er en smule under konsensusestimatet i markedet på DKK 1,82 mia.

Svag start på 2026

De kedelige takter fra andet halvår af 2025 fortsætter ind i 2026, hvor januar bød på et kursfald på 8,9% for Alm. Brand-aktien mod en stigning i OMX C25 på 4%. En del af kursfaldet kan tilskrives beklæmninger om, hvilken effekt selvkørende biler kan få på fremtidige forsikringspræmier. Selvom dette potentielt kan blive en udfordring for branchen, vurderer vi dog, at konsekvenserne ligger længere ude i fremtiden, end den nuværende kursreaktion giver indtryk af.

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 enven 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. Vi anser dog aktiens nuværende værdiansættelse som fair, både relativt til gruppen af børsnoterede nordiske forsikringsselskaber samt ud fra et fundamentalt perspektiv. Vi anser derfor kurspotentialet for at være behersket – dog stadig positivt – i de kommende måneder.

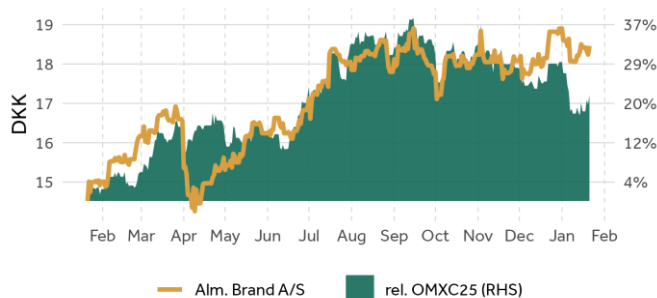
Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Bruttopræmieindtægter	11.083	11.830	12.306	12.730
Teknisk resultat	1.443	1.901	2.040	2.185
Nettoresultat	776	1.337	1.298	1.409
Balance sum	35.428	32.768	35.341	35.978
Egenkapital	13.403	12.525	11.954	11.734
Indtjening per aktie (DKK)	0,5	0,9	0,9	1,1
Udbytte per aktie	0,6	0,7	0,7	0,8
P/E (x)	27,5	20,0	19,5	17,4
K/I (x)	1,6	2,1	2,1	2,1

Kilde: Jyske Bank & Alm Brand

Alm Brand	Hold
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	18,5
Lukkekurs (DKK)	18,5
Markedsværdi (DKK mio.)	26.822
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

- Skadesinflation (størrelse/frekvens) større end prisstigninger, særligt i relation til bilforsikringer.
- Prispress 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

- Udfordret Q4 med pres i Vesteuropa og Asien
- 2026 tegner til at blive et stærkt år

Udfordret Q4 med pres i Vesteuropa og Asien

Når Carlsbergs årsregnskab for 2025 offentliggøres den 4. februar sigter vi efter en organisk volumen- og salgsvækst i kvartalet på henholdsvis -2,4% og -1,8% med et pris/mix på 0,6%. Regnskabet vil afspejle fortsatte udfordringer i både Vesteuropa og Asien. I Vesteuropa påvirker tabet af San Miguel-kontrakten fortsat udviklingen, mens udfordringer i Polen trækker yderligere ned. I Asien vil en positiv volumenvækst i Kina blive udlignet af Laos' makroøkonomiske problemer og vejrforstyrrelser i Vietnam. Til gengæld ventes der en høj encifret vækst på det indiske marked, hvilket sammen med indledende salg af Pepsi-produkter i Kasakhstan bør opveje for svaghederne i Ukraine.

2026 tegner til at blive et stærkt år

Vi venter, at Carlsberg for 2026 guider efter en organisk EBIT-vækst på 3-7%, men givet selskabets konservative og forsigtige tilgang, der oftest bliver overgået, er vi relativt komfortable med vores estimat på 7,7%. Et lettere sammenligningsgrundlag i Kina, normalisering i Vietnam, fortsat høj encifret vækst i Indien og stigende Britvic-synergier vil blandt andet understøtte salg- og volumenvæksten i 2026.

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 skaber mulighed for, at aktien fortsat kan indsnævre værdiansættelsesrabatten relativt til sektoren. Vi anerkender, at der fortsat er en række usikkerhedspunkter, heriblandt udviklingen i Asien og forbrugertilliden i Europa, men Carlsberg har i årtier bevist imponerende omkostningsstyrke og evne til at navigere i volatile markeder med en rolig hånd. Alt dette understøtter målsætningen om en organisk salgsvækst på 4-6% frem mod 2027 – som en del af SAIL'27-strategien.

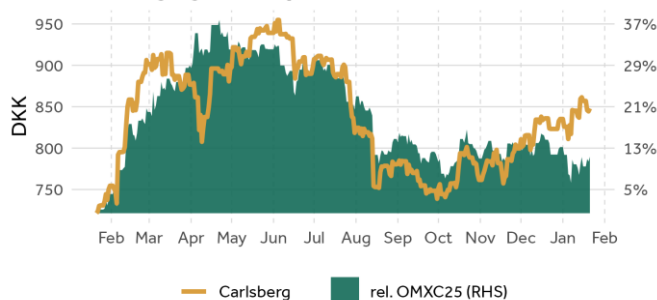
Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	75.011	89.114	92.740	95.744
EBIT	11.411	13.475	14.412	15.378
Net Profit	8.005	8.303	9.214	9.993
Balance sum	113.328	167.735	168.941	169.813
Egenkapital	30.612	33.011	33.512	33.941
Indtjening per aktie (DKK)	68,7	53,2	59,6	65,1
Udbytte per aktie (DKK)	27,0	29,1	30,9	33,5
P/E (x)	11,6	13,9	12,5	11,5
K/I (x)	3,0	3,4	3,4	3,4

Kilde: Jyske Bank & Carlsberg

Carlsberg	Køb
Sektor	Stabilt forbrug
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	950
Lukkekurs (DKK)	848
Markedsværdi (DKK mio.)	116.941
Jyske Quant	Q3
Value score	Q3
Quality score	Q4
Momentum score	Q3

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

Carlsberg er et af verdens største bryggerier med en produktpalette på mere end 700 produkter, fordelt på 140 brands og en tilstedeværelse i 150 lande. Topbrandsene Carlsberg 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 fortsætter den kedelige udvikling
- Svagt kvartal ventes – udsigt til bedring i andet halvår

Aktien fortsætter den kedelige udvikling

Coloplast-aktien fortsætter den kedelige udvikling i januar med et fald på 0,9 % sammenlignet med OMX C25, der er steget 4,0 %. Den negative kursudvikling skal ses i lyset af udmeldinger fra Det Hvide Hus om påpasselighed omkring store stigninger i udgifterne til Medicare, hvilket presser sundhedsaktierne. Aktien var yderligere presset af fortsat negativt momentum efter meddelelsen fra CMS tilbage i december, hvor biologisk sårpleje, herunder Kerecis, blev trukket tilbage fra den annoncerede LCD. Tilbagestrækningen fjerner den forventede medvind for en væsentlig del af Kerecis-forretningen i 2026 og har øget investorenes usikkerhed forud for det kommende regnskab. Selvom Coloplast fastholder, at prisstrukturen fortsat er attraktiv, havde markedet forventet, at LCD'en ville reducere konkurrencen markant. Midt i usikkerheden var der dog et mindre lyspunkt fra kontinensforretningen, hvor Luja-produkterne viste fortsat solid salgsvækst i november, hvilket peger på en fortsat stabil udvikling i kerneforretningen.

Svagt kvartal ventes – udsigt til bedring i andet halvår

Den 6. februar vil Coloplast præsentere regnskab for 1. kvartal, som ventes at vise en svag start på 2025/26. Udviklingen er præget af produkttilbagekaldelser, modvind i Kina samt fortsat usikkerhed omkring Kerecis, mens kontinensforretningen omvendt leverer fin fremgang. På trods heraf forventer vi, at Coloplast fastholder forventningerne til både vækst og indtjening for regnskabsåret og gentager, at væksten primært vil ligge i anden halvdel af året. Vi forventer desuden uændret ordlyd omkring CEO-processen med sigte på annoncering senest i maj. Vi vurderer samlet set, at markedet allerede har indregnet et svagt kvartal, og at meget af den kortsigtede usikkerhed derfor allerede er reflekteret i aktiekursen.

Investeringscase

Efter en lang periode med skuffelser indpriser markedet pt. mange negative elementer, og at blot fraværet af flere negative nyheder eller annonceringen af en ny CEO kan styrke aktien. Udfordringerne er ikke ovre for Coloplast, og der er fortsat usikkerhed omkring regulatoriske ændringer i USA og told, men vi anser risk/reward i aktien for attraktiv. Samtidigt er værdiansættelsen mere attraktiv end tidligere (både absolut og relativt). Fuld genvinding af markedets tillid kræver beviser på fremgang – execution is key.

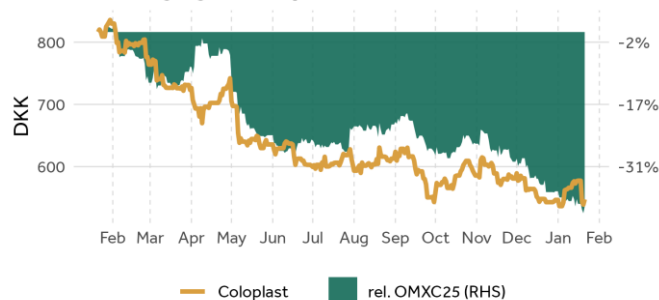
Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	27.874	29.138	31.208	33.389
EBIT	7.201	7.986	8.656	9.341
Net Profit	3.636	5.426	5.943	6.475
Balance sum	48.367	47.282	48.665	50.213
Egenkapital	16.083	17.440	18.723	20.165
Indtjening per aktie (DKK)	16,2	24,1	26,4	28,8
Udbytte per aktie (DKK)	23,0	18,1	18,5	20,2
P/E (x)	33,6	23,9	21,8	20,0
K/I (x)	7,6	7,1	6,6	6,1

Kilde: Jyske Bank & Coloplast

Coloplast	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	720
Lukkekurs (DKK)	547,4
Markedsværdi (DKK mio.)	124.917
Jyske Quant	Q5
Value score	Q3
Quality score	Q4
Momentum score	Q5

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 vækstsmål.
- 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

- Et kig frem mod regnskabet
- Status quo i 2026?

Et kig frem mod regnskabet

Danske Bank aflægger 4. kvartalsregnskab den 5. februar 2026, hvor vi forventer stabile nettorenteindtægter drevet af udlånsvækst, særlig i erhvervssegmentet, samt et bidrag fra obligationsporteføljen, som er med til at modvirke marginpresset. Gebyrindtægterne ventes at falde lidt tilbage efter stærke performance fees sidste år, mens handelsindtægterne bør kunne lande over det guidede niveau. Vi vurderer, at omkostningerne lander på linje med guidance, og at nedskrivningerne forbliver lave. Vi estimerer et resultat på omkring DKK 5,8 mia., hvilket bringer helårsresultatet tæt på midten af guidance-intervallet. Vi forventer desuden en dividende på DKK 22 pr. aktie og et aktietilbagekøbsprogram på DKK 5 mia. som samlet udlodning for 2025.

Status quo i 2026?

Danske Bank-aktien har fået en flad start på 2026 mod en stigning i OMX C25 på 4%. Efter et fremragende 2024 og 2025 ser vi efterhånden at meget af den forbedrede indtjening i Danske Bank-aktien er ved at være priset ind i aktiekursen, og vi ser derfor den nuværende prissætning i markedet, som fair. På linje med januar måned, ser vi ikke 2026 som et år med voldsomme udsving i indtjeningen for Danske Bank, og vi forventer mere eller mindre et indtjeningsniveau, som kommer ind på linje med 2025.

Investeringscase

Danske Bank arbejder på at indfri sine ambitiøse finansielle målsætninger for 2026, hvori hovedelementet er at levere en egenkapitalforrentning på 13%. For at lykkes med dette kræves der et accelereret kommercielt momentum, hvilket banken på det seneste har været i stand til at fremvise, med fornuftig udlånsvækst og stærke gebyrindtægter, samtidigt med at omkostningsbasen i vid udstrækning er blevet holdt i ave. Vi forventer dog ikke, at banken når helt i mål med målsætningerne, da vi ikke ser udviklingen i nettorenteindtægterne som tilpas understøttende herfor. Aktiens meget positive udvikling ÅTD har gjort, at aktien nu ser mere fair pris-fastsat ud i forhold til egen multipelhistorik, selvom der dog stadig er potentiale til moderat højere multipler sammenlignet med de øvrige nordiske storbanker. Vi ser derfor samlet set afkastpotentialet som mere afdæmpet i øjeblikket.

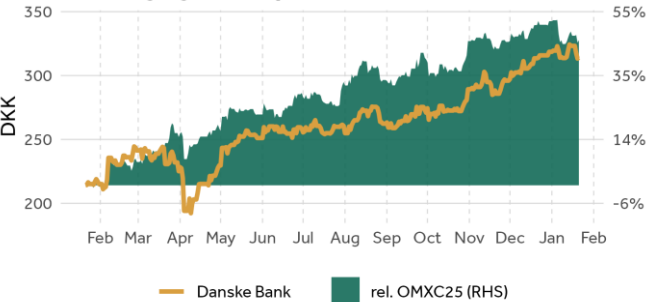
Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Indtjening før skat	31.212	30.050	30.167	30.644
Nettoreultat	23.628	22.548	22.837	23.198
Balancesum	3.540.355	3.513.824	3.600.627	3.687.241
Egenkapital	175.687	181.572	181.824	181.962
Indtjening per aktie (DKK)	28	27	27	28
Udbytte per aktie	28,7	21,0	22,0	22,0
P/E (x)	7,3	11,6	11,4	11,0
K/I (x)	1,0	n.m	n.m	n.m

Kilde: Jyske Bank & Danske Bank

Danske Bank	Hold
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	340
Lukkekurs (DKK)	314
Markedsværdi (DKK mio.)	262.188
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 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

- Demant er kommet fornuftigt fra start i 2026
- Fokus på regnskabet og lanceringen af Oticon Zeal

Demant er kommet fornuftigt fra start i 2026

Demant har fået en fornuftig start på året, hvor aktien er oppe med 2,1% år til dato, dog med modvind den sidste uge. Det er sket uden de helt store selskabsspecifikke nyheder. Data fra VA-kanalen viser dog en stigning i antallet af solgte høreapparater på 4% i december måned – en kraftig forbedring sammenlignet med november måned, hvor salget faldt med 6%. Der er dog ikke de helt store forskydninger i markedsandelene, men Demant går trods alt 0,5 p.p. frem målt på antallet af solgte høreapparater.

Fokus på regnskabet og lanceringen af Oticon Zeal

Demant kommer med regnskab d. 3. februar, hvor fokus vil være på forventningerne til 2026 og lanceringen af Oticon Zeal. Selv om Oticon Zeal er blevet godt modtaget af audiologerne, er det fortsat tidligt i lanceringsforløbet, og produktet er kun blevet lanceret i relativt små markeder. Samtidig ligger markedsvæksten fortsat lavere end den strukturelle trend. Vi vil derfor ikke sætte næsen op efter nogen nævneværdig bedring i den organiske vækst i 4. kvartal, hvorfor Demant slutter året i den lave ende af guidance-intervallet – i tråd med ordlyden på 3. kvartalsregnskab. Vi er fortsat fortrøstningsfulde mht. 2026, hvor Oticon Zeal åbner op for, at Demant kan tage markedsandele, men meget afhænger af markedsvæksten og Demant vil formentlig være forsigtige i deres udmeldinger, hvor de også vil skulle tænke et scenarie ind, hvor volumen-væksten på markedet fortsat ligger lavere end den normale run-rate.

Investeringscase

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

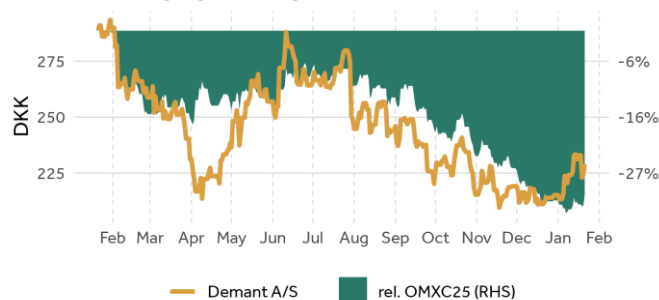
Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	22.419	22.763	26.538	28.612
EBIT	4.528	3.934	4.775	5.375
Net Profit	2.388	2.244	2.979	3.449
Balance sum	32.450	31.840	34.260	36.312
Egenkapital	9.564	11.452	14.431	17.881
Indtjening per aktie (DKK)	10,7	10,3	13,9	16,2
Udbytte per aktie (DKK)	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	24,6	20,5	15,2	13,1
K/I (x)	6,1	4,4	3,4	2,7

Kilde: Jyske Bank & Demant

Demant	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	300
Lukkekurs (DKK)	229
Markedsværdi (DKK mio.)	48.959
Jyske Quant	Q2
Value score	Q2
Quality score	Q1
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 producenterens 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

- Udfordrende afslutning på året i Air & Sea
- Integrationen sætter tempoet for 2026

Q4-modvind i Air & Sea

Når DSV's årsregnskab for 2025 offentliggøres den 4. februar forventer vi, at performance i Q4'25 vil afspejle en svagere underliggende udvikling for Air & Sea. For søfragt sigter vi efter et volumenfald på 5,1 % samt et tilsvarende fald i yields, primært drevet af lavere fragtrater og en geografisk eksponering mod Asien-USA, hvor væksten har haltet. For luftfragt venter vi en volumenvækst på 3,3 %, men med yields under pres i samme størrelsesorden grundet Schenkers lavere indtjening. På hel-årsbasis forventer vi et EBIT-resultat på DKK 19,55 mia. (konsensus DKK 19,65 mia.), hvilket placerer os helt i bunden af DSV's guidance-interval på DKK 19,5-20,5 mia. Med aktiens stærke performance år til dato ser vi risiko for en kortvarig negativ kursreaktion oven på tallene. Det afhænger dog af guidance for 2026.

Integrationen sætter tempoet for 2026

Integrationen af DB Schenker fortsætter i sjette gear, senest i Tyskland pr. 1. januar, Schenkers største marked, hvilket styrker synergipotentialt markant. For 2026 forventer vi et EBIT-niveau omkring DKK 26 mia., understøttet af synergier på knap DKK 5 mia., mens vores 2027-estimat løftes til DKK 30,6 mia. Vi ser særligt positivt på de stærke integrationsfremskridt hidtil samt det begrænsede kundetab. På kapitalmarkedsdagen den 12. maj ser vi mulighed for en opjustering af synergimålet på DKK 9 mia., og fokus på cashflow kan åbne for fremrykkede aktietilbagekøb allerede mod slutningen af 2026.

Investeringscase

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

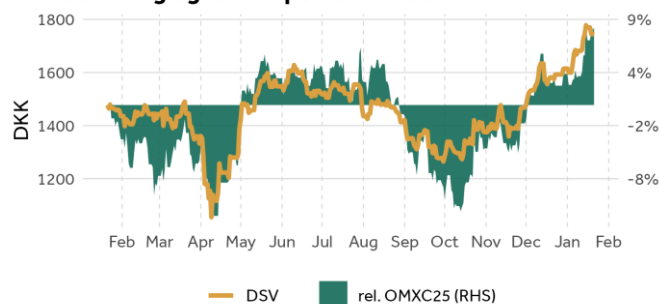
Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	167.106	248.367	294.812	298.201
EBIT	16.096	19.799	25.937	30.017
Net Profit	10.204	10.285	11.980	17.578
Balance sum	236.545	299.781	288.752	277.335
Egenkapital	114.503	113.926	137.712	162.231
Indtjening per aktie (DKK)	17,7	47,8	73,5	51,2
Udbytte per aktie (DKK)	6,4	6,4	7,5	11,0
P/E (x)	41,7	41,4	35,5	24,2
K/I (x)		4,5	3,0	2,6

Kilde: Jyske Bank & DSV

DSV	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	1.800
Lukkekurs (DKK)	1.743
Markedsværdi (DKK mio.)	419.095
Jyske Quant	Q5
Value score	Q4
Quality score	Q4
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

- Samarbejdspartner viser stærkt Darzalex-salg
- Kraftig markedsreaktion på fase 3-data

Samarbejdspartner viser stærkt Darzalex-salg

Genmab-aktien havde en volatil januar, men endte samlet set måneden med en fremgang på 2,0 %. Året blev indledt stærkt med fortsat momentum fra slutningen af 2025, inden stemningen vendte efter "skuffende" fase 3-data for epcoritamab. Stemningen blev dog delvist genoprettet senere på måneden, efter samarbejdspartneren Johnson & Johnson fremlagde kvartalsregnskab med stærkere end ventede Darzalex-salg, dog delvist hjulpet af lageropbygning, hvilket gør, at tallene ikke er helt så stærke, som de umiddelbart ser ud.

Kraftig markedsreaktion på fase 3-data

Genmab-aktien kom under pres efter offentliggørelsen af fase 3-data for epcoritamab til behandling af aggressiv lymfekræft, hvor aktien faldt ca. 6 %. I studiet viste epcoritamab som monoterapi en statistisk signifikant forbedring i progressionsfri overlevelse (dvs. at sygdommen holdes i ro uden at forværres) sammenlignet med standardkemoterapi, ligesom der blev set forbedringer i komplet responsrate, responsvarighed og tid til næste behandling. Skuffelsen lå dog i, at den samlede overlevelse ikke blev forbedret – dette kan dog skyldes andre elementer end behandlingen, f.eks. COVID, hvilket nu undersøges yderligere. Resultaterne blev tolket som et tilbageslag for monoterapi, men vi vurderer, at kursreaktionen kan være relativt hård og muligvis skal ses i lyset af den stærke kursperformance det seneste halve år. Resultaterne ændrer ikke på vores vurdering af epcoritamab, som primært drives af kombinationsbehandling og potentialet i tidligere behandlingslinjer.

Investeringscase

Positive studieresultater for kerneprodukterne Rina-S og Epcoritamab, samt opkøbet af Merus og adgangen til kerneproduktet petosemtamab (peto) har skabt øget optimisme omkring investorenes største udfordring med Genmab, nemlig hvordan Genmab vil skabe vækst i forretningen efter patentudløbet på Darzalex i 2030. Et pænt kurs-run kombineret med et mere afdæmpet nyhedsflow i starten af 2026 gør, at vi ser et positivt, om end mindre, afkastpotentiale i aktien end tidligere. Genmab-aktien anses nu som mere fair værdiansat end tidligere. Skal aktien fortsætte op kræver det, at Genmab fortsætter det solide vækstmæssige momentum og fortsætter med positive dataannonceringer.

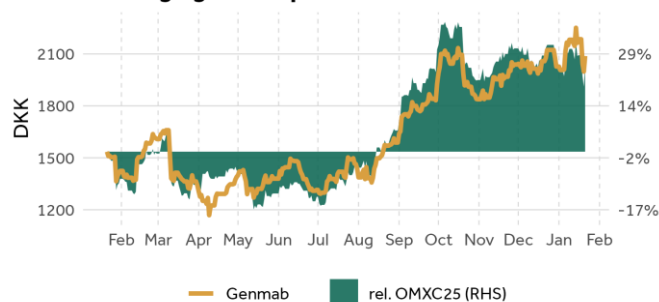
Udvalgte nøgletal

USDm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	3.138	3.649	4.204	4.840
EBIT	973	1.319	1.000	1.302
Net Profit	1.139	1.155	807	1.055
Balance sum	6.414	13.069	13.877	14.932
Egenkapital	5.137	6.292	7.100	8.155
Indtjening per aktie (USD)	17,2	17,7	12,6	16,4
Udbytte per aktie (USD)	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	12,6	17,0	24,7	18,9
K/I (x)	2,8	3,3	3,0	2,6

Kilde: Jyske Bank & Genmab

Genmab	Hold
Sektor	Sundhed
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	2.300
Lukkekurs (DKK)	2.088
Markedsværdi (DKK mio.)	134.130
Jyske Quant	Q1
Value score	Q2
Quality score	Q1
Momentum score	Q2

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 antistoffer til behandling af forskellige kræfttyper. Rygraden i selskabet er DARZALEX til behandling af visse indikationer af myelomatose lanceret i 2016. Sidenhen har selskabet lanceret Kesimpta (multiple sklerose), TEPEZZA (øjensygdommen TED), TIVDAK (livmoderhalskræft) og Rybreant (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.
- 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

- Opløftende regnskab fra Logitech
- Fokus på 2026 og væksten i Enterprise-forretningen

Opløftende regnskab fra Logitech

GN Store Nord kom fint fra start i 2026, men er faldet lidt tilbage den seneste tid. Det kan skyldes øget geopolitisk usikkerhed og Trumps toldtrusler mod Europa, som dog sidenhen er blevet trukket tilbage. Konkurrenten Logitech har været ude med regnskab, hvor salget i 3. kvartal kom ind en anelse højere end ventet, men markedet kvitterede med at sende aktien ned på bekymringer for de stigende priser på hukommelseschips, der risikerer at smitte af på efterspørgslen, særligt ud imod forbrugerne.

Fokus på 2026 og væksten i Enterprise-forretningen

GN Store Nord kommer med regnskab d. 5. februar, hvor fokus vil være på forventningerne til 2026, og hvorvidt væksten i Enterprise-forretningen vender tilbage til positivt territorium. Meget afhænger af den makroøkonomiske situation, men vi ser begyndende tegn på bedring i efterspørgslen. Vi er derfor forsigtige optimister, men GN kommer formentlig til at melde forsigtigt ud, da det ikke er givet, at væksten vil være tilbage på den strukturelle trend fra starten af 2026. Det gælder også efterspørgslen efter høreapparater, hvor volumenvæksten fortsat ligger underdrejet. Vi ser dog mulighed for, at GN vil komme med en ny produktplatform i 2. halvår, hvilket bør give noget medvind til væksten.

Investeringscase

Markedet for høreapparater er kendetegnet ved stabil volumenvækst, der er relativt modstandsdygtig over for en økonomisk opbremsning. Vi forventer, at styksalget af høreapparater vil vokse med 4-6% om året på tværs af de økonomiske konjunkturer, og med lanceringen af ReSound Vivia vurderer vi, at GN står godt positioneret til at tage markedsandele i 2025. Markedet for headsets er fortsat udfordrende, og makroøkonomisk usikkerhed har fået kunderne til at holde igen og reducere lagrene. Samtidig har GN valgt midlertidigt at bremse salget til USA på grund af de stigende toldsatser, hvilket rammer omsætningen i 2025. Det ventede opsving ser således ud til at blive rykket ind i 2026. Vi har dog fortsat tiltro til det langsigtede potentiale i både Enterprise og Hearing-forretningen, hvilket ikke er afspejlet i prissætningen.

Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	17.985	16.981	17.907	18.942
EBIT	1.860	1.746	2.077	2.326
Net Profit	1.059	847	1.264	1.458
Balance sum	30.611	30.930	30.393	30.710
Egenkapital	10.824	11.614	10.793	10.153
Indtjening per aktie (DKK)	7,0	5,6	8,4	10,3
Udbytte per aktie (DKK)	0,0	0,0	1,1	1,4
P/E (x)	19,1	20,1	13,5	11,0
K/I (x)	1,9	1,5	1,6	1,5

Kilde: Jyske Bank & GN Store Nord

GN Store Nord	Køb
Sektor	Cyklisk forbrug
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	145
Lukkekurs (DKK)	111,8
Markedsværdi (DKK mio.)	16.872
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Aktieanalytiker, Senior Vice President, Janne Vincent Kjær

ISS

- Ny stor kontrakt i Schweiz
- Kvaliteten begynder at skinne igennem

Ny stor kontrakt i Schweiz

ISS har i januar måned vundet en IFS-kontrakt med en større life science- og medicinsk kunde i Schweiz. Med aftalen går ISS fra at være underleverandør til at blive primær partner på tværs af fire lokationer, hvor selskabet skal levere tekniske services, rengøring, logistik, workplace support og laboratorietjenester. Kontrakten har en løbetid på tre år med mulighed for to års forlængelse og starter i 2. kvartal 2026 med en årlig størrelse på DKK 300 mio. Aftalen markerer et strategisk løft for ISS Schweiz og understøtter ISS' position i high-value segmenter som pharma, hvor krav til driftssikkerhed og compliance er høje.

Kvaliteten begynder at skinne igennem

ISS-aktien har leveret endnu et flot afkast i januar måned på 9,5% mod 4% for OMX C25-indekset. Vi vurderer, at afkastet skyldes stadigt stigende tillid fra investorbasen til, at ISS kan levere en fornuftig grad af driftsindtjening i 2026, endnu engang over 5%. Desuden ser vi også 2026 som værende et år hvor topinjevæksten skyldes organisk vækst (nye kunder og kontraktudvidelser) fremfor prisstigninger, hvilket vi – og markedet – ser som et kvalitetstegn som vidner om, at ISS' værditilbud til kunderne er attraktivt.

Investeringscase

ISS har i de sidste mange år performet under markedets forventninger, og markedets frygt for at historien vil gentage sig har gjort, at aktien handler til en for stor rabat, både absolut og relativt til konkurrenter. Det virker urimeligt i vores optik, set i lyset af en normalisering i deres forretning, positive markedstendenser, sund balance, en stærk hovedaktionær, realistiske finansielle mål og en kompetent ledelse. Derudover giver deres kontraktbaserede forretning en høj grad af forudsigelighed, hvilket giver ISS et obligationslignende præg, og gør ISS til en god langsigtet investering i vores optik.

Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	78.681	83.761	85.925	89.797
EBIT	3.138	3.889	4.139	4.388
Net Profit	325	2.589	2.705	2.891
Total Assets	47.693	50.641	54.062	54.328
Egenkapital	10.522	11.913	10.359	10.816
Indtjening per aktie (DKK)	1,8	14,1	16,1	18,1
Udbytte per aktie (DKK)	2,3	3,1	3,2	3,6
P/E (x)	12,1	9,2	13,5	12,0
K/I (x)	2,3	3,6	3,8	3,5

Kilde: Jyske Bank & ISS

ISS	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	230
Lukkekurs (DKK)	235,6
Markedsværdi (DKK mio.)	41.042
Jyske Quant	Q1
Value score	Q1
Quality score	Q4
Momentum score	Q1

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 de 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

- Kikkerten rettet mod 4. kvartalsregnskab
- Svag januar måned trods flere annonceringer

Kikkerten rettet mod 4. kvartalsregnskab

Vi forventer, at Netcompany leverer et solidt 4. kvartalsregnskab med en vækst omkring 7% og en driftsmargin (justeret for Netcompany Banking Services) der sikrer, at selskabet lander sikkert indenfor guidanceniveauet for 2025 (vækst 6-8%, driftsmargin 16-18%). Gruppen afslutter dermed 2025 i et stabilt vækst- og marginspor, og udsigterne til 2026 ser lovende ud. Vi forventer en guidance på 5-10% omsætningsvækst og en driftsmargin på 17-20% ekskl. NBS. Særligt Storbritannien står til et markant løft efter TSS-kontrakten, og pipelinen i Danmark ser god ud trods valgår i 2026. Vi forventer desuden, at Netcompany opstarter et nyt aktietilbagekøbsprogram på DKK 500 mio.

Svag januar måned trods god nyhed

Netcompany-aktien har set et fald på 7,3% mod en stigning i OMX C25 på 4%, som primært nok kan tilskrives at nogle investorer har taget lidt jetoner af bordet efter et meget stærkt kursridt de seneste måneder. Netcompany kunne ellers i januar måned annoncere, at man skal levere bankplatformen til OBOS-banken i Norge igennem NBS. Det nye samarbejde vil bidrage til en større tilstedeværelse i det norske marked, og er et stærkt signal til markedet om at Netcompany – trods et skuffende kundefald i 2025 – vil være i stand til at tiltrække nye kunder til bankplatformen i fremtiden.

Investeringscase

Netcompanys høje organiske vækstrater bør kunne fastholdes længe endnu i kernemarkederne i kraft af en stærk track-record i Danmark og et betydeligt vækstpotentiale i de udenlandske kernemarkeder, ikke mindst i lyset af stigende fokus på digital infrastruktur og sikkerhed. Netcompanys høje profitabilitet i kernemarkederne har været udfordret i de seneste år, hvilket dog efterhånden er mere end afspejlet i aktiekursen, og potentialet for forbedringer af profitabiliteten gennem større skala og kapacitetsudnyttelse bør i høj grad være til stede. Værdiansættelsen ser lav ud i øjeblikket, både relativt til peergruppen, 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	6.540	7.851	9.330	10.015
EBIT	786	536	1.277	1.541
Net Profit	468	283	954	1.159
Balance sum	8.072			
Egenkapital	3.615	3.723	3.914	3.914
Indtjening per aktie (DKK)	9,8	6,0	21,3	27,5
Udbytte per aktie (DKK)	0,0	0,0	0,0	6,9
P/E (x)	34,5	56,0	15,8	12,3
K/I (x)	4,5	30,2	28,7	28,7

Kilde: Jyske Bank & Netcompany

Netcompany	Køb
Sektor	Information Technology
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	375
Lukkekurs (DKK)	332,8
Markedsværdi (DKK mio.)	15.808
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 2024 en omsætning på DKK 6.540 mio. og mere end 8000 ansatte.

Risikofaktorer

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

Senior Aktieanalytiker, Anders Haulund Vollesen

NKT

- Stor ordre til NKT og aftale om Energiø Bornholm
- Lavere omsætning og indtjening i Solutions i 2026

Stor ordre til NKT og aftale om Energiø Bornholm

NKT er år-til-dato oppe med 1,9%. NKT fik d. 19. januar den endelige ordre fra SSEN på Western Isles og Spittal-Peterhead, som NKT tilbage i juli 2024 indgik en kapacitetsreservationsaftale med. Ordren er dog væsentlig større end hidtil kommunikeret, hvilket skyldes omfanget af ordren. Derudover har den danske og tyske regering indgået en aftale om en deling af udgifterne i forbindelse med etablering af Energiø Bornholm. Projektet er dermed rykket et stort skridt tættere på at blive en realitet.

Lavere omsætning og indtjening i Solutions i 2026

NKT kommer med regnskab d. 25. februar. Fokus vil være rettet mod forventningerne til 2026, hvor vi kigger ind i en lavere omsætning i Solutions i takt med at omsætningen fra Champlain Hudson projektet falder bort og omfanget af mindre til lægsordrer normaliseres. Samtidig flager NKT ekstraomkostninger forbundet med indkøringen af produktionen i Karlskrona, hvor NKT stadig mangler at ansætte ca. 250 mand, hvilket kommer til at koste på indtjeningen. Vi vil derfor ikke sætte næsen op efter nogen markant fremgang i profitabiliteten i Solutions allerede i 2026. For 4. kvartal 2025 forventer vi, at NKT slutter året i den høje ende af guidance-intervallet, hvorfor der er lagt op til en operationel indtjening på EUR 85 mio. i 4. kvartal. Det er dog afspejlet i forventningerne i markedet.

Investeringscase

NKT står med kapacitetsudvidelsen i Karlskrona godt positioneret til at få andel i det attraktive vækstpotentiale, der er på højspændingsmarkedet frem mod 2030. Vi forventer, at der årligt vil blive tildelt ordrer på over EUR 10 mia., understøttet af den igangværende udbygning af elnettet og målsætningen om, at øge andelen af vedvarende energi. Efterspørgslen forventes således at overstige højspændingskapaciteten på markedet frem mod 2030, hvilket lover godt for kvaliteten af de ordrer, der tages ind. Der er derfor udsigt til et markant løft i profitabiliteten frem mod 2028, hvor NKT efter de seneste ordreannonceringer har sikret 85 % af kapaciteten i 2028-2030. Efter den seneste tids kursstigninger begynder prissætningen dog at se mere fair ud, og vi ser begrænset med kurs-tiggere på den korte bane, da vi skal ind i 2027/2028 for at vi for alvor begynder at se effekterne af den seneste tids stigende priser.

Udvalgte nøgletal

EURm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	3.252	3.504	3.624	4.468
EBIT	240	274	272	379
Net Profit	337	240	220	300
Balance sum	4.859	5.423	5.857	5.255
Egenkapital	1.853	2.093	2.313	2.233
Indtjening per aktie (EUR)	6,3	4,5	4,1	5,6
Udbytte per aktie (EUR)	0,0	0,0	0,0	1,4
P/E (x)	11,0	23,9	26,1	19,1
K/I (x)	2,0	2,7	2,4	2,5

Kilde: Jyske Bank & NKT

NKT	Hold
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	845
Lukkekurs (DKK)	787,5
Markedsværdi (DKK mio.)	42.305
Jyske Quant	Q3
Value score	Q2
Quality score	Q3
Momentum score	Q3

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

- Fornuftig udlånsvækst i godkendt 4. kvartalsregnskab
- Fornuftig start på 2026

Fornuftig udlånsvækst i godkendt 4. kvartalsregnskab

Nordea aflagde 4. kvartalsregnskab den 29. januar, som bød på et resultat på EUR 1.157 mio., hvilket kun var moderat bedre end markedets forventninger. Udlånsvæksten var ganske solid med en udvikling på 3% sammenlignet med sidste år, primært drevet af erhvervskunder, mens omkostningsdisciplinen fortsat er intakt med et fald i omkostningerne på 3% å/å. Nordeas kapitalposition er fortsat stærk, og vi ser banken fastholde sine langsigtede målsætninger samt levere en attraktiv udlodning de kommende år. Samlet set bekræfter dette regnskab billedet af Nordea som en robust og veldrevet storbank i Norden.

Beskeden start på 2026

Nordea er i januar måned oppe med 0,5% mod en tilsvarende stigning på 4% i OMX C25. Der er ikke noget overraskende ved, at bankaktierne tager en lille pause efter et fremragende kursridt i 2024 og 2025. Udsigterne for banksektoren – og Nordea specifikt – i 2026 ser dog ganske fornuftige ud, med fortsat udlånsvækst, robuste og moderat voksende nordiske økonomier og generelt høj kreditkvalitet i udlånsbøgerne og dermed forventede lave tab til følge. Vi tror Nordea-aktien har mere at byde på i løbet af 2026, men tiderne med de ekstremt høje afkast vi har set de seneste år er nok ved at være forbi.

Investeringscase

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

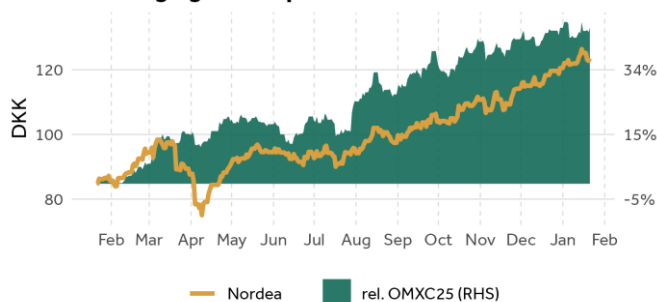
Udvalgte nøgletal

EURm	2025	2026E	2027E	2028E
Indtjening før skat	6.548	6.257	6.348	6.454
Nettoresultat	5.059	4.809	4.888	4.969
Balancesum	590.919	621.813	643.914	658.628
Egenkapital	32.446	31.896	32.311	32.831
Indtjening per aktie (EUR)	1	1	1	2
Udbytte per aktie (EUR)	0,9	0,9	1,0	1,0
P/E (x)	11,4	11,7	11,2	10,8
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)	140
Lukkekurs (DKK)	123,5
Markedsværdi (DKK mio.)	424.079
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

- Hokuspokus - Wegovy pillen i fokus
- 2026 kan blive et udfordrende år

Hokuspokus - Wegovy pillen i fokus

Året er startet stærkt for Novo Nordisk, hvor aktien i januar er steget 13,9 % - Investorerne synes at have "glemt" 2025 og taget de positive briller på for 2026, drevet af stærke (tidlige) recepttal på Wegovy-pillen. Efter blot to uger er der udstedt over 20.000 recepter. Novo har dermed fået den ønskede start, og de skal nu udnytte det 3-4 måneders forspring til Eli Lilly på fedmepillemarkedet. Stemningen blev dog mere udfordret mod slutningen af januar på grund af geopolitiske uroligheder vedrørende Grønland og de medfølgende toldtrusler og faldende dollar. Selvom toldtruslerne er trukket tilbage, og den forretningsmæssige effekt er begrænset (lokal produktion og aftale om toldfritagelse), udgør usikkerheden fortsat en politisk og makroøkonomisk risikofaktor for markedsstemningen.

2026 kan blive et udfordrende år

Investorerne venter i spænding på Novos vækstforventninger for 2026 – vi ser en risiko for, at den vil skuffe markedet. Vi forventer, at Novo vil starte året med en bred og forsigtig guidance for helåret – investorer kan nok godt indstille sig på negativ vækst. Vækstmæssigt bliver 2026 et år med betydelige modvinde: 1) fra patentudløbet på semaglutid i fem lande (Kina, Brasilien, Indien og Canada), 2) lavencifret vækstmodvind fra Most Favored Nation-aftalen med Trump, 3) stigende konkurrence fra Eli Lilly og compounerne. De positive elementer for 2026 er: 1) lanceringen af Wegovy-pillen, 2) øget udbredelse af væggtabsmedicin.

Investeringscase

2025 var ikke det år, Novo håbede på, og forventningerne for fremtidig vækst er fortsat under pres. 2026 bliver et udfordrende år – formentlig med negativ vækst. Vi vurderer dog, at dette i en vis grad er indregnet i markedet, og vi ser potentialet for ekspansion af markedet for fedme (drevet af priselasticitet) til at drive Novos vækst ud over 2026. Øget tiltro til væksten vil gavne Novo-aktien. Et stemningsskifte kan udløses af: 1) solide produktlanceringer (Wegovy-pillen eller højdosis-Wegovy), 2) fremgang i recepttallene for Wegovy og Ozempic, og 3) forbedret opfattelse af CagriSema på grund af head-to-head-studiet mellem CagriSema og Zepbound (1. kvartal 2026). Risikoen er, at væksten bliver ved med at skuffe, og at investorer kommer yderligere i tvivl om væksten på længere sigt, hvor også patentudløbet på semaglutid lurer i 2031-32.

Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	290.403	315.967	347.248	354.665
EBIT	128.339	132.250	141.460	146.078
Net Profit	100.988	105.041	112.163	114.172
Balance sum	465.795	597.302	667.927	684.030
Egenkapital	157.316	222.967	279.760	297.791
Indtjening per aktie (DKK)	22,7	23,6	25,2	25,7
Udbytte per aktie (DKK)	11,4	8,9	10,1	10,3
P/E (x)	27,5	16,5	15,4	15,1
K/I (x)	17,6	7,5	5,9	5,6

Kilde: Jyske Bank & Novo Nordisk

Novo Nordisk	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	475
Lukkekurs (DKK)	373,9
Markedsværdi (DKK mio.)	1.669.240
Jyske Quant	Q2
Value score	Q3
Quality score	Q1
Momentum score	Q5

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

- Hurtigere end forventet udrulning af Mounjaro presser væksten i Ozempic i diabetes og/eller Wegovy for fedme, hvis de anvendes off-label.
- Værre end forventet prispres pga. f.eks. regulering, biosimilær konkurrence, patentudløb.
- Skuffende markedsvækst for væksthåbene i GLP-1 og/eller fedme.
- Øget konkurrence i GLP-1 og fedme fra bl.a. Eli Lilly.
- Skuffende kliniske resultater.
- Negative valutabevægelser, særligt USD/DKK.

Senior Aktieanalytiker, Henrik Hallengreen Laustsen

Novonesis

- Endnu et solidt kvartal fra Energy-forretningen
- Strukturelle vækstdrivere supplerer forretningen

Endnu et solidt kvartal fra Energy-forretningen

Når Novonesis offentliggør regnskab for fjerde kvartal, ventes det at afspejle en stabil udvikling med fortsat styrke i Energy-forretningen. I USA lå ætanolproduktionen i fjerde kvartal 1,3 % højere end året før på trods af et svært sammenligningsgrundlag, og udviklingen overstiger fortsat EIA's forventninger. Indien har allerede nået et blandingsmål på 20 % og sigter nu mod 27 %, mens Brasilien overvejer at hæve sine mandater fra E30 til E35. Det giver et bredere og mere robust efterspørgselsfundament og reducerer selskabets afhængighed af 1.-generationsætanol i USA.

Strukturelle vækstdrivere supplerer forretningen

De strukturelle 'drivere' inden for biobrændstoffer suppleres af en stabil udvikling i Food and Beverage, Human Health og på flere vækstmarkeder, hvor efterspørgslen fortsat er positiv. Samtidig overvejer Indien at indføre krav om 1 % bioætanol i flybrændstof inden 2027, stigende til 5 % inden 2030, hvilket kan åbne et nyt markedsban for avancerede enzymer. På længere sigt kan enzymbaseret genanvendelse af plast blive en yderligere vækstmulighed, hvor samarbejdet med Carbios viser lovende takter. Udviklingen af fuldskala r-PET-anlæg i Kina og Frankrig kan over tid udvide Novonesis' adresserbare markeder.

Investeringscase

Novonesis' væksteventyr vil i de kommende år blandt andet være understøttet af den stigende efterspørgsel på bæredygtige og naturlige biologiske løsninger, hvor selskabet qua deres stærke kunderelationer, enorme biologiske værktøjskasse – med mere end 10.000 aktive patenter og 100.000+ enzym- og mikrobielle stammer – et solidt ry, en enorm produktionskapacitet og et konstant fokus på at optimere og udbygge kompetencer har en stærk konkurrencemæssig fordel. Vi er overbeviste om, at selskabets vækst- og marginprofil fortsat vil være blandt den højeste på tværs af industrien, hvilket bør være understøttende for, at aktien fortsat handler med en signifikant værdiansættelsespræmie relativt til industrigruppen, også højere end historiske niveauer.

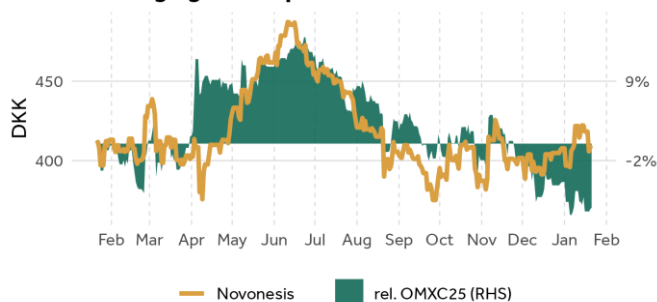
Udvalgte nøgletal

EURm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	3.946	4.178	4.546	4.915
EBIT	869	902	1.026	1.335
Net Profit	277	656	745	969
Balance sum	15.196	17.112	17.124	17.196
Egenkapital	11.176	11.686	12.215	12.697
Indtjening per aktie (EUR)	0,7	1,5	1,7	2,3
Udbytte per aktie (EUR)	0,6	0,2	0,3	0,9
P/E (x)	81,9	35,6	31,4	24,2
K/I (x)	2,0	1,9	1,9	1,8

Kilde: Jyske Bank & Novonesis

Novonesis	Køb
Sektor	Materialer
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	550
Lukkekurs (DKK)	407,7
Markedsværdi (DKK mio.)	190.925
Jyske Quant	Q4
Value score	Q4
Quality score	Q4
Momentum score	Q3

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

Novonesis er en sammensmeltning af Chr. Hansen og Novozymes. Selskabet er en veldiversificeret innovations- og markedsleder, der har oparbejdet en stærk konkurrencemæssig fordel qua deres stærke kunderelationer, enorme biologiske værktøjskasse med mere end 10.000 aktive patenter og 100.000+ enzym- og mikrobielle stammer, et solidt ry, en enorm produktionskapacitet og et konstant fokus på at optimere og udbygge kompetencer via forskning. Ved at kombinere Novozymes kompetencer inden for enzymer og proteiner med Chr. Hansens enorme teknologiske know-how inden for bakterie-kolonier/mikrober kan der låses op for et potentiale, de enkelte selskaber hver især ikke har haft, da udvikling af nye og innovative produkter nu kan foregå på tværs af forretninger. Trends som stigende befolkning og velstand sikrer markedsvækst.

Risikofaktorer

- Udeblivende effekt og svagere end ventet eksekvering af strategi- og integrationsplan.
- Fejlslagen produktudvikling og forsinkede lanceringer af nye produkter og løsninger.
- Svækkelse af hovedvalutaerne USD, EUR og CNY.
- Langsommere end ventet vækst og forværring af kundernes underliggende markeder.
- Langsommere end ventet penetrering på Emerging Markets

Senior Aktieanalytiker, Haider Anjum

Pandora

- Hård start på året for Pandora
- Fortsat modvind fra sølvpriserne

Hård start på året for Pandora

Pandora har fået en svær start på året, hvor aktien er nede med over 30 % år til dato. Aktien er hårdt ramt af de kraftigt stigende sølvpriser, der fortsætter med at sætte nye rekorder. Pandora har derudover været ude og nedjustere forventningerne for 2025, hvilket stiller spørgsmål ved vækstudsigterne gående ind i 2026, ikke mindst set i lyset af vækstafmatningen i Nordamerika, der har været den store trækhest for væksten i 2025.

Fortsat modvind fra sølvpriserne

Pandora kommer med regnskab d. 5. februar. Den værste spænding omkring tallene er dog taget ud efter nedjusteringen i januar, hvorfor fokus vil rette sig mod vækstudsigterne for 2026. 2026 bliver dog ikke noget godt år for Pandora, hvor også de stigende sølvpriser kommer til at trække ned i indtjeningen. Selv om Pandora har afdækket en stor del af sølvforbruget for 2026 (mere end 75%), vil Pandora stå med en yderligere modvind, hvis sølvprisen bliver liggende oppe på det nuværende niveau. Den største usikkerhed er dog 2027, hvor markedets estimater er blevet revideret ned med 30%. Sølvpriserne fortsætter dog med at sætte nye rekorder, hvilket lægger yderligere pres på indtjeningsmarginen, hvorfor estimaterne er forbundet med stor usikkerhed.

Investeringscase

Pandora står overfor store udfordringer, hvor den faldende forbrugertillid i USA risikerer at påvirke salget negativt, ligesom de kraftigt stigende sølvpriser lægger pres på indtjeningen. Pandora har igangsat initiativer med henblik på at mindre eksponeringen mod sølv, men bliver sølvpriserne liggende oppe på det nuværende niveau kommer det til at ramme indtjeningen hårdt. Det er dog afspejlet i prisen, og historisk har perioder med kraftige stigninger i sølvpriserne været efterfulgt af perioder med fald, hvilket vi også forventer vil ske denne gang. Tilingen er dog usikker, og vi kan ikke afvise, at sølvpriser kan køre yderligere op på den korte bane, hvis den geopolitiske usikkerhed fortsætter. Pandora har dog tidligere bevist, at de kan styre flot igennem tider med makroøkonomisk modvind, hvor salget har vist sig at være mere modstandsdygtigt, end vi umiddelbart havde frygtet.

Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	31.681	32.579	34.636	36.367
EBIT	7.974	7.809	7.328	7.985
Net Profit	5.226	5.120	4.757	5.253
Balance sum	27.757	27.679	27.131	27.176
Egenkapital	5.507	5.051	4.239	4.036
Indtjening per aktie (DKK)	64,9	67,1	66,4	78,0
Udbytte per aktie (DKK)	20,0	21,2	21,0	24,6
P/E (x)	8,8	8,5	8,6	7,3
K/I (x)	8,2	7,6	8,5	8,4

Kilde: Jyske Bank & Pandora

Pandora	Køb
Sektor	Cyklisk forbrug
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	880
Lukkekurs (DKK)	517,4
Markedsværdi (DKK mio.)	40.875
Jyske Quant	Q1
Value score	Q1
Quality score	Q1
Momentum score	Q5

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Aktieanalytiker, Senior Vice President, Janne Vincent Kjær

Rockwool

- Dekonsolidering i Rusland presser Rockwool
- Fokus på guidance for 2026

Dekonsolidering i Rusland presser Rockwool

Rockwool er år til dato nede med 4,9%, hvilket især skyldes udmeldingen om, at Rockwool har mistet kontrollen over deres russiske aktiver. Det sker efter, at Putin har underskrevet et dekret, der gør, at ledelsen af Rockwools russiske datterselskab overtages af JSC Construction Assets Development. Rockwool vælger derfor at dekonsolidere alle russiske aktiviteter og nedskrive værdien til nul. Rockwool har 4 fabrikker i Rusland, der i 2025 omsatte for EUR 261 mio. Rusland stod derfor for 7% af omsætningen og hele 14% af driftsindtjeningen i 2025. Det er derfor et hårdt slag for Rockwool, men markedet har ikke været villige til at betale fuld pris for de russiske aktiver pga. risikoen for en nationalisering og det faktum, at Rockwool igennem længere tid ikke har kunnet få likvider ud af landet.

Fokus på guidance for 2026

Rockwool kommer med regnskab d. 4. februar, hvor fokus vil være på guidance for 2026 og yderligere detaljer omkring dekonsolideringen af de russiske aktiver, der ventes at føre til nedskrivninger i omegnen af DKK 3,5 mia. Vi vil dog ikke sætte næsen op efter en bedring i omsætningsvæksten i lokalvaluta allerede i 4. kvartal, da konstruktionsaktiviteten i Canada og Rusland fortsat er udfordret. Samtidig kommer nedlukningen af fabrikken i Schweiz til at trække ned i salget. Vi forventer derfor en svag negativ omsætningsvækst i lokalvaluta i 4. kvartal - på linje med selskabets guidance og markedets forventninger.

Investeringscase

Efterspørgslen efter stenuld er drevet af en række langsigtede trends, der er med til at understøtte efterspørgslen efter Rockwools produkter på længere sigt. Blandt de vigtigste kan nævnes 1) et øget fokus på energieffektivitet, hvor 40% af energiforbruget i EU kommer fra bygninger; 2) et øget fokus på brandsikkerhed; 3) en øget urbanisering og 4) en substitution væk fra plastikbaserede materialer over imod mere naturlige produkter som stenuld. På kort sigt vil nybygningsaktiviteten i Europa fortsat være svag, men vi 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 begynder at slå igennem på tallene. Vi forventer derfor at se en bedring i konstruktionsaktiviteten i 2026. Samtidig er aktien faldet pænt tilbage, hvorfor prissætningen ser attraktiv ud.

Udvalgte nøgletal

EURm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	3.855	3.824	3.649	3.868
EBIT	677	557	528	560
Net Profit	550	437	415	439
Balance sum	3.888	3.538	3.635	3.829
Egenkapital	3.085	2.716	2.838	2.996
Indtjening per aktie (EUR)	2,5	2,0	1,8	2,0
Udbytte per aktie (EUR)	0,8	0,6	0,6	0,6
P/E (x)	13,5	13,5	14,9	14,0
K/I (x)	2,4	2,1	2,1	1,9

Kilde: Jyske Bank & Rockwool

Rockwool	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	250
Lukkekurs (DKK)	205,9
Markedsværdi (DKK mio.)	43.692
Jyske Quant	Q1
Value score	Q1
Quality score	Q1
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

- Momentum i Norden fortsætter
- Stærkere lønsomhed og et mere fokuseret 2026

Momentum i Norden fortsætter

Når Royal Unibrew præsenterer regnskabet for Q4, ventes det at afspejle samme stabile udvikling som i tredje kvartal. Genopretningen i Finland fortsætter, og topline styrkes i Norge, hvor Sarpsborg-lukningen og integrationen af Solera bevæger sig som planlagt mod et cash ROIC-mål på 10 % i 2026. I Vesteuropa er Italien fortsat en klar styrkeposition, og udfasningen af lavmargin private-label produktion forbedrer indtjeningen. Pepsi-samarbejdet omkring snacks er nu ophørt og reducerer omsætningen med ca. 3,5 % i 2026, men påvirker hverken volumener eller EBIT.

Stærkere lønsomhed og et mere fokuseret 2026

Ind i 2026 står Royal Unibrew med et tydeligere fokus på lønsomhed, drevet af effektiviseringer, insourcing-initiativer i BeLux og fortsat fremdrift mod 10 % cash ROIC i både Norge og BeNeLux. International forbliver påvirket af valutamodvind, men væksten på det afrikanske ølmarked er stærk, understøttet af markant stigende sellout. Med insourcing, effektiviseringer og færre lavmarginaktiviteter har selskabet et solidt udgangspunkt for et driftsmæssigt stærkere 2026. Der ventes samtidig igangsættelsen af et aktietilbagekøbsprogram for omkring DKK 250 mio. i forlængelse af regnskabsaflæggelsen.

Investeringscase

Største usikkerhedspunkt for Unibrew er fortsat forbrugernes reaktion på den makroøkonomiske udvikling samt de igangværende integrationer af Vrumona og San Giorgio. Vores basisscenario er, at forbrugsmønstret ikke ændres markant, mens integrationen af Vrumona og San Giorgio vil gavne kapacitetsudnyttelsen, hvilket sender lovende signaler for indtjeningsforbedringer i de kommende år. I en tid, hvor væksten i drikkevaresektoren generelt er under pres, særligt salget af traditionel øl, fremstår Royal Unibrew som et stærkt kort med deres ambitiøse langsigtede vækstmålsætninger om en organisk EBIT-vækst på 6-8%. Lykkes det for selskabet af indfri målsætningen, bør det alt andet lige være nok til at løfte aktien tilbage mod historiske værdiansættelsesniveauer.

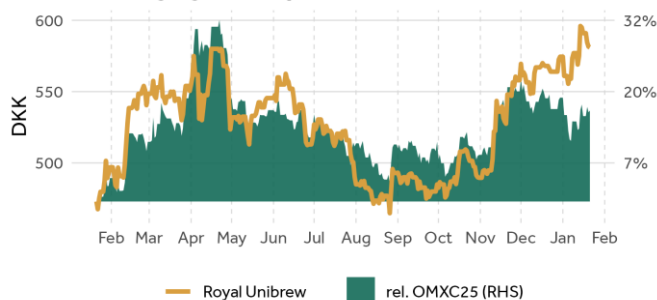
Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	15.036	15.954	16.090	16.759
EBIT	1.968	2.184	2.332	2.503
Net Profit	1.494	1.498	1.617	1.765
Balance sum	17.886	18.537	19.333	20.360
Egenkapital	6.408	6.847	7.656	8.538
Indtjening per aktie (DKK)	29,2	29,8	32,2	35,2
Udbytte per aktie (DKK)	15,0	16,1	16,1	17,6
P/E (x)	17,0	19,8	18,3	16,8
K/I (x)	4,0	4,3	3,8	3,4

Kilde: Jyske Bank & Royal Unibrew

Royal Unibrew	Køb
Sektor	Stabilt forbrug
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	590
Lukkekurs (DKK)	581
Markedsværdi (DKK mio.)	29.166
Jyske Quant	Q2
Value score	Q3
Quality score	Q2
Momentum score	Q2

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 forbrugere.
- 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

- 4. kvartalsregnskab på linje med planen
- Svag start på året for Tryg-aktien

4. kvartalsregnskab på linje med planen

Trygs 4. kvartalsregnskab understregede endnu engang den stabile forudsigelighed, der kendetegner Tryg. Med et forsikringsresultat på DKK 7,9 mia. og en combined ratio på 80,3% i 2025, er Tryg allerede tæt på 2027-målsætningen, om end året nød godt af usædvanligt lave stor- og vejrligsskader. Derfor tror vi, – under normale skadesniveauer – at Tryg skal bruge hele strategiperioden frem mod 2027 for at indfri målsætningen på et forsikringsresultat på DKK 8-8,4 mia. endegyldigt. Det er med det annoncerede aktietilbagekøbsprogram på DKK 1 mia. tydeligt, at Tryg ikke har travlt med at udlodde overskydende kapital i ét stort hug, men gradvist bevæger sig ned mod sin kapitalmålsætning – det ser vi ikke det store problem i, da niveauet af overskydende kapital ikke har potentiale til at flytte væsentligt på aktiekursen.

Svag start på året for Tryg-aktien

Tryg-aktien har i januar måned set et fald på hele 7% mod en stigning i OMX C25 på 4%. Det store fald kan i høj grad tilskrives bekymringer om selvkørende bilers effekt på forsikringspræmierne. Vi har længe set selvkørende teknologi som en sky i horisonten for forsikringsselskaberne, men det vil tage flere år, før alle bilproducenter har selvkørende software til rådighed i alle bilmodeller og adoptionsraten vil formentligt ske meget gradvist over mange år. Vi vurderer derfor, at antal kilometer kørt med reelt selvkørende funktioner slået til i den danske bilpark vil være meget lavt i de kommende år.

Investeringscase

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

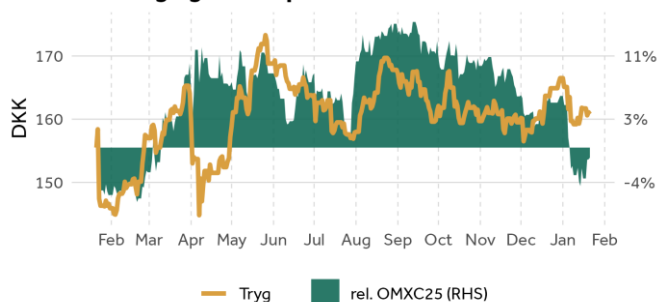
Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Bruttopræmieindtægter	38.596	40.323	42.195	43.461
Teknisk resultat	7.324	7.836	8.040	8.284
Nettoresultat	5.003		5.211	5.473
Balance sum	104.375			
Egenkapital	38.864			
Indtjening per aktie (DKK)	8,2		8,6	9,1
Udbytte per aktie	7,8	8,2	8,4	8,6
P/E (x)	19,4		18,7	17,6
K/I (x)	9,8	n.m	n.m	n.m

Kilde: Jyske Bank & Tryg

Tryg	Hold
Sektor	Finans
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	170
Lukkekurs (DKK)	160,8
Markedsværdi (DKK mio.)	98.309
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 vejrligrelaterede skader
- Lavere afløbsresultat.

Senior Aktieanalytiker, Anders Haulund Vollesen

Vestas

- Positive nyheder til Vestas
- Fokus på forventningerne til 2026

Positive nyheder til Vestas

Vestas er indtil videre i år oppe med 7,5% trukket op af en overraskende stærk ordreindgang og positive udmeldinger fra Europa, der har planer om at udbygge havvindmøllekapaciteten i Nordsøen med 100 GW inden 2040. En del af stigningen kan desuden tilskrives positive nyheder fra Storbritannien, hvor resultatet på den seneste auktionsrunde på havvind viste en tilgang på 8,4 GW. Blandt de vundne projekter er RWE's Norfolk Vanguard East og West, som Vestas er valgt som foretrukken leverandør af. Vi ser derfor mulighed for, at der meget snart kan komme ordretildelinger til Vestas.

Fokus på forventningerne til 2026

Vestas kommer med regnskab d. 5. februar, hvor fokus vil være på forventningerne til 2026. Meget tyder på, at Vestas er godt på vej til at levere på guidance for 2025 og formentlig den øvre halvdel af intervallet. Vi vil dog ikke sætte næsen op efter samme marginforbedring, som normalt, da offshore og service kommer til at trække ned i indtjeningen i 4. kvartal. Vores forventninger til driftsindtjeningen ligger således 5% lavere end konsensus, men alle øjne vil være rettet mod guidance for 2026. Vi forventer, at Vestas vil guide for en omsætning på EUR 19-21 mia. og en EBIT-margin på 6-8% - en anelse lavere end konsensus, men uden at det bør give anledning til de store bekymringer.

Investeringscase

Vestas er på rette vej i forhold til at genetablere indtjeningsevnen, hvor vi forventer en gradvis bedring i profitabiliteten hen over de næste par år i takt med, at omkostningerne til indkøring af produktionen på den nye havvindmølle falder bort og serviceforretningen vender tilbage til mere normale indtjeningsniveauer. Samtidig står Vestas med en rekordhøj ordrebook, der er med til at sikre aktivitetsniveauet de næste 2 år, hvor vi kigger ind i en stigende volumen anført af Tyskland. Vestas har dog behov for at sikre flere ordrer for at fylde kapaciteten i USA efter 2027. Det er derfor afgørende, at flere projekter starter konstruktion op inden deadline d. 4. juli 2026, hvis Vestas skal undgå et fald i aktivitetsniveauet i 2028. Den langsigtede væksthistorie er dog intakt, understøttet af den igangværende elektrificering og en række ambitiøse målsætninger fra verdens førende lande, der forventes at sætte skub i udbygningen af vindkraft både på land og til havs.

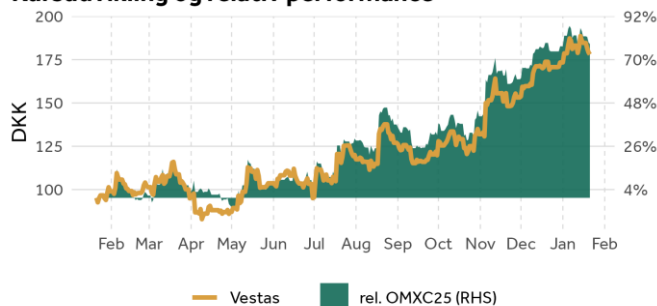
Udvalgte nøgletal

EURm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	17.295	18.834	20.721	24.403
EBIT	794	1.051	1.493	2.062
Net Profit	494	721	1.070	1.515
Balance sum	24.644	25.752	28.397	33.003
Egenkapital	3.542	4.148	5.175	6.626
Indtjening per aktie (EUR)	0,5	0,7	1,1	1,5
Udbytte per aktie (EUR)	0,1	0,0	0,1	0,1
P/E (x)	26,8	34,6	23,3	16,4
K/I (x)	3,7	5,8	4,6	3,6

Kilde: Jyske Bank & Vestas

Vestas	Hold
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	195
Lukkekurs (DKK)	178
Markedsværdi (DKK mio.)	179.756
Jyske Quant	Q2
Value score	Q2
Quality score	Q3
Momentum score	Q2

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

- Afdæmpet efterspørgsel pga. tilbageholdenhed blandt kunderne eller strammere finansieringsvilkår.
- Afskaffelse af skatterabatordningen på vedvarende energi i USA (Inflation Reduction Act).
- Højere toldsatser på import af råvarer og komponenter til USA.
- Kvalitetsproblemer med møller inden for garantien.
- Stigende input priser, herunder stigende stålpriser.
- Aftagende politisk velvilje for klimavenlig politik.
- Flaskehalsproblemer, strejker og forsinkelser i produktionen samt intensiveret priskonkurrence.

Aktieanalytiker, Senior Vice President, Janne Vincent Kjær

Danske aktier – Ændringer siden sidst (31-12-2025)

Selskab	Aktuel kurs	Aktuelt kurs-mål	Tidligere kursmål	Dato for ændring af kursmål	Anbefaling	Tidligere anbefaling	Dato for ændring af anbefaling	Analytiker
A.P. Møller - Mærsk	14845 (DKK)	10000 (DKK)	11000 (DKK)	21-01-2026	Sælg	-	-	Haider Anjum
Alm Brand	18.46 (DKK)	18.5 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Anders Haulund Vollesen
Carlsberg	848 (DKK)	950 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Haider Anjum
Coloplast	547.4 (DKK)	720 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Danske Bank	314 (DKK)	340 (DKK)	290 (DKK)	16-01-2026	Hold	-	-	Anders Haulund Vollesen
Demant	229 (DKK)	300 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
DSV	1743 (DKK)	1800 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Haider Anjum
Genmab	2088 (DKK)	2300 (DKK)	2000 (DKK)	15-01-2026	Hold	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
GN Store Nord	111.8 (DKK)	145 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
ISS	235.6 (DKK)	230 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Netcompany	332.8 (DKK)	375 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
NKT	787.5 (DKK)	845 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Janne Vincent Kjær
Nordea	123.5 (DKK)	140 (DKK)	120 (DKK)	20-01-2026	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Novo Nordisk	373.9 (DKK)	475 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Novonesis	407.7 (DKK)	550 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Haider Anjum
Pandora	517.4 (DKK)	880 (DKK)	1100 (DKK)	12-01-2026	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
Rockwool	205.9 (DKK)	250 (DKK)	265 (DKK)	14-01-2026	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
Royal Unibrew	581 (DKK)	590 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Haider Anjum
Tryg	160.8 (DKK)	170 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Anders Haulund Vollesen
Vestas	178 (DKK)	195 (DKK)	200 (DKK)	20-01-2026	Hold	Køb	20-01-2026	Janne Vincent Kjær

Kilde: Jyske Bank

Se historiske anbefalingsændringer [her](#)

Vigtig Investorinformation

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

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

Analysen og anbefalingerne er generelle informationer og ikke personlig rådgivning.

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

Interessekonflikter

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

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

Kvantitative anbefalinger på 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 merafskast. Modellen ekskluderer Finans og Forsyning, da begge sektorer vurderes at være signifikant anderledes end andre sektorer. Blandt andet som følge af regulering og selskabernes typiske kapitalstruktur. Samtidig er der store forskelle mellem industrierne inden for disse sektorer. Jyske Bank foretager ikke en fundamental vurdering eller en risikovurdering af selskabet, hvorfor der ej heller stilles et kursmål for aktien.

Fundamentale anbefalinger på 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.