

31/03/2025 10:04

Danske Aktier



Indholdsfortegnelse

A.P. Møller - Mærsk	3
Alm. Brand	4
Carlsberg	5
Coloplast	6
Danske Bank	7
Demant	8
DSV	9
Genmab	10
GN Store Nord	11
Netcompany	12
NKT	13
Nordea	134
Novo Nordisk	15
Novonesis	16
Pandora	17
Rockwool	18
Royal Unibrew	19
Tryg	20
Vestas	21
Danske aktier – Ændringer den seneste måned	22

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

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

Jyske Bank A/S

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

A.P. Møller - Mærsk

- Fokus på Gaza
- Er bunden i fragtraterne snart nået?

Fokus på Gaza

Afledte konsekvenser af krigen i Gaza har gjort, at containerrederierne kun i meget begrænset omfang kan sejle gennem Det Røde Hav og op gennem Suez kanalen til Europa. Det har gjort, at langt hovedparten af containervolumen fra Asien til Europa bliver sejlet syd om Afrika. Israel og Hamas indgik en fredsaftale tilbage midt i januar 2025 omkring Gaza, men den seneste måned er krigen blevet genoptaget, og der ingen udsigt en til løsning. Det er positivt for Mærsk, da en genåbning vil øge den effektive kapacitet i markedet med 5-6 %, hvilket vil lægge pres på fragtraterne. Men hvorfor falder fragtraterne så?

Er bunden i fragtraterne snart nået?

Fragtraterne (spot) er faldet mere eller mindre uafbrudt siden midten af 2024, men ifølge forventningerne til fragtraterne er bunden ved at være nået - i hvert fald midlertidigt. Faldet er primært drevet af stigende kapacitet i markedet kombineret med vigende efterspørgslen bl.a. drevet fremrykket efterspørgsel pga. forventningen om told i USA. Hvis vi ser på forventningerne til fragtraterne, så forventer markedet stigende fragtrater i 2. kvartal pga. øget efterspørgsel og en normalisering i 3. kvartal. På lidt længere sigt ser vi ind fortsat stigende kapacitet, især fra 2027 og frem, hvilket vil presse fragtraterne.

Investeringscase

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

Udvalgte nøgletal

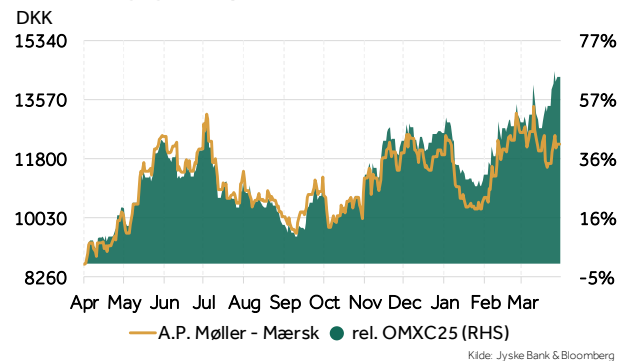
USDm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	55.482	51.198	52.680	55.056
Res. Primær drift	6.499	1.915	1.633	1.739
Nettoresultat	6.232	1.288	1.031	1.128
Balance sum	87.697	87.538	87.498	87.579
Egenkapital	57.947	58.299	59.000	59.896
Indtjening per aktie (DKK)	2.818,0	582,3	466,2	510,0
Udbytte per aktie (DKK)	845,4	232,9	186,5	204,0
P/E (x)	4,1	19,8	24,7	22,6
K/I (x)	0,4	0,4	0,4	0,4

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

A.P. Møller - Mærsk

	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	14000
Lukkekurs (DKK)	12240
Markedsværdi (DKK mio.)	191.795
Jyske Quant	Q1
Value score	Q1
Quality score	Q3
Momentum score	Q1

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Morten Holm Enggaard, Research

Alm. Brand

- Pengeregn til aktionærene
- 6 måneder med positivt afkast

Pengeregn til aktionærene

Alm. Brand annoncerede den 3. marts, at salget af deres Energi & Marine-division er gennemført, og bekræftede i samme omgang, at de ville udlodde de DKK 1,6 mia. i frigjort kapital fra transaktionen gennem et aktietilbagekøbsprogram. Den 5. marts kunne Alm. Brand så annoncere, at de starter et aktietilbagekøbsprogram på DKK 835,2 mio. løbende frem til den 30. marts 2026. Dette program udgør derfor ca. halvdelen af de annoncerede DKK 1,6 mia. i forbindelse med frasalget af Energi & Marina-divisionen – den resterende halvdel blev gennemført med storaktionæren Foreningen af Alm. Brand 1792 som ejer ca. 48% af aktierne.

6 måneder med positivt afkast

Marts måned blev, for 6. måned i streg en god måned for Alm. Brand-aktien, hvor investorerne oplevede en stigning på 2,7% mod OMXC25's fald på 6,2%. Udviklingen har formentligt været understøttet af stigende investeringslyst i de mere 'sikre' aktier, set i lyset af et fortsat usikkert geopolitisk og makroøkonomisk verdensbillede, men hvor en faldende motorskadehyppighed, mildt vejr og klarhed om aktietilbagekøbsprogrammet i forbindelse med frasalget af Energi & Marine-divisionen, også bidrager positivt til Alm. Brand-aktien.

Investeringscase

Alm. Brand har på få år gennemgået en succesfuld transformation, fra at være et finansielt supermarked til i dag at være et fokuseret skadesforsikringsselskab med et rent dansk fokus. I samme periode har Alm. Brand løbende arbejdet med at forbedre lønsomheden i forsikringsforretningen, hvilket har vist lovende takter, og vi ser gode muligheder for, at Alm. Brand indfrier 2025-målsætningen om et forsikringsresultat på DKK 1,85 mia. inkl. høstede synergieffekter ifm. Codan-opkøbet på DKK 600 mio. 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 kurspotentialen for at være behersket – dog stadig positivt – i de kommende måneder.

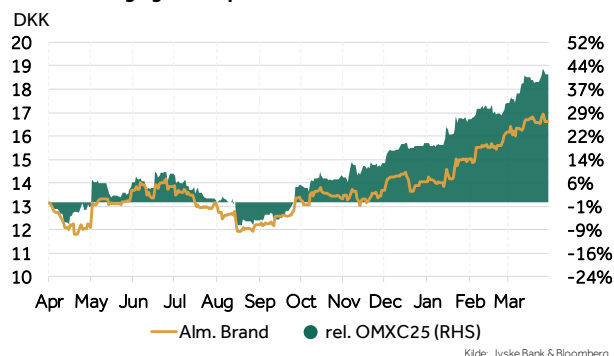
Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Bruttopræmieindtægter	11.083	11.529	11.847	12.165
Teknisk resultat	1.443	1.856	2.024	2.086
Nettoresultat	776	1.214	1.222	1.271
Balance sum	35.428	36.984	37.417	37.910
Egenkapital	13.403	12.995	12.848	12.596
Indtjening per aktie (DKK)	0,5	0,9	0,9	0,9
Udbytte per aktie	0,6	0,7	0,7	0,8
P/E (x)	27,3	19	19	18
K/I (x)	1,6	2,0	2,0	2,0

Kilde: Jyske Bank & Alm. Brand

Alm. Brand	Hold
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	16
Lukkekurs (DKK)	16,6
Markedsværdi (DKK mio.)	25.583
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

- 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 Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

Carlsberg

- Er der taget forskud på glæderne?
- Bedring i forbrugsstemningen i Kina

Er der taget forskud på glæderne?

Carlsberg-aktien har oplevet en forrygende start på 2025, hvor aktien i januar og februar er steget med 30%, drevet af en bedre end frygtet guidance for 2025, en god start på året i Kina og øget tillid til opkøbet af Britvic. Aktien har dog ligget mere stille i marts, hvor den er oppe 1,2% inkl. udbytte. Aktien positive momentum at altså holdt nogenlunde i et negativt marked. Den stærke start har øget frykten for, at aktien kan være steget for hurtigt, og at markedet har taget forskuddet på glæderne.

Bedring i forbrugsstemningen i Kina

Regnskab fra det kinesiske bryggeri China Ressource Beer (CBR) understøttede ordlyden for væksthistorien i Kina for både Carlsberg og Heineken. CBR udtalte, at de i årets første to måneder har oplevet en stigning i forbrugsstemningen og momentum i restaurationsbranchen. CBR forventer yderligere at øget stats stimulans vil hjælpe ølsalget i 2025. Det er værd at bemærke, at udsigterne for de makroøkonomiske udfordringer ikke er ovre og en potentiel handelskrig ikke ligefrem hjælper på situationen.

Investeringscase

Efter et svært 2024 har Carlsberg-investorerne haft en fest i 2025, drevet af øget sikkerhed omkring Britvic, en fornuftig guidance for 2025 og ordlyden om en god start på 2025 i Kina. Kursbevægelsen har gjort værdiansættelsen mere anstrengt, og selvom den absolutte værdiansættelse fortsat er lidt under det historiske gennemsnit, så er den relative værdiansættelse mere anstrengt. Vi vurderer, at investorerne har taget forskud på glæderne for 2025, og ser en sandsynlighed for, at aktien på den kortere bane tager en pause og handler sidelæns, indtil Carlsberg fremlægger yderligere beviser for bedring hos forbrugere i Europa og/eller Kina eller integrationen af Britvic. Vi vurderer, at Carlsberg nok skal komme i mål med integrationen af Britvic, og at de vil være i stand til at mitigere under de svære markedsforhold – beviselige evner til omkostningsstyring vil styrke selskabet.

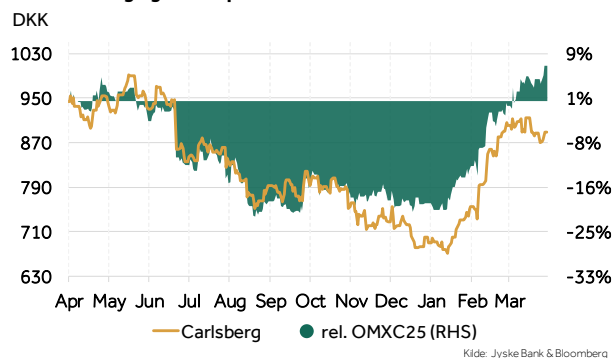
Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	75.011	89.233	97.233	100.943
Res. Primær drift	11.411	13.582	15.286	16.370
Nettoresultat	8.005	8.185	9.515	10.405
Balance sum	113.328	167.712	170.750	171.906
Egenkapital	30.612	32.949	33.680	34.170
Indtjening per aktie (DKK)	68,7	53	65	75
Udbytte per aktie	27	29	34	39
P/E (x)	13	17	14	12
K/I (x)	4,0	3,7	3,6	3,5

Kilde: Jyske Bank & Carlsberg

Carlsberg	Hold
Sektor	Stabilt forbrug
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	1000
Lukkekurs (DKK)	888,6
Markedsværdi (DKK mio.)	120.831
Jyske Quant	Q5
Value score	Q3
Quality score	Q4
Momentum score	Q5

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Henrik Hallengreen Laustsen, Research

Coloplast

- Hård start på 2025 for Coloplast
- Er der stilstand i salgsvæksten af Luja?

Hård start på 2025 for Coloplast

Coloplast har i marts fortsat tendenserne fra februar, hvor aktien i denne måned er faldet 4%, hvor OMXC25 er nede med 9,4%. Coloplasts kursfald hænger delvist sammen med udsigten til endnu et back-end-loaded år, en svag start på året samt en tendens til at fortrække "Value" virksomheder i markedet. Modsat har konkurrenterne haft vind i sejlene og leveret et par pæne regnskaber. Selvom aktien er faldet med knap 20% siden starten af december, og nu har en mere attraktiv relativ værdiansættelse både historisk og i forhold til konkurrenterne, vurderer vi fortsat, at usikkerheden i forhold til potentialet for Coloplast er for høj.

Er der stilstand i salgsvæksten af Luja?

Et vigtigt symbol for innovationen og vækstfremgang for Coloplast er det lovende engangskateter Luja, udfordringer er at de seneste salgstal muligvis indikerer at salgsvæksten muligvis ved at gå i stå? Salgstal fra UK viser at en sløj november blev afløst af en god december, og nu viser salgstallene for Luja igen negativ måned-over-måned-vækst på -0,5% i januar mod +4,3% i december jf. de seneste salgstal fra britiske NHS. Optimister vil sige, at trenden fortsat er oppe, og Luja vinder markedsandele. Pessimister vil fremhæve, at momentum i fremgangen er gået lidt i stå. Det bliver interessant at høre, hvad ordlyden er ved regnskabet for 2. kvartal som vi dog må vente på.

Investeringscase

En udramatisk start på året uden større overraskelser gør, at Coloplast er et skridt nærmere den lovede fremgang. På trods af at det værste måske er ovre for Coloplast, som forventer, at vækstmomentum er opadgående (drevet af Luja-lanceringen og bedring i Urologi), og at indtjeningen gradvist vil forbedres over tid, vurderer vi fortsat, at risk/reward ikke er attraktiv nok til en købsanbefaling. Potentialet trækkes ned af udsigten til endnu et back-end-loaded år, udskydelse af LCD'en, som giver lidt øget risiko, en værdiansættelse, som virker fair, samt mangel på kortsigtede triggere i aktien – alt dette gør, at vi forbliver på sidelinjen. Vi ser frem mod kapital-markedsdagen den 2. september, hvor Coloplast vil annoncere den nye 5-årige strategi.

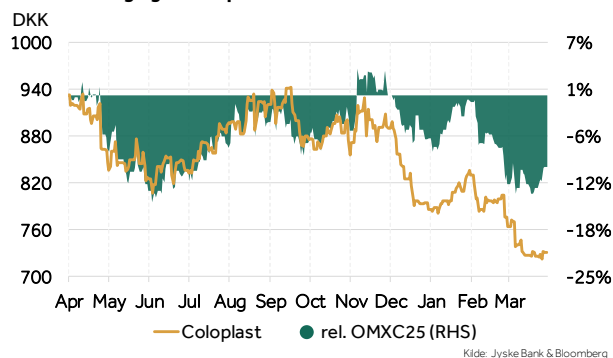
Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	27.030	29.033	31.448	33.977
Res. Primær drift	7.320	8.074	9.123	10.162
Nettoresultat	5.052	4.374	6.555	7.375
Balance sum	48.073	48.297	49.552	51.387
Egenkapital	17.405	18.280	19.419	21.131
Indtjening per aktie (DKK)	22	19	29	33
Udbytte per aktie	22	16	22	23
P/E (x)	33	38	25	22
K/I (x)	11	9	9	8

Kilde: Jyske Bank & Coloplast

Coloplast	Hold
Sektor	Sundhed
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	950
Lukkekurs (DKK)	731,2
Markedsværdi (DKK mio.)	166.860
Jyske Quant	Q4
Value score	Q4
Quality score	Q4
Momentum score	Q4

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Henrik Hallengreen Laustsen, Research

Danske Bank

- Banksektoren løftet af højere renteforventninger
- Udlånsvækst viser positive tegn i Danmark

Banksektoren løftet af højere renteforventninger

Danske Bank-aktien steg 2,3% i marts måned mod et fald på 6,2% i OMXC25. Danske Bank-aktien, og banksektoren generelt, er blev påvirket positivt af stigende renteforventninger som følge af forventningen om højere inflation, skabt af den verserende handelskonflikt mellem USA og Europa, som p.t. overskygger de potentielle negative økonomiske effekter. Desuden har en fornyet investeringslyst i Europa ageret som en katalysator for væksten i Europa, hvilket kan give udlånsvæksten et skub, også i Norden.

Udlånsvækst viser positive tegn i Danmark

I slutningen af marts måned kom der nye tal for ud- og indlåns- væksten i Danmark (i februar), som fortsætter de samme takter som de forrige måneder. På udlånssiden sås en stigning på 2,9% sammenlignet med samme måned sidste år, hvilket vi ser som opmuntrende. Det var særligt drevet af en stigning i bankudlån på 5,1% sammenlignet med sidste år. For indlån så vi igen en klar tendens for faldende vækst på de bunde indlån, hvilket er en naturlig effekt på de fortsatte faldende indlånsrenter på tværs af bankerne. Dog burde Danske Banks særlig balancesammen- sætning kunne modvirke den værste effekt af de faldende ren- ter, og vi ser derfor fortsat positivt på Danske Bank-aktien ind i 2025.

Investeringscase

Danske Bank arbejder på at indfri sine ambitiøse finansielle mål- sætninger for 2026, hvori hovedelementet er at levere en egen- kapitalforrentning på 13%. For at lykkes med dette kræves et accelereret kommercielt momentum, hvilket banken på det se- neste har været i stand til at fremvise, med fornuftig udlåns- vækst og stærke gebyrindtægter, samtidigt med at omkost- ningsbasen i vid udstrækning er blevet holdt i ave. Vi – og mar- kedet – forventer dog ikke at banken når helt i mål med målsæt- ningerne, men bankens nuværende værdiansættelse – både i forhold til egen historik og relativt til de nærmeste nordiske storbanker – ser stadig meget attraktiv ud, og banken har desu- den et af de højeste udlodningspotentialer de kommende år i kraft af overskydende kapital der skal redistribueres.

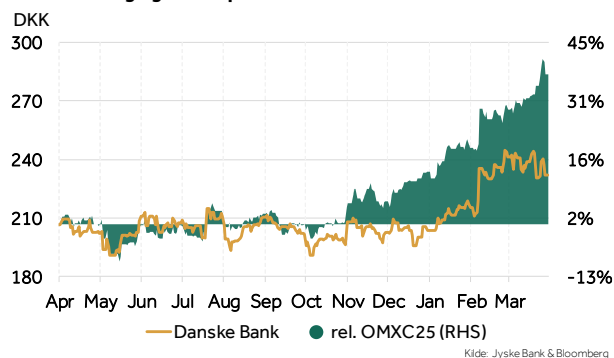
Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Indtj. før skat	31.212	28.692	27.822	26.729
Nettoresultat	23.628	21.806	21.145	20.314
Balance sum	3.540.355	3.593.195	3.653.720	3.711.776
Egenkapital	175.687	174.667	171.639	169.750
Indtjening per aktie (DKK)	28,3	27	27	27
Udbytte per aktie	28,7	23	22	16
P/E (x)	8	8,6	8,4	8,5
K/I (x)	1,1	1,1	1,2	1,2

Kilde: Jyske Bank & Danske Bank

Danske Bank	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	255
Lukkekurs (DKK)	232
Markedsværdi (DKK mio.)	200.027
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

Danske Bank er den største bank i Danmark med mar- kedsandele på udlån og indlån mellem 25 og 30%. Dan- ske Bank har også en betydelig international tilstede- værelse som en af de største banker i Norden med mere end millioner kunder og afdelinger i 8 lande. Ban- ken servicerer privatkunder, erhvervskunder og institu- tionelle kunder, og udover traditionelle bankrelaterede serviceydelser, tilbyder banken livsforsikring og pen- sion, realkredit, formueforvaltning, samt bolig- og lea- sing ydelser.

Risikofaktorer

- Udskudte rentestigninger og/eller intensiveret kon- kurrencesituation i særligt Danmark.
- Et pludseligt fald i aktivpriser og/eller den økonomi- ske vækst i Norden.
- Flere regulatoriske tiltag med negative konsekven- ser for den finansielle sektor end ventet.

Senior Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

Demant

- Svag start på året
- Spekulationer om afskedigelser skaber bekymringer

Svag start på året

Demant er kommet svagt fra start i år, hvor aktien er nede med 9% år til dato, delvist trukket ned af en svagere end ventet guidance for 2025. Med til at lægge pres på aktien i marts var desuden bekymringer for markedsvæksten i USA, hvor forbrugertilliden er faldet tilbage, hvilket kan have en kortvarig negativ effekt på salget af høreapparater. Markedsvæksten i USA risikerer således at gå hen og blive negativ i 1. kvartal, delvist som følge af svære sammenligningstal, hvor det kommercielle marked sidste år voksede 13%. Historisk har salget af høreapparater dog været relativt modstandsdygtig overfor en afmatning i den økonomiske vækst.

Spekulationer om afskedigelser skaber bekymringer

Salget af høreapparater i Veterans Affairs faldt i februar med 4,8% - en klar forværring sammenlignet med januar. Budgetbegrensninger og manglen på audiologer fortsætter således med at sætte deres tydelige præg på salget af høreapparater, hvor Veterans Affairs i februar har været ude og fyre over 1.000 medarbejdere. Og med Trumps planer om at slanke den offentlige sektor er der udsigt til flere afskedigelser. Vi forventer dog, at det i første omgang vil ramme medarbejdere i ikke sundhedskritiske funktioner, men det kan ikke undgå også at påvirke sundhedsfaglige personer. Antallet af audiologer er dog ikke steget væsentligt siden 2019, hvorfor salget af høreapparater ikke burde blive så hårdt ramt.

Investeringscase

Vi ser Demant som et veldrevet selskab, der står godt positioneret til at drage fordel af et stigende behov for høreapparater, hvilket er understøttet af en stigende andel af ældre og mere socialt aktive seniorer. Vækstudsigterne ser således yderst attraktive ud, med udsigt til en gns. årlig omsætningsvækst på 8-10% (6-8% organisk). Dette er ikke afspejlet i prisen. Prissætningen ser derfor attraktiv ud - både i forhold til selskabets egen historik og relativt til konkurrenterne. Væksten er dog bremsset op i 2024, hvor Demant har mistet markedsandel i det forsikringsdækkede segment i USA, men vi forventer, at væksten vil vende tilbage på sporet i 2025, hvor sundhedsreformen i Frankrig kan give et boost til væksten.

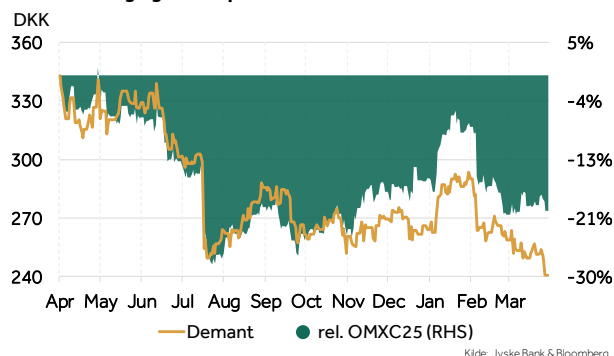
Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	22.419	24.183	26.065	28.095
Res. Primær drift	4.528	4.794	5.191	5.588
Nettoresultat	2.388	3.131	3.444	3.760
Egenkapital	9.564	10.726	11.601	12.639
Indtjening per aktie (DKK)	10,7	14	16	18
P/E (x)	23	17	15	13
K/I (x)	5,7	5,0	4,6	4,2

Kilde: Jyske Bank & Demant

Demant	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	320
Lukkekurs (DKK)	240,4
Markedsværdi (DKK mio.)	53.150
Jyske Quant	Q3
Value score	Q2
Quality score	Q1
Momentum score	Q5

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

DSV

- DB Schenker nærmere sig
- Svag start på 2025

DB Schenker nærmere sig

Andet kvartal nærmer sig, hvor DSV forventer at kunne gennemføre opkøbet af DB Schenker, der mangler nu kun godkendelser fra myndighederne i EU og USA. Hvis alt går som planlagt, kan handlen være endeligt godkendt i slutningen af april eller starten af maj. Det helt store spørgsmål i den sammenhæng er, hvor store synergier DSV kan opnå gennem integrationen – og hvad de vælger at melde ud ved closing. Historisk har DSV ved closing primært meldt omkostningssynergier ud, som sidenhen er blevet opjusteret løbende i takt med realiseringen. Indtil videre har DSV meldt ud, at de som minimum forventer at kunne bringe DB Schenkers marginer op på DSV-niveau, hvilket i følge vores beregninger svarer til minimumssynergier på DKK 5,3 mia.

Svag start på 2025

DSV har fået en lidt presset start på 2025. Luftfragt volumen ventes at stige svagt i Q1, men under markedet, mens indtjening pr. enhed er understøttet af sæsonfaktorer og ventes at falde senere på året. DSV har tabt markedsandele i luftfragt, bl.a. pga. fravalg af to større lavmarginkunder. Søfragt viser lav encifret vækst på linje med markedet, og indtjening pr. enhed ventes at stige lidt. Landtransport er fortsat udfordret af lav efterspørgsel og faldende rater, især i Tyskland, hvor færre vognmænd påvirker kapaciteten. En tysk stimulanspakke kan dog give medvind senere i 2025. Også i varehuse (Solutions) er volumen presset, og udnyttelsesgraden ligger omkring 83 %, mod et mål på over 90 %.

Investeringscase

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

Udvalgte nøgletal

DKK m	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	167.106	175.980	181.303	187.417
Res. Primær drift	16.096	16.750	17.924	18.978
Nettoresultat	10.175	11.317	12.117	12.421
Balance sum	236.545	235.293	233.667	232.366
Egenkapital	114.503	116.145	118.702	121.549
Indtjening per aktie (DKK)	48	53	57	58
Udbytte per aktie (DKK)	7	8,0	8,5	8,7
P/E (x)	34	26	24	23
K/I (x)	3,0	2,8	2,8	2,7

Kilde: Jyske Bank & DSV

DSV	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	1650
Lukkekurs (DKK)	1359,5
Markedsværdi (DKK mio.)	326.884
Jyske Quant	Q5
Value score	Q4
Quality score	Q4
Momentum score	Q4

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Morten Holm Enggaard, Research

Genmab

- JnJ afslog partnerskabsaftale
- Rina-S imponerer men mulige juridiske problemer i sigte

JnJ afslog partnerskabsaftale

Endnu en negativ måned for Genmab-aktien, som i marts faldt med 16%. Kursfaldet skyldes afslaget på partnerskabsafgørelsen fra JnJ, der har valgt ikke at gøre brug af optionen for Hexabody-CD38, hvilket medfører at Genmab vælger ikke udvikle Hexabody-CD38 – produktet er nu lagt i graven. Afgørelsen har en begrænset økonomisk effekt i år, da Genmab tidligere har udtalt at afgørelsen ikke får betydning for omkostningsniveauet i 2025. Efter afklaringen skal Genmab nu forsøge at overbevise markedet om at de kan vokse forretningen efter patentudløbet på Darzalex i 2030. Genmab vurderer at kerneprodukterne Epkinly, RINA-S og acasunlimab, skal trække store dele af læsset, mens resten skal dækkes af den øvrige pipeline og opkøb.

Rina-S imponerer men mulige juridiske problemer i sigte

Efter afslaget fra JnJ kunne Genmab præsentere stærke opdaterede studieresultater med Rina-S, der behandler kræft i æggestokkene og underlivet. De gode resultater bør styrke markedets tiltro til Genmabs pipeline. Dog kom Genmab sidst på måneden i negativt søgelys igen, da samarbejdspartneren AbbVie har sagsøgt Genmab for påstået tyveri af forretningshemmeligheder. Genmab afviser samtlige anklager og erstatningskrav, men investorerne reagerede negativt på nyheden, fordi investorer formentlig vil hæfte sig ved, at Genmab ikke har gode erfaringer med retssager og den negative stemning i aktien.

Investeringscase

Efter afklaringen skal Genmab nu forsøge at overbevise markedet om, at de kan vokse forretningen efter patentudløbet på Darzalex i 2030. Genmab vurderer, at kerneprodukterne Epkinly, RINA-S og acasunlimab skal trække store dele af læsset, mens resten skal dækkes af den øvrige pipeline og potentielle opkøb. Nyheds-flowet for den kommende tid er dog relativt stille, hvor 2025 formentligt blot betyder et tidligere read-out for Epkinly (refraktære patienter), mens endelige read-outs først er i 2026 (Epkinly 1L DLBCL-data, Rina-S fase 3 i platinresistent kræft i æggestokkene og yderligere data på Acasunlimab). Vi forventer ikke, at aktien laver en hurtig rekyl, men langsomt genvinder markedets tiltro – kan godt være en periode med sidelæns kursbevægelse ind indtil markedets tiltro er genvundet.

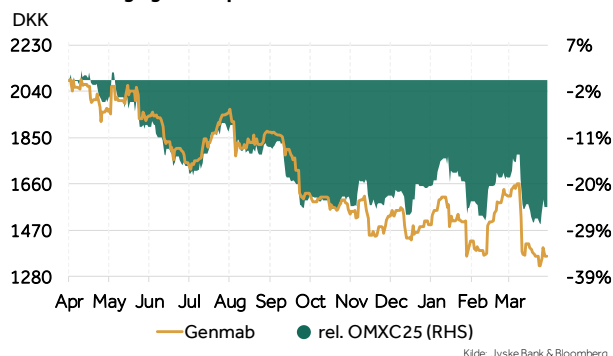
Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	21.337	24.670	28.173	31.047
Res. Primær drift	6.514	7.912	8.605	10.070
Nettoresultat	7.655	6.385	6.947	8.153
Balance sum	45.811	49.181	56.129	64.281
Egenkapital	36.200	40.067	47.015	55.167
Indtjening per aktie (DKK)	122	104	113	133
P/E (x)	11	13	12	10
K/I (x)	2,6	2,3	1,9	1,6

Kilde: Jyske Bank & Genmab

Genmab	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	2000
Lukkekurs (DKK)	1364
Markedsværdi (DKK mio.)	90.293
Jyske Quant	Q1
Value score	Q1
Quality score	Q1
Momentum score	Q5

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Henrik Hallengreen Laustsen, Research

GN Store Nord

- Usikkerhed i markedet om told og tariffer
- Negativ udvikling i Veteran Affairs

Usikkerhed i markedet om told og tariffer

GN Store Nord har haft det svært, hvor aktien er faldet med 11% den seneste måned og hele 26% fra toppen i februar. Med til at lægge pres på aktien er bekymringer for effekten af de øgede toldsatser, hvor Trump har været ude og hæve tariffen på varer, der importeres fra Kina, med yderligere 10%. Det kommer til at ramme indtjeningen, særligt i Gaming forretningen, hvor GN pt. har inkluderet en marginmodvind på 1,5 p.p. i guidance. Samtidig kunne Logitech på deres kapitalmarkedsdag løfte sløret for deres 2026 mål, hvor de forventer en omsætningsvækst i konstant valuta på 1-5%. Her lå markedet på 4,4%. Logitech har dog tidligere været konservativ i deres udmeldinger, men det afspejler den usikkerhed der hersker i markedet omkring mulige tariffer.

Negativ udvikling i Veteran Affairs

Udviklingen i VA-kanalen har heller ikke bidraget positivt til stemningen, da februar måneds salgstal viser et fald på 4,8%. Der er dog 1 mindre arbejdsdag i februar end sidste år, hvilket forklarer meget af faldet. Samtidig er der bekymring for yderligere afskedigelser i Veteran Affairs, hvor Trump har en plan om at bringe antallet af medarbejdere tilbage på 2019-niveau. Det betyder, at over 79.000 medarbejdere står til at miste deres job. Antallet af audiologer er dog ikke steget væsentligt siden 2019, hvorfor salget af høreapparater ikke burde blive så hårdt ramt.

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, men vi vurderer, at det værste er overstået, og at væksten vil vende tilbage til positivt territorium i 2025. Det kan give anledning til noget lettelse i aktien, der har haft det svært. Prissætningen ser samtidig attraktiv ud.

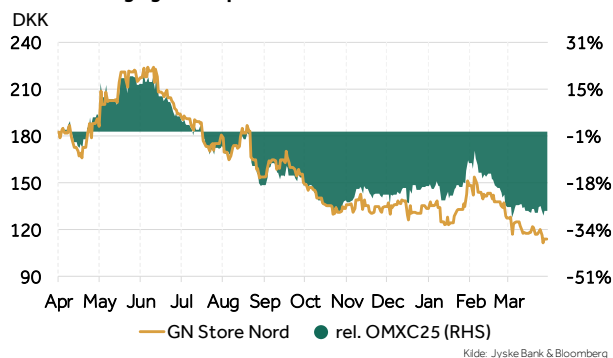
Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	17.985	18.587	19.686	20.821
Res. Primær drift	1.860	2.171	2.563	2.828
Nettoresultat	1.059	1.184	1.509	1.733
Balance sum	29.946	31.122	30.858	30.813
Egenkapital	10.824	11.929	11.336	10.953
Indtjening per aktie (DKK)	7,0	7,8	10	12
Udbytte pr. aktie (DKK)	0,0	0,0	1,3	1,6
P/E (x)	19	15	11	9
K/I (x)	1,9	1,4	1,5	1,6

Kilde: Jyske Bank & GN Store Nord

GN Store Nord	Køb
Sektor	Cyklisk forbrug
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	170
Lukkekurs (DKK)	114,1
Markedsværdi (DKK mio.)	17.219
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

Netcompany

- Markedet har været hårdt ved Netcompany i marts
- Ærgerlig start på SDC-opkøb

Markedet har været hårdt ved Netcompany i marts

Netcompany-aktien har haft det hårdt i 2025, og marts måned var ingen undtagelse. Aktien så et fald på hele 8,8% mod et lidt mindre fald i OMXC25 på 6,2%. Vi ser ellers nyhedsflowet i marts som svagt positivt for Netcompany i lyset af øgede europæiske investeringer i infrastruktur og sikkerhed. Særligt den seneste ekspansion i Tyskland fremstår som et naturligt match med selskabets kernekompetencer inden for udvikling af store, komplekse og kritiske IT-systemer.

Ærgerlig start på SDC-opkøb

Netcompanys opkøb af bankdatacentralen SDC fik en lidt skidt start da det i slutningen af marts blev annonceret at den norske bank Fana Sparebank dropper sin nyligt indgåede aftale med SDC og forbliver kunde hos Tietoevry. Det er netop ekspansion i det norske marked som Netcompany og SDC har set mulighed i for at vokse forretningen. Vi ser dog fortsat opkøbet af SDC som noget der over tid kan blive en fin forretning for Netcompany, men det vil formentligt først materialisere sig i årene efter integrationen af SDC ind i Netcompany.

Investeringscase

Netcompanys høje organiske vækstrater bør kunne fastholdes længe endnu i kernemarkederne i kraft af en stærk track-record i Danmark og et betydeligt vækstpotentiale i de udenlandske kernemarkeder. Netcompanys høje profitabilitet i kernemarkederne har været udfordret i de seneste år, men selskabet har i 2024 vist gode fremskridt, der kan lede vejen frem mod 2026-målet om en EBITDA-margin > 20%. Målsætningen om indtægter på > DKK 8,5 mia. er dog blevet udskudt til 2027 og skaber en vis usikkerhed omkring troværdigheden af selskabets målsætninger. Værdiansættelsen ser fair ud i øjeblikket, og vi vurderer ikke, at aktien bør kunne stige markant herfra, uden at dette er foranlediget af positive estimatændringer, som kan skabes gennem et fortsat stærkt momentum i kontraktomineringer.

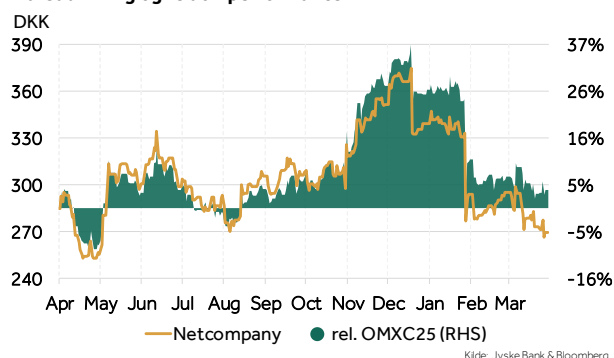
Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	6.540	7.036	7.686	8.355
Res. Primær drift	786	916	1.128	1.257
Nettoresultat	468	589	834	934
Egenkapital	3.615	3.605	3.639	3.966
Indtjening per aktie (DKK)	10	13	19	22
Udbytte per aktie	0,0	0,0	0,0	5,6
P/E (x)	30	21	14	12
K/I (x)	3,9	3,7	3,7	3,4

Kilde: Jyske Bank & Netcompany

Netcompany	Hold
Sektor	IT
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	325
Lukkekurs (DKK)	269,2
Markedsværdi (DKK mio.)	13.460
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

Netcompany er en dansk IT-konsulentvirksomhed, der udvikler og implementerer "next generation" IT-løsninger til den private og offentlige sektor. Netcompany har blandt andet stået for udviklingen og vedligeholdelsen af portalen Borger.dk, kommunikationsplatformen Aula, samt avancerede IT-systemer hos selskaber som Topdanmark, Novo Nordisk og Københavns Lufthavn. Netcompany havde i 2024 en omsætning på DKK 6.540 mio. og mere end 8000 ansatte.

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

NKT

- Den tyske infrastrukturpakke kan komme NKT til gode
- Udsigt til en kraftig stigning i investeringerne i elnettet

Den tyske infrastrukturpakke kan komme NKT til gode

Efter en stærk februar måned blev NKT indhentet af den svage markedsstemning i marts. NKT har ellers fået lidt medvind fra den EUR 500 mia. store infrastrukturpakke i Tyskland, hvor de EUR 100 mia. er øremærket til den grønne omstilling. Det kan meget vel komme NKT til gode, da elnettet i Tyskland er meget nedslidt. Der er derfor behov for massive investeringer i udbygningen og opgraderingen af elnettet. Og NKT står med højspændingsfabrikken i Köln godt positioneret til at tage del i eventuelle ordrer.

Udsigt til en kraftig stigning i investeringerne i elnettet

National Grid kunne i midten af marts meddele, at de har indgået en rammeaftale med 6 kabelløseleverandører på levering af HVDC kabler til en samlet værdi af GBP 21,3 mia. Leverandørerne tæller blandt andet NKT, men også Prysmian og LS Cable. National Grid er en af flere transmissionsselskaber, der har været ude og meddele om en kraftig stigning i investeringsomfanget frem mod 2028, hvor blandt andet TenneT planlægger at investere EUR 200 mia. i elnettet fra 2024-2033. Samlet set løber investeringerne på tværs af de 5 største transmissionsselskaber op i lidt over EUR 50 mia. om året frem mod 2028, hvilket lover godt for den fremtidige tildeling af ordrer.

Investeringscase

Vi forventer, at der årligt vil blive tildelt ordrer på over EUR 10 mia., understøttet af den igangværende udbygning af elnettet og målsætningen om, at øge andelen af vedvarende energi. Efterspørgslen forventes således at overstige højspændingskapaciteten på markedet frem mod 2030, hvilket lover godt for kvaliteten af de ordrer, der tages ind. NKT har sikret fuld kapacitetsudnyttelse frem mod 2026 og små 70% af kapaciteten i 2028/29. Samtidig ser prissætningen attraktiv ud, både i forhold til selskabet egen historik og relativt til konkurrenterne. Det er på trods af, at NKT i vores optik står med de mest attraktive vækstudsigter frem mod 2028, hvor vi forventer, at selskabet vil kunne øge omsætningen med over 50% og mere end fordoble indtjeningen.

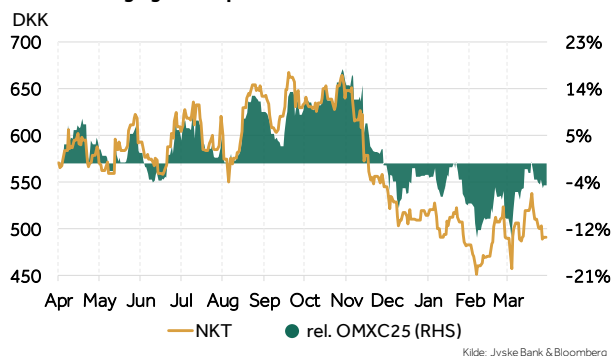
Udvalgte nøgletal

EURm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	3.252	3.353	3.471	4.402
Res. Primær drift	240	264	286	376
Nettoresultat	337	215	230	298
Balance sum	4.859	5.382	5.831	5.272
Egenkapital	1.853	2.068	2.298	2.176
Indtjening per aktie (EUR)	6,3	4,0	4,3	5,5
Udbytte per aktie (EUR)	0,0	0,0	1,4	1,8
P/E (x)	11	16	15	12
K/I (x)	2	2	2	2

Kilde: Jyske Bank & NKT

NKT	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	610
Lukkekurs (DKK)	491
Markedsværdi (DKK mio.)	26.377
Jyske Quant	Q2
Value score	Q2
Quality score	Q3
Momentum score	Q3

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

NKT is one of the leading cable suppliers in the world with production facilities around most of Europe including Karlskrona and Cologne where NKT's two HV factories are located. Around 50% of the Group's revenue is generated by HV cables where NKT is a supplier of both AC and DC cables for on- and offshore HV projects. NKT is also a supplier of LV and MV cables for the utility and construction sector.

Risikofaktorer

- Problems passing on rising metal prices to the customers.
- Keen competition in the European cable market.
- Low capacity utilization
- Falling US dollar rate.
- Economic slowdown.

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

Nordea

- Nyt aktietilbagekøbsprogram – som ventet
- Udlånsdata i Norden ser fornuftigt ud

Nyt aktietilbagekøbsprogram – som ventet

Nordea-aktien har i marts måned set en stigning på 2,1% mod et fald på 6,2% i OMXC25. Aktien har, ligesom de fleste andre banker i Europa, været positivt påvirket af de generelt stigende renteforventninger i Norden i marts og 2025. Nordea startede desuden i løbet af måneden et aktietilbagekøbsprogram op på EUR 250 mio. – hvilket også var i den størrelsesorden som vi havde ventet. Vi ser Nordea annoncere aktietilbagekøbsprogrammer for EUR 750 mio. i løbet af 2025, hvilket kommer som en naturlig konsekvens af de EUR 1,2 mia. i overskydende kapital banken havde ved udgangen af 2024.

Udlånsdata i Norden ser fornuftigt ud

De seneste tal for udlånsdata i Danmark, Norge og Sverige indikerer, at udlånsvæksten i de Nordiske lande er på rette spor, med en vækst på hhv. 2,9%, 4,4% og 4,8% å/å. Desuden har Nordeas markedsandele på det svenske realkreditmarked set en svag stigning de seneste måneder hvilket vi også mener bør være målet for Nordea – til gengæld har Nordea tabt markedsandele i det danske realkreditmarked i løbet af 2024, hvilket vi tror banken vil forsøge at adressere og bremse i løbet af 2025.

Investeringscase

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

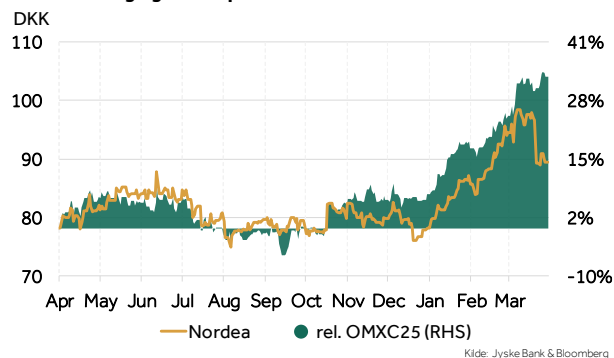
Udvalgte nøgletal

EURm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	7.594	7.164	7.186	7.251
Nettoresultat	5.059	4.661	4.644	4.703
Balance sum	623.365	634.919	645.634	656.596
Egenkapital	32.446	33.078	33.611	34.204
Indtjening per aktie (EUR)	1,4	1,4	1,4	1,4
Udbytte per aktie (EUR)	0,9	0,9	0,9	1,0
P/E (x)	8	9	8,7	8,3
K/I (x)	1,3	1,3	1,2	1,2

Kilde: Jyske Bank & Nordea

Nordea	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	100
Lukkekurs (DKK)	89,42
Markedsværdi (DKK mio.)	312.155
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

Novo Nordisk

- Novo styrker pipeline efter ny skuffelse
- Konkurrenterne annoncerer samarbejdsaftaler

Novo styrker pipeline efter ny skuffelse

Den negative kursudvikling fortsætter for Novo Nordisk, hvor aktien i marts er faldet med 27%. Særligt offentliggørelsen af 2. datasæt for CagriSema blev modtaget dårligt, og sendte aktien 8% ned. Studiets fleksible design tillod patienterne selv at justere doseringen, hvilket kan sløre den reelle væggtabseffekt. Et andet element som har presset aktien har været manglende fremgang i recepttallene for USA, hvilket har fået nogle markedsdeltagere til at frygte for vækstudsigterne for 2025. I løbet af marts styrkede Novo deres pipeline, da de indgik en licensaftale med The United Bio-Technology om udvikling og kommercialisering af UBT251, en GLP-1/GIP/glukagon-tripleagonist. Et produkt, hvis tidligere resultater så lovende ud.

Konkurrenterne annoncerer samarbejdsaftaler

Marts bød også på flere interessant samarbejdsaftaler på fedme-markedet. Danske Zealand Pharma indgik en stor aftale med det globale medicinalfirma Roche og Gubra indgik en aftale med AbbVie. Zealand/Roche aftalen er interessant om udvikling og kommercialisering af Zealands amylin-produkt Petrelintide og Roches GLP-1 produkt CT-388. Zealand modtager 1,65 mia. USD i forudbetaling med potentiale op til 5,3 mia. USD.

Investeringscase

Begrænset fremgang i recepttallene, told-risiko og CagriSema-resultater som ikke levede op til forventningerne, ligger pres på Novo-aktien. De kortsigtede risici fylder meget hos investorerne pt. Stemningsskiftet kan skabes af uddybningen af CagriSema-resultaterne på ADA-konferencen d. 20.-23. juni, afklaring på told-risikoen eller fremgang i recepttallene skabt af mindre konkurrence fra Compounder (kopiprodukter), efter at Novo er kommet af shortage-listen. På trods af den kortsigtede usikkerhed vurderer vi, at Novo Nordisk har nogle af de mest attraktive vækstudsigter i sektoren med en forventet salgsvækst på 16 % for 2024-2027 mod et gennemsnit for sektoren på ca. 9 %. Foruden Novos højere vækst, indtjening og forrentning af kapital kan aktien nu købes til en attraktiv værdiansættelse.

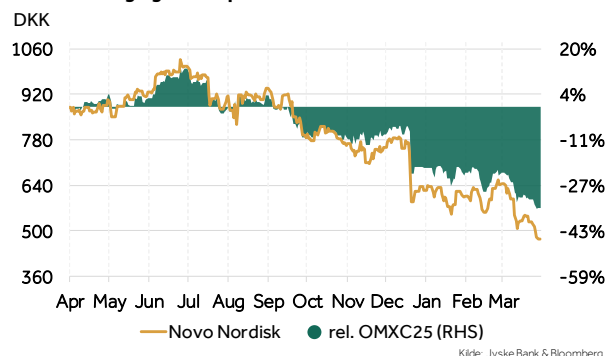
Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	290.403	357.245	419.127	470.018
Res. Primær drift	128.339	165.158	194.290	218.468
Nettoresultat	100.988	121.722	151.719	171.763
Balance sum	465.795	591.957	661.272	722.031
Egenkapital	157.316	233.392	269.649	304.433
Indtjening per aktie (DKK)	23	27	34	39
Udbytte per aktie	11	10	14	15
P/E (x)	27	17	14	12
K/I (x)	18	9	8	7

Kilde: Jyske Bank & Novo Nordisk

Novo Nordisk	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	925
Lukkekurs (DKK)	474,05
Markedsværdi (DKK mio.)	2.116.633
Jyske Quant	Q2
Value score	Q3
Quality score	Q1
Momentum score	Q5

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Henrik Hallengreen Laustsen, Research

Novonesis

- Stigende renter og skepsis har presset aktien
- Stærk start på året, men fokus rettet mod august

Stigende renter og skepsis har presset aktien

Novonesis-aktien har i den seneste måned været under pres, hvilket især har været drevet af de stigende renter, men også en vis skepsis omkring bæredygtigheden og styrken af Energy-divisionens fremtidige vækstmuligheder. Vi deler dog ikke denne bekymring. Energy-divisionen er nu langt mere diversificeret end tidligere, idet afhængigheden af det amerikanske marked er blevet mindsket, mens der ligeledes findes en lang række områder, herunder bæredygtigt flybrændstof, hvor den strukturelle udvikling fortsat befinder sig på et tidligt stadie. Dynamikkerne i industrien er under forandring, hvilket tegner sig positivt for det fremtidige vækstpotentiale.

Stærk start på året, men fokus rettet mod august

Novonesis har sat næsen op efter en organisk vækst i 2025 i intervallet 5-8 % (6-9% ekskl. exit fra visse lande) samt en justeret EBITDA-margin på 37-38 %. Selskabet har fået en solid start på året, hvilket tegner positivt for 1. kvartalsregnskabet. Generelt ventes det, at 1. halvår 2025 bliver stærkere end 2. halvår, hvilket til dels skyldes exit fra det russiske marked, der ventes at give en skævvridning af væksten. Væksten ventes primært at være volumen-drevet med en mindre positiv effekt fra prisstigninger, samt positive salgssynergier. Fokus er dog rettet mod 2. kvartalsregnskabet i august, da Novonesis i forbindelse hermed vil offentliggøre deres nye mellem- og langsigtede finansielle mål-sætninger

Investeringscase

Med en velgennemført fusion vil et forstærket fokus på at høste frugterne af de mange megatrends, som Novonesis er eksponeret mod, gøre selskabet i stand til at indfri målsætningen om en vækst på 6-8% frem til og med 2025 samt ambitionen om at accelerere denne vækst fra og med 2026. Vi er overbeviste om, at selskabets vækst- og marginprofil fortsat vil være blandt den højeste på tværs af industrien, hvilket bør være understøttende for, at værdiansættelsespræmien relativt til industrigruppen igen når op på historiske niveauer. Givet vækstudsigterne og marginprofilen vurderer vi således, at aktien fortsat bør handle med en signifikant præmie, der vil være yderligere understøttet af udsigten til en positiv pengestrømsgenerering fra 2026.

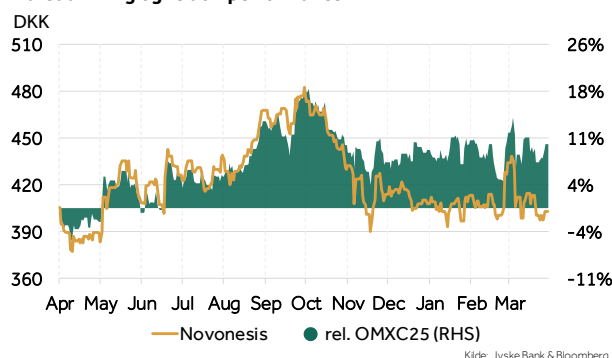
Udvalgte nøgletal

EURm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	3.946	4.201	4.493	4.813
Res. Primær drift	869	1.278	1.458	1.581
Nettoresultat	277	891	1.062	1.156
Balance sum	15.196	15.034	15.517	16.053
Egenkapital	11.176	10.968	11.399	11.878
Indtjening per aktie (DKK)	1	2	2	3
Udbytte per aktie	1	1	1	1
P/E (x)	82	26	22	28

Kilde: Jyske Bank & Novonesis

Novonesis	Køb
Sektor	Materialer
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	575
Lukkekurs (DKK)	403,2
Markedsværdi (DKK mio.)	188.818
Jyske Quant	Q3
Value score	Q4
Quality score	Q4
Momentum score	Q1

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

Novonesis er en sammensmeltning af Chr. Hansen og Novozymes. Selskabet er en veldiversificeret innovations- og markedsleder, der har oparbejdet en stærk konkurrencemæssig fordel qua deres stærke kundere-lationer, enorme biologiske værktøjskasse med mere end 10.000 aktive patenter og 100.000+ enzym- og mikrobielle stammer, et solidt ry, en enorm produktions-kapacitet og et konstant fokus på at optimere og ud-bygge kompetencer via forskning.

Ved at kombinere Novozymes kompetencer inden for enzymer og proteiner med Chr. Hansens enorme teknologiske knowhow inden for bakterie-kolonier/mikrober kan der låses op for et potentiale, de enkelte selskaber hver især ikke har haft, da udvikling af nye og innovative produkter nu kan foregå på tværs af forretninger. Trends som stigende befolkning og velstand sikrer markedsvækst.

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Haider Anjum, Research

Pandora

- Bekymringer for en global handelskrig presser aktien
- Positiv udvikling efter skuffende julesalg for Signet

Bekymringer for en global handelskrig presser aktien

Pandora er i marts måned faldet med 14%, hvor bekymringer for den amerikanske forbruger har været med til at lægge pres på aktien. Pandora satte ellers i januar kursrekord i 1400 kr., men er siden faldet 24% fra toppen. Det skal ses i lyset af bekymringer for en global handelskrig, der risikerer at ramme forbrugerne. Samtidig er sølvpriserne kørt kraftigt op, hvor sølv er oppe med 20% år til dato og hele 38% det seneste år. Det kommer til at ramme indtjeningen, da sølv er den vigtigste råvare for Pandora. Pandora har dog afdækket 90% af sit forbrug i 2025, men det er sket på højere priser end i 2024. Det kommer derfor til at trække ned i indtjeningen i 2025, også selv om Pandora har hævet smykkepriserne med 5% i oktober.

Positiv udvikling efter skuffende julesalg for Signet

Der har i marts måned været positivt nyt fra konkurrenten Signet, der kom bedre igennem 4. kvartal end frygtet ovenpå nedjusteringen i januar måned. Samtidig flagede Signet, at de har set en bedring i salget efter det skuffende julesalg, hvor salget faldt med 2%. Det gav anledning til noget lettelse i markedet. Vi vil dog være varsomme med at trække direkte paralleller til Pandora, da salget de sidste par år har været afkoblet fra Signet, men bedringen i salget oven på det svage julesalg er alt andet lige svagt positivt.

Investeringscase

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

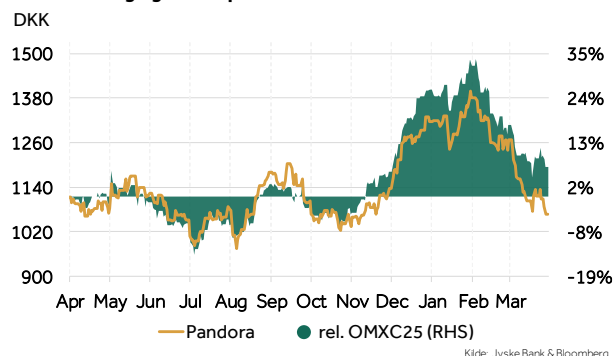
Udvalgte nøgletal

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

Kilde: Jyske Bank & Pandora

Pandora	Hold
Sektor	Cyklisk forbrug
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	1300
Lukkekurs (DKK)	1067,5
Markedsværdi (DKK mio.)	87.535
Jyske Quant	Q1
Value score	Q2
Quality score	Q1
Momentum score	Q4

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

Rockwool

- Ny infrastrukturpakke i Tyskland løfter aktien
- Melding om gradvis bedring i konstruktionsaktiviteten

Ny infrastrukturpakke i Tyskland løfter aktien

Rockwool er i marts måned kørt pænt op i forventning om, at infrastrukturpakken i Tyskland vil smitte positivt af på konstruktionsaktiviteten i Tyskland. Det tyske marked er et stort marked for Rockwool, og selskabet vil således nyde gode af eventuelle nye midler til renovering af bygninger. Selv om det stadig er usikkert, hvad pengene skal bruges på, kan energioptimering spille en rolle i forhold til de EUR 100 mia., der er øremærket til den grønne omstilling. Derudover kan en evt. fredsaftale mellem Rusland og Ukraine være positivt for Rockwool, da det vil kærve store investeringer i genopbygning af landet.

Melding om gradvis bedring i konstruktionsaktiviteten

Saint Gobain var i slutningen af februar ude med regnskab, hvor indtjeningen i 2. halvår kom ind på linje med forventningerne i markedet. Ifølge Saint Gobain har konstruktionsaktiviteten i Europa stabiliseret sig, og de forventer en gradvis bedring land for land i løbet af 2. halvår 2025. Nordamerika og Asien forventes fortsat at vise et solidt aktivitetsniveau. Saint Gobain lægger således op til en svag positiv volumenvækst i 2025. Vi ser meldingen om en gradvis bedring i konstruktionsaktiviteten i Europa i løbet af 2025 som værende positivt i forhold til Rockwool.

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. Vi vurderer, at det værste er ved at være overstået, men den ventede bedring i nybygningsaktiviteten lader vente på sig, og de makroøkonomiske svaghedstegn i Europa er umiddelbart ikke godt nyt for Rockwool. Samtidig er aktien kørt stærkt, og vi ser derfor ikke længere noget nævneværdigt upside i aktien, medmindre det lykkes Rockwool at øge profitabiliteten yderligere, i takt med at volumen bedres.

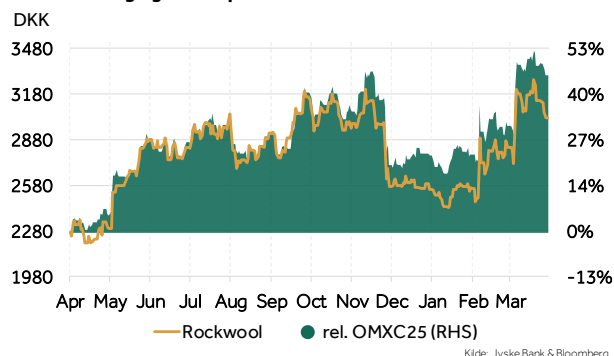
Udvalgte nøgletal

EURm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	3.855	4.023	4.265	4.521
Res. Primær drift	677	676	709	752
Nettoresultat	550	527	553	585
Balance sum	3.805	4.026	4.298	4.603
Egenkapital	3.085	3.276	3.508	3.771
Indtjening per aktie (EUR)	25	25	25	26
Udbytte per aktie (EUR)	7,9	7,6	7,6	8,1
P/E (x)	14	17	16	16
K/I (x)	2,4	2,7	2,5	2,3

Kilde: Jyske Bank & Rockwool

Rockwool	Hold
Sektor	Industri
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	3000
Lukkekurs (DKK)	3026
Markedsværdi (DKK mio.)	65.071
Jyske Quant	Q1
Value score	Q2
Quality score	Q1
Momentum score	Q2

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

Royal Unibrew

- Bryggeriaktierne har haft en god start på 2025
- Toldtrusler fra Trump, men der er ro i markedet

Bryggeriaktierne har haft en god start på 2025

Marts har været en stille måned for Royal Unibrew, hvor aktiekursen har ligget fladt, hvilket er fornuftigt i lyset af, at OMXC25 er faldet 9%. Bryggeriaktierne har generelt løbet meget stærkt i 2025, hvilket kan betyde en øget frygt for vækstafmatning og en tendens til at investorerne ønsker, at søge mod stabile selskaber og stabilt forbrug. Heineken har dog i marts udmeldt om en rolig start i 2025, hvilket kan have dæmpet optimisme en smule, men makroøkonomiske stimuli bl.a. Tyskland kan have øget optimismen for resten af året – en ordlyd som investorerne pt. køber ind på.

Toldtrusler fra Trump, men der er ro i markedet

I løbet af marts måned blandede Donald Trump sig også i drikkevare-sektoren, da han truet med ny told på 200%. Tolden skulle ramme europæiske alkoholprodukter, som modsvar til Europas told på 50% på amerikansk whisky. Vi ser ingen effekt på de danske bryggerier (ingen salg i USA) og minimal effekt for Heineken og ABL, som begge sælger i USA, men med hovedsageligt lokal produktion. Told-historien kan dog tække lidt ned i sentiment omkring bryggerierne, som ellers at startet godt i 2025,

Investeringscase

Vækstmomentum fortsætter i Royal Unibrew, hvilket kombineret med en solid integration af Vrumona og San Giorgio gavner kapacitetsudnyttelsen og sender lovende signaler om indtjeningsforbedringer i de kommende år. Unibrew selv mener, at de er bedre positioneret end tidligere – hvilket understøttes af selskabets regnskaber. Upside-potentialet i aktien drives af udsigten til yderligere fremgang i 2025. Dette er dog allerede delvist indregnet i forventningerne. Potentialet dæmpes dog af, at Unibrew pt. handler til en pæn præmie til både sine konkurrenter og sin egen historik. Vi anser fortsat Royal Unibrew som en vel-dreven forretning, der har et godt momentum og et fint potentiale, som er drevet af fokus på vækst kategorierne Low / No Sugar, Energy and enhanced, RTDs, Ciders, Cocktails og Premium, som alle styrker vækstudsigterne på den mellemlange bane. Samtidig vurderer vi dog også, at der er bedre investeringsmuligheder blandt de øvrige bryggeriaktier.

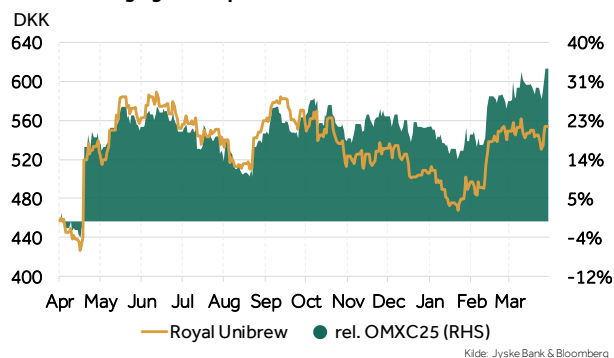
Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	15.036	16.017	16.651	17.303
Res. Primær drift	1.968	2.186	2.360	2.529
Nettoresultat	1.494	1.500	1.639	1.786
Balance sum	17.886	18.556	19.507	20.540
Egenkapital	6.408	6.848	7.668	8.561
Indtjening per aktie (DKK)	29	30	33	36
Udbytte per aktie	15	16	16	18
P/E (x)	#NAVN?	19	17	16
K/I (x)	4	4,1	3,6	3,2

Kilde: Jyske Bank & Royal Unibrew

Royal Unibrew	Hold
Sektor	Stabilt forbrug
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	590
Lukkekurs (DKK)	554
Markedsværdi (DKK mio.)	27.811
Jyske Quant	Q2
Value score	Q3
Quality score	Q2
Momentum score	Q1

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Henrik Hallengreen Laustsen, Research

Tryg

- Faldende motorskadefrekvenser
- Blikket rettet mod første kvartalsregnskab i 2025

Faldende motorskadefrekvenser

Tal for takserede motorskader i Danmark i februar viste endnu engang en tilbagegang – denne gang med hele 12,3% sammenlignet med samme måned sidste år, og for årets første to måneder ligger skadesfrekvensen 8,8% lavere end samme periode sidste år. Dette kan påvirke Trygs underliggende erstatningsprocent positivt. Man skal dog have i mente, at både januar og februar har været nogenlunde perfekte måneder rent vejrmæssigt, med få frostdage og milde nedbørsmængder relativt til sidste år, og en stor del af effekten kan derfor indregnes i vejrligsskader og ikke den underliggende udvikling i erstatningsprocenten.

Blikket rettet mod første kvartalsregnskab i 2025

Tryg aflægger regnskab for 1. kvartal 2025 den 11. april, hvor vi forventer en fornuftig præmievækst på omkring de 4% sammenlignet med sidste år, særligt drevet af Privat og Norge, hvor prisjusteringerne har været signifikante de seneste kvartaler. Det milde vejr i starten af 2025 medfører desuden, at vi forventer en halvering i vejrligsskader i forhold til normal guidance (omkring DKK 320 mio. i 1. kvartal). Alt dette peger mod en udmærket 1. kvartal for Tryg i 2025.

Investeringscase

Attraktiviteten af Trygs stabile forretningsmodel, solide vækstudsigter i flere af Trygs segmenter og et strategisk fornuftigt og værdiskabende opkøb af RSA/Codan er ikke til at komme udenom. Det kan dog blive svært for Tryg at overraske eller overgå markedets forventninger, både på forsikringsdriften i 2024, og perspektiverne for vækst, indtjening og udlodning i den næste strategiske periode fra 2025 til 2027, som vil blive præsenteret på kapitalmarkedsdagen i december. Tryg er ikke dyrt 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.

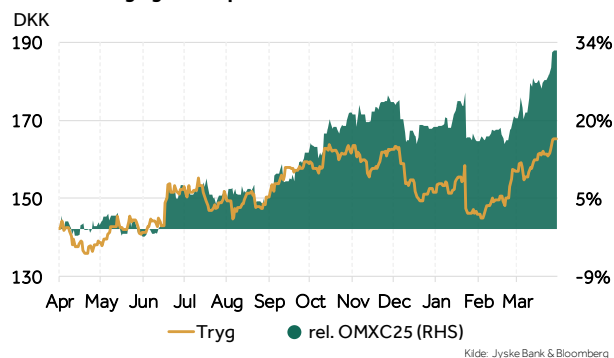
Udvalgte nøgletal

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

Kilde: Jyske Bank & Tryg

Tryg	Hold
Sektor	Finans
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	170
Lukkekurs (DKK)	165,3
Markedsværdi (DKK mio.)	101.890
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

- Skadesinflation (størrelse/frekvens) større end prisstigninger, særligt i relation til bilforsikringer.
- Valutakursbevægelser (norske og svenske kroner).
- Vedvarende højt niveau af vejrligrelaterede skader
- Lavere investeringsafkast i takt med en normalisering af afkastet på f.eks. aktier.
- Lavere afløbsresultat.

Senior Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

Vestas

- Positive nyheder for Vestas fra Tyskland
- Vestas har underperformet konkurrenterne

Positive nyheder for Vestas fra Tyskland

Efter en stærk start på måneden fik den svage markedsstemning overtaget hen imod slutningen af kvartalet, og Vestas sluttede måneden med et fald på 1,3%. Den positive stemning i starten af måneden kan tilskrives den nye infrastrukturpakke i Tyskland, der sikrer investeringer på EUR 100 mia. i den grønne omstilling, hvilket kan komme Vestas til gode. Derudover er der positive nyheder fra Copenhagen Infrastructure Partners (CIP), som har rejst EUR 12 mia. til en ny grøn energi og infrastruktur fond, der planlægger at investere 1/3 af midlerne i vedvarende energiprojekter i USA. Det ser vi alt andet lige som positivt i relation til Vestas, da det vidner om, at kunderne fortsat arbejder videre med projekter indenfor landbaseret energi i USA.

Vestas har underperformet konkurrenterne

Vestas har indtil videre i år kun fået ordrer på 1.003 MW. Det er noget lavere end sidste år. Ordrene lader således vente på sig. Samtidig har Vestas underperformet konkurrenterne det seneste år, hvor aktien er nede med over 48%. Det står i skarp kontrast til både Nordex og Siemens Energy, der er oppe med hhv. 21% og hele 225%. Prissætningen ser derfor attraktiv ud, men risikoen er høj og man skal ikke sætte næsen op efter noget prangende resultat i 1. kvartal, hvor driftsindtjeningen typisk ligger og balancerer omkring break-even og ofte med et svagt negativt resultat.

Investeringscase

Vestas er godt på vej i forhold til at genetablere indtjeningsevnen efter 2 år, hvor selskabet ikke har formået at tjene penge på selve møllerne. Det værste er dog overstået, og vi forventer en gradvis bedring i indtjeningsevnen hen over de næste par år i takt med, at kvaliteten af ordrebogen forbedres, og Vestas begynder at eksekvere på ordrer, der er taget ind på højere priser. Profitabiliteten forventes derfor at være tilbage på et mere normaliseret niveau i 2025. Samtidig står Vestas med en rekordhøj ordrebog i USA, hvor forlængelsen af skatterabatordningen åbner op for en stigning i installationsniveauet hen over de næste par år. Det mindsker alt andet lige risikoen i tilfælde af, at Trump mod vores forventning får held med at rulle skatterabatordningen tilbage. Den langsigtede væksthistorie er således intakt.

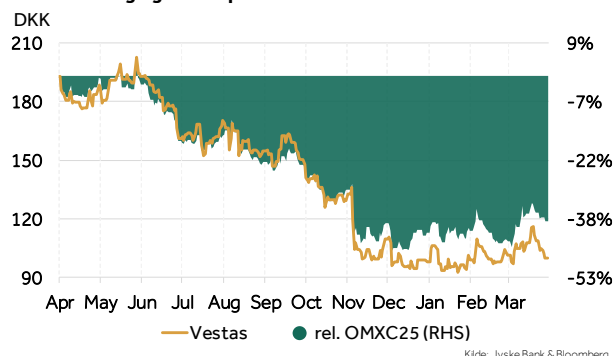
Udvalgte nøgletal

EURm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	17.295	19.918	22.555	24.782
Res. Primær drift	794	1.269	1.797	2.091
Nettoresultat	494	888	1.305	1.537
Balance sum	23.814	26.804	30.316	33.683
Egenkapital	3.542	4.316	5.567	7.026
Indtjening per aktie (EUR)	0,5	0,9	1,3	1,5
Udbytte per aktie (EUR)	0,0	0,1	0,1	0,1
P/E (x)	28	15	10	9
K/I (x)	4,0	3	2	1,9

Kilde: Jyske Bank & Vestas

Vestas	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	165
Lukkekurs (DKK)	100,1
Markedsværdi (DKK mio.)	101.088
Jyske Quant	Q4
Value score	Q1
Quality score	Q4
Momentum score	Q5

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

Vestas er verdens største producent af vindmøller med en markedsandel på omkring 20%. Selskabet startede produktionen af vindmøller i 1979 og blev børsnoteret i 1998. Vestas producerer og sælger landbaserede vindmøller i størrelsen fra 2,0 MW til 7,2 MW. Herudover sælger Vestas havvindmøller og 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.

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

Danske aktier – Ændringer den seneste måned

Danske aktier – Ændringer siden sidst (28-02-2025)

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	12240 (DKK)	14000 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Morten Holm Enggaard
Alm Brand	16,6 (DKK)	16 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Anders Haulund Vollesen
Carlsberg	888,6 (DKK)	1000 (DKK)	1050 (DKK)	11-03-2025	Hold	Køb	11-03-2025	Henrik Hallengreen Laustsen
Coloplast	731,2 (DKK)	950 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Danske Bank	232 (DKK)	255 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Demant	240,4 (DKK)	320 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
DSV	1359,5 (DKK)	1650 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Morten Holm Enggaard
Genmab	1364 (DKK)	2000 (DKK)	2400 (DKK)	11-03-2025	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
GN Store Nord	114,1 (DKK)	170 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
Netcompany	269,2 (DKK)	325 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Anders Haulund Vollesen
NKT	491 (DKK)	610 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
Nordea	89,42 (DKK)	100 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Novo Nordisk	474,05 (DKK)	925 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Novonesis	403,2 (DKK)	575 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Haider Anjum
Pandora	1067,5 (DKK)	1300 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Janne Vincent Kjær
Rockwool	3026 (DKK)	3000 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Janne Vincent Kjær
Royal Unibrew	554 (DKK)	590 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Tryg	165,3 (DKK)	170 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Anders Haulund Vollesen
Vestas	100,1 (DKK)	165 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær

Kilde: Jyske Bank

Se historiske anbefalingsændringer [her](#)

Vigtig Investorinformation

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

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

Analysen og anbefalinger er generelle informationer og ikke personlig rådgivning.

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

Interessekonflikter

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

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

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

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

Læs mere om Jyske Banks politik om interessekonflikter på:

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

Modeller

Kvantitative anbefalinger på enkeltsekskaber

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

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

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

Fundamentale anbefalinger på enkeltsekskaber

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

Jyske Bank anvender en eller flere af følgende modeller:

- Discounted cash flow model (DCF-model): I denne model værdiansættes sekskabet på baggrund af de forventede fremtidige frie pengestrømme, som sekskabets drift genererer. Værdiansættelsen opdeles i hhv. en budgetperiode, bestående af 10 år, en mellempperiode, hvori det antages, at sekskabet 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 sekskabets fundamentale værdi. Ifølge denne modell er værdien af et sekskab 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 koncernsekskab bestående af flere forskellige forretningsområder kan en sum-of-the-parts værdiansættelse benyttes, hvor sekskabets værdiansættes med udgangspunkt i værdien af de enkelte forretningsområder, der fastsættes på baggrund af sammenlignelige sekskabers nøgletal.
- Markedsstemning: Anbefalingen og kursmålet justeres endvidere for den forventede nyhedsstrøm og markedsstemning baseret på branchekendskab samt sekskabsspecifikke forhold. Heri indgår momentum-scoren i Jyske Quant modellen. I momentum-scoren indgår faktorer så som indtjeningsmomentum, implicit volatilitet, analytikernes estimatændringer og anbefalingsændringer.

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

Anbefalingsbegreber

Kvantitative anbefalinger på enkeltsekskaber

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

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

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

Fundamentale anbefalinger på enkeltsselskaber

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

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

Kilde: Jyske Bank

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

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

Opdatering af analysen

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

Risiko

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

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

Afkast og kursudvikling

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

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

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

Skat

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

MSCI disclaimer

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

Flere informationer

I analyser og anbefalinger kan der blive henviset 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.