

31/08/2026 09:01

Danske Aktier



Indholdsfortegnelse

A.P. Møller - Mærsk	3
AL Sydbank	4
Alm. Brand	5
Carlsberg	6
Coloplast	7
Danske Bank	8
Demant	9
DSV	10
Genmab	11
GN Store Nord	12
ISS	13
Netcompany	14
NKT	15
Nordea	16
Novo Nordisk	17
Novonesis	18
Pandora	19
Rockwool	20
Royal Unibrew	21
Tryg	22
Vestas	23
Danske aktier – Ændringer siden sidst (30-06-2026)	24

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

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

Jyske Bank A/S

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

A.P. Møller - Mærsk

- Stærkt Q2 baner vej for endnu en opjustering
- Kapacitetsvæksten er fortsat svær at ignorere

Stærkt Q2 baner vej for endnu en opjustering

Mærsk aktien steg 26,2 % i august mod en fremgang på 4,5 % for OMXC25, godt hjulpet af et markant bedre Q2 regnskab end ventet og fortsat høje fragtrater. EBIT landede på USD 1,57 mia. mod ventet USD 0,5 mia., mens Ocean leverede en volumenvækst på 6 % og nød godt af fragtrater, der lå 32 % højere end året før. Den stærke udvikling fik Mærsk til endnu en gang at opjustere forventningerne til 2026, hvor der nu ventes et EBIT-resultat på USD 4,5-6,5 mia. mod tidligere USD 2-4 mia. Fragtraterne forblev samtidig på et højt niveau ind i 3. kvartal, og vi ser derfor potentiale for endnu en opjustering senere på året.

Kapacitetsvæksten er fortsat svær at ignorere

De stærke udsigter på kort sigt ændrer ikke på vores bekymring fra 2027. Kapaciteten i markedet ventes at vokse med 9,1 % i 2027 og 13,2 % i 2028, hvilket står i skarp kontrast til en historisk efterspørgselsvækst på omkring 2-4 %. Mærsk argumenterer dog for, at flaskehalse og manglende investeringer i havne og landbaseret infrastruktur reducerer den reelle kapacitet og kan holde fragtraterne højere end tidligere. Vi køber delvist argumentet, men vurderer fortsat, at den massive tilgang af nye skibe vil lægge pres på fragtraterne.

Investeringscase

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

A.P. Møller - Mærsk	Sælg
Sektor	Industri
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	15.750
Lukkekurs (DKK)	21.970
Markedsværdi (DKK mio.)	314.911
Jyske Quant	Q1
Value score	Q1
Quality score	Q5
Momentum score	Q1

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Udvalgte nøgletal

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

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

Senior Aktieanalytiker, Haider Anjum

AL Sydbank

- Højere renteforventninger og godt 2. kvartalsregnskab
- Synergihøsten foran "budget"

Højere renteforventninger og godt 2. kvartalsregnskab

AL Sydbank-aktien havde en stærk august måned med en stigning på 7,4% mod 4,5% for OMX C25, primært drevet af et solidt regnskab og højere markedsrenteforventninger. Aktien er nu oppe med 30% siden starten af juni, et tegn på, at investorerne køber sig ind på fusionscasen. AL Sydbank og de øvrige banker er desuden blevet begunstiget af, at forventningen til hvor mange renteforhøjelser ECB/Nationalbanken skal ud i det kommende år er steget med ca. 0,4% siden starten af juli måned, hvilket i så fald vil betyde højere nettorenteindtægter og indtjening for bankerne end tidligere antaget.

Synergihøsten foran "budget"

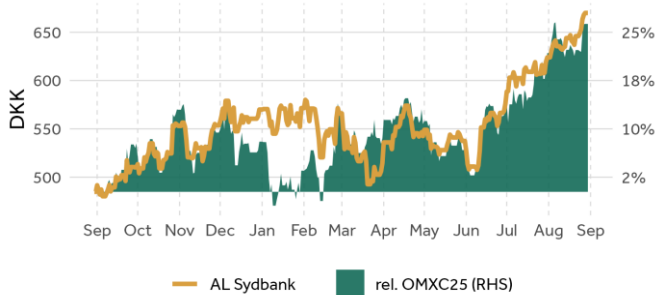
AL Sydbank kunne fremvise at man har realiseret omkostningssynergier for DKK 175 mio. i 1. halvår af 2026, og DKK 116 mio. i 2. kvartal – fortsætter dette niveau lander banken på over DKK 400 mio. i høstede synergieffekter i 2026, et godt stykke over de udmeldte DKK 300 mio., hvilket forstærker os i troen på, at AL Sydbank realiserer den fulde høst af synergieffekter på DKK 1,2 mia. ultimo 2028 og formentligt også fortsætter med at høste yderligere synergier i årene efter.

Investeringscase

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

AL Sydbank	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	750
Lukkekurs (DKK)	670
Markedsværdi (DKK mio.)	57.478
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Udvalgte nøgletal

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

Kilde: Jyske Bank & AL Sydbank

Senior Aktieanalytiker, Anders Haulund Vollesen

Alm. Brand

- Forlænget bankpartnerskab med AL Sydbank
- Stærkt regnskab trods arbejdsskadehensættelse

Forlænget bankpartnerskab med AL Sydbank

Alm. Brand-aktien havde en afdæmpet august måned med et afkast på 1,6% mod OMX C25's afkast på 4,5%. Alm. Brand offentliggjorde i august en forlængelse af partnerskabsaftalen med AL Sydbank. Med ca. 500.000 husstande i kundebasen og en markedsandel på 15% svarer det til omkring 75.000 husstande. Aftalen bidrager ikke med nye kunder, men fjerner risikoen for kundefrafald, hvis AL Sydbank havde valgt en anden forsikringspartner. Desuden kunne Alm. Brand i august offentliggøre, at de udnævner Iason H. Johannessen fra Gjensidige som ny CFO, efter Andreas Ruben Madsens skift til CEO i marts.

Stærkt regnskab trods arbejdsskadehensættelse

Alm. Brand leverede i juli et bedre end ventet 2. kvartalsregnskab, trods et resultat på DKK -52 mio. Resultatet var belastet af en engangshensættelse på DKK 700 mio. relateret til arbejdsskadeforsikringer, men den underliggende udvikling var fortsat stærk. Således lykkedes det Alm. Brand at forbedre den underliggende erstatningsprocent (hvor der ses bort fra stor- og vejrligsskader og andre særlige forhold) med 2%-point å/å, hvilket er en flot forbedring relativt til de øvrige nordiske skadesforsikringsselskaber.

Investeringscase

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

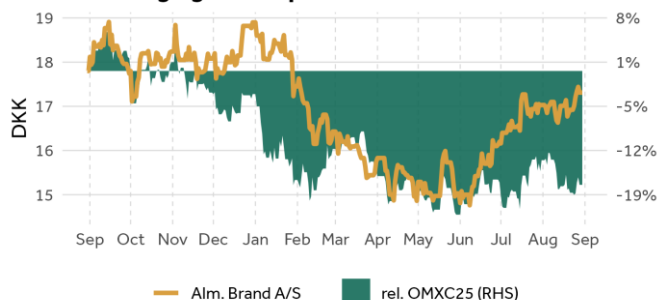
Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Bruttopræmieindtægter	11.790	12.068	12.535	13.005
Teknisk resultat	1.913	1.496	2.220	2.398
Nettoresultat	1.353	895	1.428	1.564
Balance sum	32.022	34.123	36.898	37.564
Egenkapital	12.368	12.145	11.941	11.827
Indtjening per aktie (DKK)	0,9	0,6	1,1	1,2
Udbytte per aktie	0,7	0,7	0,8	0,9
P/E (x)	17,8	25,4	15,3	13,6
K/I (x)	1,9	1,9	1,9	1,9

Kilde: Jyske Bank & Alm. Brand

Alm. Brand	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	18,5
Lukkekurs (DKK)	17,3
Markedsværdi (DKK mio.)	24.321
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Aktieanalytiker, Anders Haulund Vollesen

Carlsberg

- Kina skuffer, men resten af forretningen leverer
- Carlsberg brygger på en bredere drikkevarekoncern

Kina skuffer, men resten af forretningen leverer

Carlsberg aktien faldt 7 % i august mod en fremgang på 4,5 % for OMXC25, efter regnskabet for 2. kvartal bød på en mindre skuffelse. Den organiske salgs- og volumenvækst landede på henholdsvis 2,1 % og 0,8 %, lidt under markedets forventninger. Skuffelsen var især koncentreret omkring Kina, hvor et i forvejen svagt forbrugermarked blev ramt af omfattende oversvømmelser, som også har givet en svag start på 3. kvartal. Til gengæld leverede Vesteuropa solid indtjeningsfremgang, mens Indien og Kasakhstan fortsatte den stærke vækst. Britvic integrationen udvikler sig samtidig hurtigere end ventet. Sammen med stærke pengestrømme og fortsat gældsnedbringelse tegner det et mere positivt billede end kursudviklingen og de svage kinesiske tal isoleret set får det til at fremstå.

Carlsberg brygger på en bredere drikkevarekoncern

Udviklingen understøtter Carlsbergs strategi om at blive mindre afhængig af traditionelt ølsalg. Salget af sodavand voksede 9 % i kvartalet, Pepsi 17 %, mens vækstkategoriene nu udgør mere end halvdelen af koncernens volumen. Samtidig udbygges samarbejdet med PepsiCo med nye aftaler i Kasakhstan, Kirgisistan og senest Aserbajdsjan. Sammen med Britvic og den stærke udvikling i Indien giver det Carlsberg flere ben at stå på. Kina er fortsat et usikkerhedspunkt, men vi vurderer, at fremgangen i resten af forretningen vejer tungere.

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-samarbejdet og Britvic-synergier skaber grobund for en robust volumenudvikling. Vi anerkender, at der fortsat er en række usikkerhedspunkter, heriblandt udviklingen i Asien og forbrugertiliden i Europa, men Carlsberg har i årtier bevist imponerende omkostningsstyrke og evne til at navigere i volatile markeder med en rolig hånd. Alt dette understøtter målsætningen om en organisk salgsvækst på 4-6% frem mod 2027 – som en del af SAIL'27-strategien.

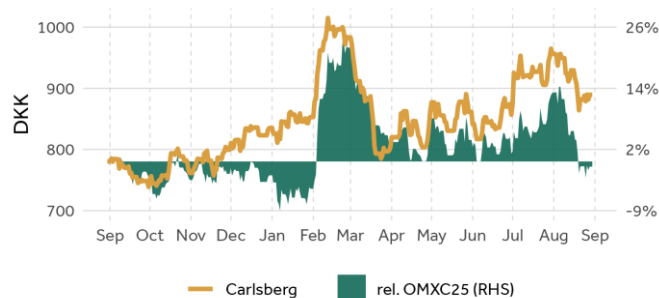
Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	89.095	93.548	97.307	100.951
EBIT	13.996	14.758	15.704	16.599
Net Profit	6.978	9.551	10.390	11.142
Balance sum	153.955	156.234	157.303	158.257
Egenkapital	30.676	32.091	32.553	32.966
Indtjening per aktie (DKK)	44,4	63,1	69,1	74,4
Udbytte per aktie (DKK)	24,4	32,0	34,8	37,3
P/E (x)	16,9	12,4	11,4	10,6
K/I (x)	3,8	3,7	3,7	3,6

Kilde: Jyske Bank & Carlsberg

Carlsberg	Køb
Sektor	Stabilt forbrug
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	1.000
Lukkekurs (DKK)	889,4
Markedsværdi (DKK mio.)	126.262
Jyske Quant	Q3
Value score	Q2
Quality score	Q4
Momentum score	Q3

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Aktieanalytiker, Haider Anjum

Coloplast

- Ingen nye skuffelser udløste en "pyh"-effekt i aktien
- Gavin Woods første 100 dage som CEO

Ingen nye skuffelser udløste en "pyh"-effekt i aktien

Coloplast har haft en stærk udvikling siden primo juli, og aktien er steget omkring 24% over de seneste to måneder. I august aflagde selskabet regnskab for 3. kvartal 2025/26, som overordnet var uddramatisk med en omsætning stort set på linje med forventningerne, mens indtjeningen kom en smule under forventningerne. Ingen nye skuffelser udløste en "pyh"-effekt i aktien, da regnskabet for første gang i lang tid ikke indeholde nye skuffelser. Det store fokus var på den nye CEO's statement omkring hvordan han så Coloplast efter de første 100 dage i jobbet. Der var ikke meget nyt, så nu rettes fokus på de mellem- og langsigtede målsætninger, som uddybes ved årsregnskabet den 3. november, og hvor en nedjustering i et vist omfang allerede vurderes at være indregnet i aktiekursen.

Gavin Woods første 100 dage som CEO

I forbindelse med regnskabet gav den nye CEO, Gavin Woods, sit syn på Coloplast efter de første 100 dage i jobbet. Overordnet var budskabet, at flere dele af forretningen udvikler sig tilfredsstillende, herunder den kroniske forretning i USA og Urologi, mens Kerecis og Kina fortsat halter efter. Samtidig fastholder Woods, at Coloplast har potentiale til mere, særligt i USA, og at der skal investeres yderligere i R&D. I regnskabet fremgår det desuden, at Gavin Wood midlertidigt har overtaget ledelsen af sårplejeforretningen. Det peger på et fokus på at styrke eksekveringen i sårplejeforretningen, hvor særligt Kerecis har været udfordret.

Investeringscase

En længere periode med skuffelser og risiko for en nedjustering af de langsigtede mål har ramt aktien. Selvom udfordringerne med regulatoriske ændringer i USA og told ikke er løst, vurderer vi fortsat risk/reward som attraktiv, hvor selv fraværet af yderligere negative nyheder kan understøtte aktien. Execution remains key. Markedet har i vid udstrækning indregnet en række negative forhold, herunder produkttilbagekaldelser, svag udvikling i Kina og regulatoriske udfordringer i Kerecis. Det indebærer, at sentiment omkring aktien er så lavt, at selv fraværet af flere negative nyheder kan styrke aktien. Værdiansættelsen fremstår samtidig mere attraktiv, og den langsigtede strategi vurderes fortsat som solid. Kortsigtede triggere er dog begrænsede, og en fuld genopretning af markedets tilid kræver håndfaste beviser på fremgang.

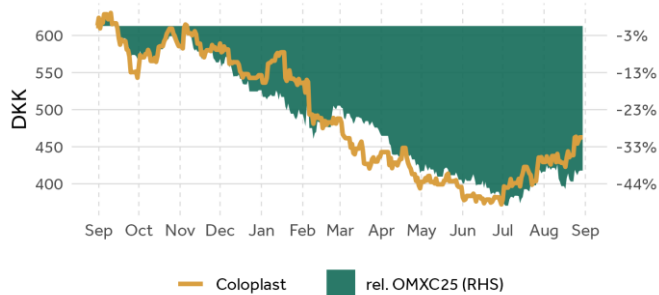
Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	27.874	28.811	30.768	32.839
EBIT	7.201	4.573	8.163	8.733
Net Profit	3.636	3.338	5.870	6.334
Balance sum	48.367	46.744	48.100	49.600
Egenkapital	16.083	16.918	18.179	19.579
Indtjening per aktie (DKK)	16,2	14,8	26,1	28,2
Udbytte per aktie (DKK)	23,0	11,1	18,3	19,7
P/E (x)	33,6	29,3	16,7	15,5
K/I (x)	7,6	6,1	5,7	5,3

Kilde: Jyske Bank & Coloplast

Coloplast	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	530
Lukkekurs (DKK)	462,7
Markedsværdi (DKK mio.)	105.588
Jyske Quant	Q4
Value score	Q3
Quality score	Q4
Momentum score	Q3

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

- At de ikke kan leve op til egne langsigtede vækstmål.
- Sundhedsreformer kan presse priserne.
- Integrationsrisiko i forbindelse med Atos opkøbet.
- Usikkerheder ved fremtidig 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

- Bankmiljøet står fortsat stærkt
- Flot 2. kvartalsregnskab

Bankmiljøet står fortsat stærkt

Danske Bank-aktien har haft en flad udvikling i august måned mod en stigning i OMX C25 på 4,5%. Dette skal ses i lyset af en god juli måned, hvor aktien steg med 6,6% i kølvandet på regnskabet. Bankerne har det seneste stykke tid set meget gunstigt forretningsvilkår med stigende renteforventninger, god kundeaktivitet og et lavt nedskrivningsniveau. Samtidig har de geopolitiske usikkerheder omkring Hormuz-strædet vist sig at være mindre hårde ved den danske økonomi end man kunne have frygtet. Vi ser derfor fortsat et robust makroøkonomisk bagtæppe for Danske Banks forretning.

Flot 2. kvartalsregnskab

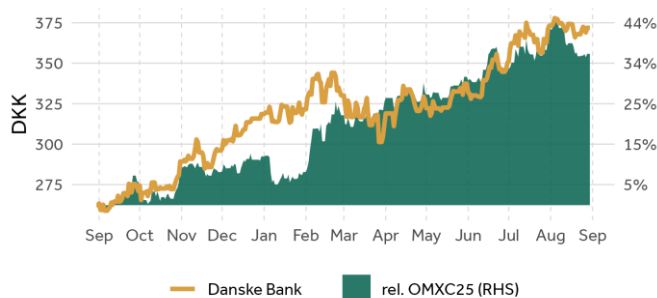
Danske Bank offentliggjorde 2. kvartalsregnskab den 17. juli, hvor resultatet kom ind 5% bedre end ventet i markedet på DKK 6.201 mio. – særligt drevet af gode gebyrindtægter og et stærkt resultat fra forsikringsaktiviteter. Nettorenteindtægter skuffede derimod en anelse og kom ind 1% lavere end ventet, dog med fortsat flot udlånsvækst i Business Banking og LC&I på hhv. 5% og 10% sammenlignet med sidste år. Danske Bank kunne også hæve deres guidance for 2026 til et resultat efter skat på DKK 23-25 mia. (tidligere: DKK 22-24 mia.), og en forventning om samlede indtægter over DKK 59 mia. Dette var dog allerede afspejlet i markedets forventninger.

Investeringscase

Danske Bank arbejder hen mod at levere en egenkapitalforrentning på 14,5% og en omkostningsprocent på under 43% i 2028. Vi ser gode forudsætninger for at disse mål kan indfries, under en forudsætning om fortsat udlånsvækst-momentum og en stram omkostningskontrol undervejs, blandt andet med positivt bidrag fra AI-udrulning på tværs af organisationen. Efter flere år med flotte kursstigninger ser vi dog nu endeligt værdiansættelsen af aktien, målt på P/E- eller P/B-multiplier, som fair i forhold til den profitabilitet banken har udsigt til at kunne levere de kommende år. Vi forventer derfor et mere af-dæmpet, men dog stadig positivt afkast i aktien den kommende tid.

Danske Bank	Hold
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	400
Lukkekurs (DKK)	371,9
Markedsværdi (DKK mio.)	303.402
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

Danske Bank er den største bank i Danmark med markedsandele på udlån og indlån mellem 25 og 30%. Danske Bank har også en betydelig international tilstedeværelse som en af de største banker i Norden med mere end 2,9 millioner kunder og afdelinger i 8 lande. Banken servicerer privatkunder, erhvervskunder og institutionelle kunder, og udover traditionelle bankrelaterede serviceydelser, tilbyder banken livsforsikring og pension, realkredit, formueforvaltning, samt bolig- og leasing ydelser.

Risikofaktorer

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

Udvalgte nøgletal

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

Kilde: Jyske Bank & Danske Bank

Senior Aktieanalytiker, Anders Haulund Vollesen

Demant

- Demant fortsætter den stærke vækst
- Opjustering, men guidance fortsat konservativ

Demant fortsætter den stærke vækst

Demant er i august måned steget 1,6% og har dermed ikke kunne følge med markedet, der er oppe med små 5%. Det er på trods af et stærkt 2. kvartalsregnskab, hvor Demant leverede en organisk vækst på hele 9%. Demant fortsætter således med at tage markedsandele, anført af Oticon Zeal, der er kommet rigtig godt fra start, Demant var dog kørt stærkt op til regnskabet, hvorfor barren var sat højt, men vi forventer, at det stærke vækstmomentum vil fortsætte ind i 2. halvår, hvor Demant står klar med deres nye produkt, Oticon Reveal, der skal være med til at understøtte væksten. Konkurrencen bliver dog hård, hvor også Sonova, WSA og GN er kommet med nye produkter i august. Markedet bliver således oversvømmet med produkter, hvilket alt andet lige vil gøre det sværere at tage markedsandele.

Opjustering, men guidance fortsat konservativ

Demant kom med regnskab den 11. august, som blandt andet bød på en opjustering af forventningerne til året, hvor selskabet nu guider for en organisk vækst på 6-7%, og et driftsresultat før særlige poster på DKK 4,4-4,8 mia. En del af opjusteringen kan dog forklares af større omkostningsbesparelser, et større bidrag fra opkøbet af KIND og en mindre negativ effekt fra told og FX. Vi ser således fortsat den lave ende af intervallet som konservativt, da der ikke er indregnet noget nævneværdigt bidrag fra den organiske vækst. Og med forventningen om 6-7%'s organisk vækst bør der være betydelig luft til den lave ende af intervallet.

Investeringscase

Markedsvæksten har ligget lidt underdrejet det senest 1½ års tid, hvor kunderne har holdt igen med at anskaffe sig et nyt høreapparat. De langsigtede vækstudsigter er dog intakte, understøttet af en stigende andel af ældre over 65 år, mere socialt aktive seniorer og et øget fokus på sundhed generelt. Vi forventer således at se en acceleration i væksten i 2026, anført af lanceringen af Oticon Zeal, der er kommet stærkt fra start. Vi ser således gode muligheder for en opjustering af forventningerne. Det er dog ventet i markedet. Barren er derfor sat højt, og Demant skal levere varen for ikke at skuffe markedet. Vi ser derfor ikke længere noget upside til konsensusforventningerne i markedet.

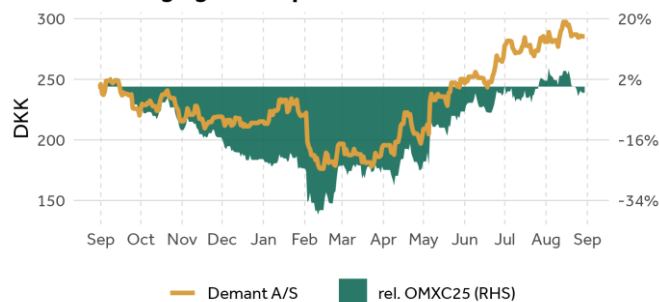
Udvalgte nøgletal

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

Kilde: Jyske Bank & Demant

Demant	Hold
Sektor	Sundhed
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	300
Lukkekurs (DKK)	285,4
Markedsværdi (DKK mio.)	60.434
Jyske Quant	Q3
Value score	Q3
Quality score	Q2
Momentum score	Q3

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

- Usikkerheden hænger fortsat over aktien
- Q3 bliver næste vigtige test

Usikkerheden hænger fortsat over aktien

DSV-aktien faldt yderligere 2,3 % i august mod en fremgang på 4,5 % for OMXC25 og har dermed ikke formået at ryste det kraftige kursfald efter Q2-regnskabet i juli af sig. Selve regnskabet var ellers overordnet fornuftigt med stærk udvikling inden for luft og søfragt, men et svagt cashflow og fortsatte udfordringer i Roads skabte usikkerhed. Særligt Roads er kommet i fokus, hvor produktivitetsudfordringer i blandt andet Tyskland, Frankrig og Holland har fået DSV til at indsætte en ny chef og igangsætte effektiviseringer. Samtidig har det svage cashflow øget investorernes fokus på, hvor hurtigt gælden kan nedbringes og værdien af Schenker-opkøbet realiseres.

Q3 bliver næste vigtige test

Vi vurderer, at DSV-aktien kan blive ved med at ligge under pres frem mod Q3-regnskabet, hvor selskabet får mulighed for at vise, at de igangsatte tiltag virker. Her bliver det særligt vigtigt at se fremgang i Roads og en normalisering af cashflowet, mens integrationen af Schenker fortsat skal udvikle sig som planlagt. DSV har historisk bevist sin evne til at integrere store opkøb, og potentialet fra Schenker er fortsat betydeligt. Men efter sommerens kursfald er markedet i højere grad gået fra at belønne potentialet til at efterspørge konkrete beviser på, at den kan realiseres.

Investeringscase

DSV er en klar branchevinder med et effektivt og skalerbart IT-setup, en resultatorienteret performancekultur samt en aktionærvenlig ledelse. Ikke nok med, at der forude venter turbulens fra toldbarrierer og skiftende handelsdynamikker så er DSV i færd med deres største integration til dato. DSV har dog gennem historien bevist, at de har de nødvendige kompetencer til effektivt at integrere større virksomheder, men også til at præstere under volatile markedsforhold. Dette er årsagen til, at vi forventer markant indtjeningsvækst i de kommende år, hvor de DKK 9 mia. i AI-relaterede besparelser ikke bliver slutdestinationen.

Udvalgte nøgletal

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

Kilde: Jyske Bank & DSV

DSV	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	2.100
Lukkekurs (DKK)	1.373
Markedsværdi (DKK mio.)	330.130
Jyske Quant	Q4
Value score	Q3
Quality score	Q3
Momentum score	Q4

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Aktieanalytiker, Haider Anjum

Genmab

- Stærkt 2. kvartalsregnskab og opjustering
- Udvidelse af Peto-programmet, men udskyder studier

Stærkt 2. kvartalsregnskab og opjustering

Genmab har haft en stærk sommer på aktiemarkedet, hvor aktien er steget omkring 16% den seneste måned understøttet af et solidt halvårsregnskab. Regnskabet indebar en positiv opjustering til 2026 forventningerne, hvor Genmab løftede midtpunktet for omsætningen med 5% og indtjeningen med 7%. Opjusteringen blev taget godt imod af investorerne særligt fordi opjusteringen var drevet af de "rigtige årsager" nemlig Darzalex og EPKINLY. Selvom opjusteringen delvist var ventet, overraskede størrelsen positivt. Genmab-aktien ser ind imod et begivenhedsrigt 4. kvartal, med flere afgørende studie-resultater med kerneprodukterne Epkinly, RINA-S og Peto-semtamab.

Udvidelse af Peto-programmet, men udskyder studier

I forlængelse af regnskabet igangsætter Genmab to nye fase 3-studier med petosemtamab i tyktarmskræft, hvilket udvider produktets potentiale i en stor patientpopulation, da behandling af tyktarmskræft har væsentlig større potentiale end hoved- og halskræft. Studierne bygger på tidlige, men lovende data. Samtidig blev der annonceret mindre udskydelser i tidspunktet for flere vigtige studieresultater, herunder for peto i anden linje og Epkinly i en aggressiv form for lymfekræft. Data ventes nu senere end tidligere, hvilket forskyder enkelte af de vigtigste kommende begivenheder i pipeline. Ledelsen fastholder dog en meget positiv ordlyd omkring studierne.

Investeringscase

En relativt attraktiv prissætning kombineret med et mere begivenhedsrigt andet halvår gør, at vi anser de nuværende kursniveauer som attraktive. Genmab bevæger sig ind i et afgørende år med seks kommende datasæt, som kan åbne for nye lanceringer fra 2027. Pipeline-produkter som Rina-S, Epkinly og Peto udgør næste vækstbølge, og positive studiedata vil øge optimismen omkring investorernes største udfordring med Genmab, nemlig hvordan Genmab vil skabe vækst i forretningen efter patentudløbet på Darzalex i 2030. Risikoen fra Darzalex-patentudløbet (i 2030) er fortsat til stede, men ledelsen er optimistisk, og vi deler denne optimisme og estimerer en gennemsnitlig årlig omsætningsvækst på ca. 9 % indtil 2030 (ca. 6 % til 2035).

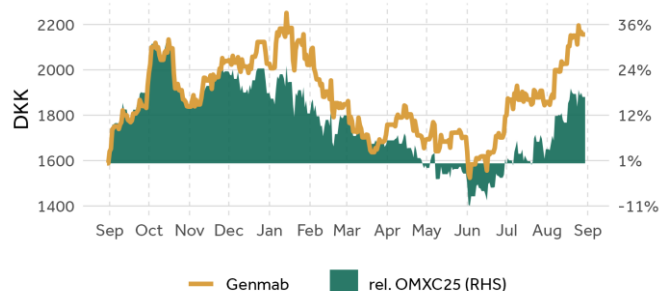
Udvalgte nøgletal

USDm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	3.720	4.363	5.045	5.753
EBIT	1.065	1.123	1.443	1.780
Net Profit	963	614	876	1.151
Balance sum	12.873	13.608	14.356	15.381
Egenkapital	6.100	6.714	7.590	8.741
Indtjening per aktie (USD)	14,8	9,6	13,6	17,9
Udbytte per aktie (USD)	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	22,3	35,6	25,0	19,0
K/I (x)	3,5	3,2	2,8	2,5

Kilde: Jyske Bank & Genmab

Genmab	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	2.350
Lukkekurs (DKK)	2.156
Markedsværdi (DKK mio.)	134.487
Jyske Quant	Q3
Value score	Q4
Quality score	Q2
Momentum score	Q3

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Aktieanalytiker, Henrik Hallengreen Laustsen

GN Store Nord

- Hård medfart i august drevet af nedjustering
- 3. kvartal kan blive et vendepunkt

Hård medfart i august drevet af nedjustering

GN Store Nord-aktien har haft det svært i august måned, hvor aktien er nede med 1,5%. Faldet skal i høj grad tilskrives et lidt skuffende regnskab, hvor aktien faldt med hele 10% på dagen. GN måtte dog krybe til korset og nedjustere forventningerne til den organiske vækst til 0-3% mod tidligere 0-6%. Den ventede bedring i Enterprise-forretningen bliver dermed langsommere end tidligere antaget, delvist som følge af noget omsætning i Falcom, der er rykket ind i 2027. Selvom 2. kvartalsregnskabet bød på begyndende tegn på bedring i Enterprise-forretningen, er den organiske vækst fortsat negativ, og markedet afventer derfor beviser på, at væksten vender tilbage til positivt territorium.

3. kvartal kan blive et vendepunkt

Vi forventer, at 3. kvartal kan blive et vigtigt vendepunkt for GN, hvor væksten i Enterprise-forretningen bør vende tilbage til svagt positivt territorium, drevet af en succesfuld lancering af Jabra Evolve 3, som har banet vej for to cifret sell-out-vækst i GN's premium produkter. Det er noget markedet har ventet på længe, efter at Enterprise-forretningen har leveret negativ vækst de seneste tre år. Samtidigt står GN efter frasalget af Hearing med op imod DKK 4 mia. i overskydende likviditet, som kan blive sendt retur til aktionærerne, hvilket svarer til omkring 30% af markedsværdien. Prissætningen i den tilbageværende forretning ser derfor attraktiv ud både absolut set og relativt til konkurrenterne, hvor GN handler til en betydelig rabat.

Investeringscase

Vi har fortsat tiltro til det langsigtede potentiale i både Enterprise og Hearing-forretningen, hvilket ikke er fuldt afspejlet i prissætningen. Samtidig står GN efter frasalget af Hearing med op imod DKK 4 mia. i overskydende likviditet, som kan blive sendt retur til aktionærerne. Frasalget af Hearing gør dog, at GN er afhængig af en bedring i Enterprise-forretningen, hvor meget afhænger af den makroøkonomiske situation, der risikerer at ramme virksomhedernes investeringslyst. Vi ser imidlertid begyndende tegn på bedring i Enterprise-forretningen, drevet af lanceringen af Jabra Evolve 3, der ser ud til at være kommet godt fra start. Vi forventer således, at væksten vil vende tilbage til positivt territorium i 2. halvår – noget markedet har gået og ventet på.

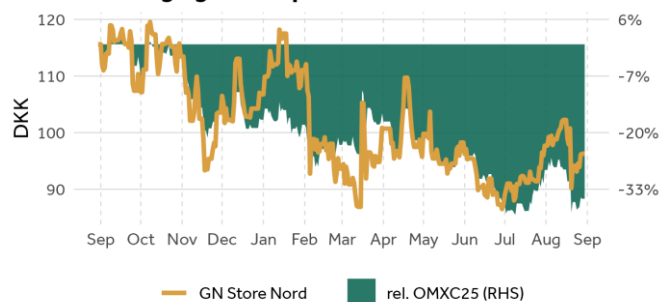
Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	9.568	9.701	10.248	10.828
EBIT	423	75	712	838
Net Profit	708	-424	1.310	1.495
Balance sum	29.226	28.908	29.993	29.966
Egenkapital	10.898	10.508	10.713	9.751
Indtjening per aktie (DKK)	4,7	-2,8	8,7	10,3
Udbytte per aktie (DKK)	0,0	0,0	0,0	1,3
P/E (x)	22,8	-34,2	11,1	9,4
K/I (x)	1,5	1,4	1,4	1,4

Kilde: Jyske Bank & GN Store Nord

GN Store Nord	Køb
Sektor	Cyklisk forbrug
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	110
Lukkekurs (DKK)	96,3
Markedsværdi (DKK mio.)	14.530
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

GN Store Nord er en af verdens førende producenter af høreapparater, gaming udstyr og headsets. Høreapparatsdivisionen GN Hearing er dog solgt til Amplifon – en handel, som forventes at blive gennemført ved udgangen af 2026. Den tilbageværende forretning vil herefter bestå af Enterprise divisionen, som sælger headsets og videoudstyr til virksomheder under Jabra brandet og Gaming divisionen, som sælger gaming udstyr.

Risikofaktorer

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

Aktieanalytiker, Senior Vice President, Janne Vincent Kjær

ISS

- Godkendt august måned og status på kontrakter
- Stærkt 2. kvartalsregnskab med flot vækst

Godkendt august måned og status på kontrakter

ISS-aktien har haft en okay august måned med en stigning på 1% sammenlignet med en stigning i OMX C25 på 4,5%. Aktien var positivt påvirket af et stærkt regnskab, som kom ind bedre end ventet, især på den organiske vækst. Desuden kunne nyheden om en kontraktudvidelse på DKK 100 mio., primært forankret i USA, også hjælpe lidt på stemningen. Det amerikanske marked har længe været udfordret af lave vækstrater og lav profitabilitet, og ethvert tegn på at væksten kan være ved at vende vil bidrage til den positive stemning omkring aktien – om end det amerikanske marked stadig er det mindste i ISS' geografiske opsplitning.

Stærkt 2. kvartalsregnskab med flot vækst

ISS leverede den 11. august et stærkt 1. halvårsregnskab, som igen bød på høj organisk vækst og en forbedring af marginen. Den høje organiske vækst på 8,2% sammenlignet med sidste år, var bredt funderet og blev understøttet af både prisstigninger, nye kontrakter og højere aktivitet hos eksisterende kunder. Kvartalet var også positivt påvirket af en engangseffekt fra sagen med Deutsche Telekom, men den underliggende vækst ligger fortsat markant over selskabets guidance på >6%. Samtidigt fortsatte marginforbedringen med 0,4% å/å i 1. halvår, og det er netop et nøglepunkt for investorerne at ISS udover at levere vækst også viser at den kan skabes stadig mere profitabelt.

Investeringscase

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

Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	84.684	90.798	95.340	99.026
EBIT	3.950	4.578	4.906	5.104
Net Profit	2.613	2.881	3.115	3.243
Total Assets	45.601	49.822	48.748	49.209
Egenkapital	10.540	9.256	9.289	9.354
Indtjening per aktie (DKK)	15,6	18,9	21,7	24,1
Udbytte per aktie (DKK)	3,3	4,1	4,8	5,3
P/E (x)	13,9	14,5	12,6	11,3
K/I (x)	3,5	4,8	4,5	4,2

Kilde: Jyske Bank & ISS

ISS	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	315
Lukkekurs (DKK)	290,6
Markedsværdi (DKK mio.)	46.496
Jyske Quant	Q3
Value score	Q2
Quality score	Q3
Momentum score	Q5

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

- Fortsat pæn upside i aktien
- 2. kvartal fortsætter med stærk vækst og svag margin

Fortsat pæn upside i aktien

Netcompany-aktien har haft en hård august måned med et fald på 0,6% sammenlignet med en stigning i OMX C25 på 4,5%. Aktien er faldet 5% siden det aflagte 2. kvartalsregnskab, hvor den organiske vækst kom ind bedre end ventet, mens marginudviklingen modsat skuffede. Kursreaktionen kan derfor tyde på, at markedet i stigende grad har fokus på Netcompanys rentabilitet frem for væksten og afventer tegn på, at marginerne igen kommer på sporet og bevæger sig inden for selskabets guidede niveau. Vi ser dog fortsat positivt på Netcompany-aktien, og forventer et løft i indtjeningen pr. aktie mod 2028 på hele 63%, hvilket svarer til et pænt upside ved den nuværende værdiansættelse.

2. kvartal med stærk vækst og lidt svag margin

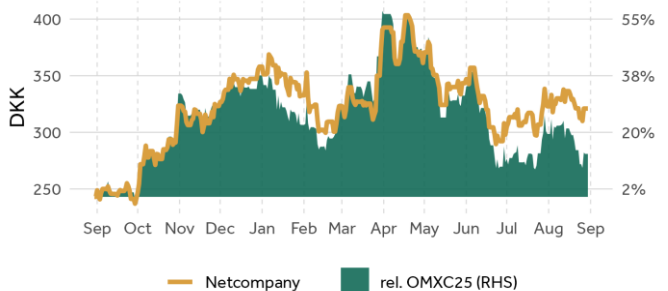
Netcompany leverede den 13. august et 2. kvartalsregnskab med ekstremt stærk vækst. Alle segmenter kunne levere positive vækstrater, og den samlede organiske vækst lå på hele 17,3% sammenlignet med sidste år – et momentum ingen af selskabets peers kan matche i øjeblikket. Marginen i 1. halvår har modsat været mere afdæmpet på 13,6%, som skal ses i lyset af en guidance for helåret på 16-19%. Vi forventer at Netcompany formår at ramme den nedre del af guidance-niveauet gennem klar bedring i 2. halvår, drevet af den gennemførte restrukturering, højere licensindtægter og øget synergi-høst fra NBS.

Investeringscase

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

Netcompany	Køb
Sektor	Information Technology
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	425
Lukkekurs (DKK)	321
Markedsværdi (DKK mio.)	14.766
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	7.892	9.766	10.474	11.053
EBIT	562	1.048	1.518	1.720
Net Profit	257	854	1.080	1.236
Balance sum	0			
Egenkapital	3.488	3.440	3.710	3.710
Indtjening per aktie (DKK)	5,5	19,2	25,5	31,2
Udbytte per aktie (DKK)	0,0	0,0	6,4	7,8
P/E (x)	61,4	17,6	13,2	10,8
K/I (x)	4,5	31,5	29,2	29,2

Kilde: Jyske Bank & Netcompany

Senior Aktieanalytiker, Anders Haulund Vollesen

NKT

- Solidt regnskab skaber fundament for kursstigning
- Marginfremgang drevet af højere priser

Solidt regnskab skaber fundament for kursstigning

NKT-aktien er i august oppe med 5,5%, hvilket er en anelse mere end OMX C25 indekset. Aktien kunne ikke det store på regnskabet, der kom ind på linje med forventningerne i markedet, men med en overraskende stærk lønsomhed. Det blev aktien dog ikke belønnet for, selv om den solide eksekvering i kvartalet bekræfter os i, at NKT er godt på vej til at levere på de nye, højere forventningerne til året, hvor NKT nu forventer at slutte året med et driftsresultat på DKK 400-430 mio. - DKK 20-40 mio. højere end tidligere.

Marginfremgang drevet af højere priser

NKT leverede et solidt 2. kvartalsregnskab, hvor den operationelle EBITDA-margin steg til 15,7% - 1,2 p.p. højere end sidst år og 1,5 procentpoint over vores forventning. Særligt højspændingsforretningen, Transmission overraskede positivt, med en margin på hele 20,2%, hvilket lover godt for indtjeningsevnen gående fremad i takt med, at NKT begynder at eksekvere på ordrer, der er taget ind på højere priser. Vi er dog forsigtige med at antage, at NKT kan fastholde den høje indtjeningsevne resten af året, da profitabiliteten varierer afhængigt af, hvilke projekter, der eksekveres på. NKT er dog traditionelt forsigtige i deres udmeldinger, hvorfor vi ser en god sandsynlighed for, at NKT kan levere i toppen af deres guidance. Samtidigt kigger vi ind i en markant marginfremgang frem mod 2028, hvilket markedet synes at undervurdere.

Investeringscase

NKT står med kapacitetsudvidelsen i Karlskrona godt positioneret til at få andel i det attraktive vækstpotentiale, der er på højspændingsmarkedet frem mod 2030, hvor elektrificeringen af samfundet og udbygningen af vedvarende energi stiller store krav til elnettet. Efterspørgslen forventes således at overstige kapaciteten på markedet frem mod 2030, hvilket lover godt for kvaliteten af de ordrer, der tages ind. Priserne er således fordoblet sammenlignet med 2020-2022, hvilket bærer vejen for et markant løft i profitabiliteten frem mod 2030 i takt med at NKT begynder at eksekvere på nogle af de nye ordrer, der er taget ind. Samtidig står NKT med en rekordhøj ordrebog på EUR 13,5 mia., hvilket gør, at kapaciteten er tæt på fuldt udsolgt frem mod 2030. NKT er derfor ikke så udsat i tilfælde af, at vi skulle se en nedgang i den økonomiske vækst.

Udvalgte nøgletal

EURm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	3.565	3.615	4.435	4.873
EBIT	257	288	403	616
Net Profit	275	236	326	492
Balance sum	5.595	5.921	5.441	5.677
Egenkapital	2.193	2.429	2.543	2.457
Indtjening per aktie (EUR)	5,1	4,4	6,1	9,2
Udbytte per aktie (EUR)	0,0	0,0	1,5	2,0
P/E (x)	20,9	29,3	21,2	14,1
K/I (x)	2,6	2,8	2,6	2,7

Kilde: Jyske Bank & NKT

NKT	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	1.100
Lukkekurs (DKK)	933
Markedsværdi (DKK mio.)	50.121
Jyske Quant	Q4
Value score	Q5
Quality score	Q2
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 distributionsselskaberne 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

- Fremtiden ser fortsat lys ud for Nordea
- Solidt 2. kvartalsregnskab

Fremtiden ser fortsat lys ud for Nordea

Nordea har i august måned haft en flad udvikling mod en stigning i OMX C25 på 4,5%. Vi ser dog stadig positivt på Nordea-aktien. Særligt den stærke udvikling i erhvervsudlånene de seneste kvartaler giver os anledning til optimisme omkring bankens vækstmuligheder, og samtidigt er markedsrenteforventningerne også steget pænt de seneste måneder, hvilket peger på højere nettorenteindtægter og indtjening end tidligere forventet.

Solidt 2. kvartalsregnskab

Nordea leverede et solidt 2. kvartalsregnskab den 16. juli, med et resultat som var 4% bedre end ventet på EUR 1.232 mio. Toplinjen kom ind lidt bedre end ventet, drevet af højere gebyr- og handelsindtægter, mens nettorenteindtægterne kom ind som ventet i markedet. Det samlede udlån steg med 5% sammenlignet med sidste år, særligt drevet af høj vækst i Business Banking og LC&I på hhv. 6% og 14%, mens indlånene ligeledes steg med 5%. Nordea sænkede desuden forventningen til omkostningsprocenten for året til 44-45% mod tidligere 45%. Samlet set gav indtjeningen en flot egenkapitalforrentning på 16%, som vi ser stige støt de kommende år takt med at Nordeas indtægter vokser hurtigere end omkostningsbasen.

Investeringscase

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

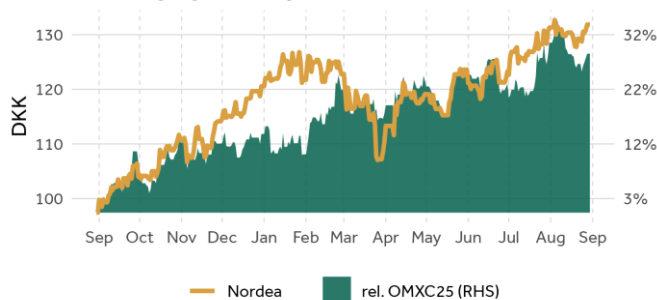
Udvalgte nøgletal

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

Kilde: Jyske Bank & Nordea

Nordea	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	150
Lukkekurs (DKK)	131,8
Markedsværdi (DKK mio.)	448.659
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

- Stærkt regnskab og endnu en CagriSema skuffelse
- Kan Novo Nordisk overbevise om langsigtet vækst?

Stærkt regnskab og endnu en CagriSema skuffelse

Novo Nordisk-aktien faldt omkring 4% i forbindelse med 2. kvartalsregnskabet, selvom selskabet samtidig leverede en opjustering af forventningerne. Efterfølgende har aktien dog indhentet faldet, delvist drevet af positiv ordlyd om Wegovy-pillen, men også medvind til sundhedssektoren generelt – august ender dog med et lille negativt afkast. Opjusteringen og det gode regnskab var drevet af fortsat stærk efterspørgsel i GLP-1-markedet. Regnskabet var et godt eksempel på stemningen i Novo-aktien, hvor "gamle" produkter (særligt Ozempic) leverede stærkt, men investorer ignorerer dette, da de frygter for fremtiden. Hvor investorernes store fokus pt. er på "hvor skal væksten komme fra" på den lange bane?

Kan Novo Nordisk overbevise om langsigtet vækst?

Årsagen til aktiens fald på regnskabsdagen kan skyldes endnu en skuffelse fra CagriSema, da Novo samtidigt med regnskabet offentligt gjorde resultaterne fra REIMAGINE 4-studiet, som direkte sammenlignede Novo's Ozempic arvtager, CagriSema, i diabetes mod Eli Lilly's Mounjaro – Novos CagriSema viser sig ikke at være bedre end Mounjaro, hvilket skabte fornyet fokus på Novo Nordisk' langsigtede vækstprofil. CagriSema viste et vægttab på 15,2 % mod Eli Lillys Mounjaro på 15,8 %. Selvom forskellene er begrænsede, blev resultaterne i markedet opfattet som endnu et tegn på hård konkurrence i fedme- og diabetesmarkedet. Det bringer samtidig fokus frem mod den kommende kapitalmarkedsdag den 21. september i London, hvor Novo vil præsentere strategi, operationelle prioriteter og finansielle målsætninger. Markedet vil uden tvivl lede efter signaler om, hvordan Novo vil drive den langsigtede vækst. Vores fokus vil ligeledes være på pipeline, men også på produktionskapacitet og enhedsomkostninger i et marked præget af betydeligt prispres.

Investeringscase

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

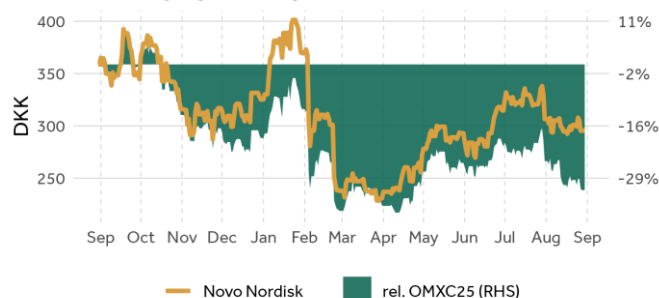
Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	309.064	296.477	311.562	330.360
EBIT	127.658	121.204	128.462	136.972
Net Profit	102.434	114.547	97.880	104.369
Balance sum	542.902	575.993	580.259	596.567
Egenkapital	194.047	241.831	243.492	254.875
Indtjening per aktie (DKK)	23,1	25,8	22,0	23,5
Udbytte per aktie (DKK)	11,6	15,2	12,1	12,9
P/E (x)	14,1	11,6	13,6	12,8
K/I (x)	7,4	5,4	5,4	5,2

Kilde: Jyske Bank & Novo Nordisk

Novo Nordisk	Hold
Sektor	Sundhed
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	330
Lukkekurs (DKK)	295,5
Markedsværdi (DKK mio.)	1.319.408
Jyske Quant	Q2
Value score	Q2
Quality score	Q1
Momentum score	Q5

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Aktieanalytiker, Henrik Hallengreen Laustsen

Novonesis

- Stærkt Q2 løfter forventningerne
- Flere vækstmotorer holder rejsen i gang

Stærkt Q2 løfter forventningerne

Novonesis aktien steg 9,6 % i august mod en fremgang på 4,5 % for OMXC25, understøttet af et stærkt regnskab for 2. kvartal. Den organiske vækst landede på 9 % mod ventet 7,4 %, mens indtjeningsmarginen på 37,6 % ligeledes var lidt bedre end ventet. Fremgangen var bredt funderet, men især Food & Beverages skilte sig positivt ud med en vækst på 11 %, blandt andet drevet af stigende efterspørgsel efter løsninger til proteinerige og fermenterede mejeriprodukter. Det stærke første halvår fik Novonesis til at hæve forventningerne til årets organiske vækst til 7 -8 %, og med et fortsat solidt momentum ind i 3. kvartal ser vi mulighed for endnu en opjustering senere på året. Samtidig annoncerede selskabet et nyt aktietilbagekøb på EUR 1 mia., hvilket understreger den stærke pengestrøm og ledelsens tillid til den videre udvikling.

Flere vækstmotorer holder rejsen i gang

Vi vurderer, at den høje vækst hviler på et solidt fundament og ikke blot midlertidig medvind. Novonesis nyder godt af en stigende efterspørgsel efter biologiske løsninger på tværs af blandt andet fødevarer, sundhed, vaskemidler og landbrug, mens krydssalg efter fusionen mellem Novozymes og Chr. Hansen giver yderligere muligheder. Samtidig investerer selskabet betydeligt i nye fabrikker, forskning og produktudvikling for at understøtte den fremtidige vækst. Selvom sammenligningsgrundlaget bliver sværere i 2. halvår, vurderer vi derfor, at Novonesis' langsigtede vækstrejse fortsat er fuldt intakt.

Investeringscase

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

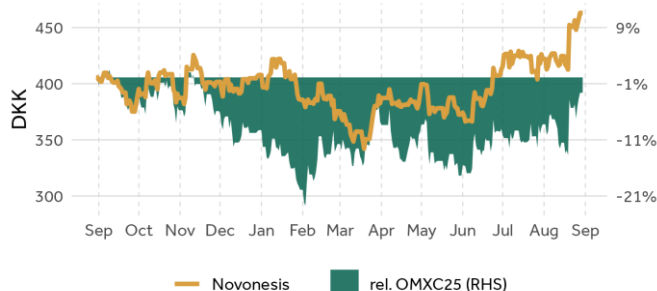
Udvalgte nøgletal

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

Kilde: Jyske Bank & Novonesis

Novonesis	Køb
Sektor	Materialer
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	515
Lukkekurs (DKK)	463
Markedsværdi (DKK mio.)	216.822
Jyske Quant	Q5
Value score	Q4
Quality score	Q4
Momentum score	Q4

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Aktieanalytiker, Haider Anjum

Pandora

- Medvind til aktien i kølvandet på regnskabet
- Solidt 2. kvartalsregnskab med flot vækst

Medvind til aktien i kølvandet på regnskabet

Aktien steg hele 8,5% ovenpå et stærkt 2. kvartalsregnskab, men Pandora havde svært ved at opretholde det positive momentum, og aktien endte med en mere moderat stigning på 4,5% i august. Det skal formentlig ses i lyset af de stigende sølv-priser, som i august er steget med 16,6% efter at have ligget stabilt omkring USD 60. Pandora har dog afdækket 90-100% af deres sølvforbrug i 2027 på USD 65.

Solidt 2. kvartalsregnskab med flot vækst

Pandora leverede et stærkt 2. kvartalsregnskab, hvor indtjeningen kom ind hele 33% bedre end ventet i markedet, dog delvist drevet af en toldrefusion på DKK 180 mio. Justeret for toldrefusionen, som er af midlertidig karakter, landede resultatet 16% bedre end ventet i markedet, men det skyldes primært omkostningsforskydninger. Der er dog tale om en lille bedring i væksten, hvor omsætningen i de eksisterende butikker steg med 1%. Det er bedre end markedet havde sat næsen op efter. Og ifølge Pandora er trenden fortsat ind i juli med en yderligere acceleration i væksten. Vi forventer derfor, at Pandora er i stand til levere i den høje ende af guidance-intervallet og potentielt en anelse højere, hvis den ekstra markedsføringsindsats i 2. halvår smitter af på salget. Samtidig undervurderer markedet efter vores opfattelse det langsigtede marginpotentiale, hvor presset på indtjeningen bliver væsentlig mindre end oprindeligt frygtet. Lykkedes det således Pandora at genoprette indtjeningsevnen og bringe EBIT-marginen tilbage på 23% er der fortsat pænt upside i aktien.

Investeringscase

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

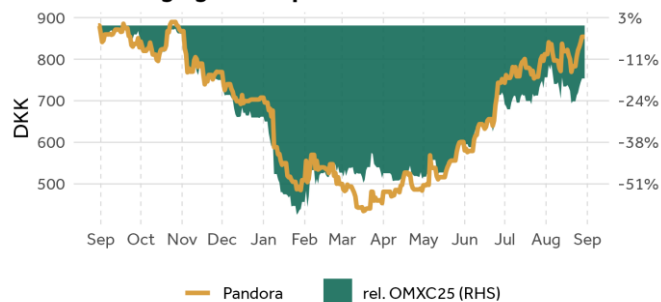
Udvalgte nøgletal

DKKm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	32.549	33.363	35.031	36.782
EBIT	7.783	7.627	5.577	7.626
Net Profit	5.242	5.042	3.495	5.041
Balance sum	29.603	33.115	35.266	34.609
Egenkapital	5.282	8.683	10.537	9.582
Indtjening per aktie (DKK)	68,3	67,6	46,9	67,6
Udbytte per aktie (DKK)	22,0	22,0	22,0	22,0
P/E (x)	12,3	12,4	17,9	12,4
K/I (x)	11,9	7,3	6,0	6,6

Kilde: Jyske Bank & Pandora

Pandora	Køb
Sektor	Cyklisk forbrug
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	900
Lukkekurs (DKK)	854
Markedsværdi (DKK mio.)	64.050
Jyske Quant	Q1
Value score	Q2
Quality score	Q1
Momentum score	Q1

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Aktieanalytiker, Senior Vice President, Janne Vincent Kjær

Rockwool

- God start blev afløst af stort kursfald
- Blandede signaler i 2. kvartalsregnskab

God start blev afløst af stort kursfald

Rockwool startede måneden i forrygende tempo trukket op af stærke regnskaber fra konkurrenterne, men selskabet formåede ikke selv at levere varen på regnskabet, hvor investorerne kvitterede ved at sende aktien ned med 10% på to dage. Regnskabet kom ellers ind på linje med forventningerne, men et større end ventet investeringsomfang gav anledning til bekymringer i markedet. Vi ser dog opjusteringen af investeringsbudgettet primært som en periodeforskydning, hvor planlagte betalinger er rykket fra 2027 ind i 2026 og forventer at investeringsomfanget vil aftage i 2028/2029. Vi vil derfor benytte den seneste tids kursfald til at købe op i aktien.

Blandede signaler i 2. kvartalsregnskab

Rockwool offentliggjorde et lidt blandet 2. kvartalsregnskab, hvor indtjeningen kom ind 2% bedre end ventet i markedet, drevet af en overraskende stærk omsætningsvækst på 10% i lokalvaluta. Indtjeningsevnen var dog til den svage side, da Rockwool i kvartalet var hårdt ramt af stigende energi- og transportomkostninger. Vi ser dog ikke indtjeningsmarginen i 2. kvartal som et strukturelt niveau fremadrettet, da Rockwool endnu ikke har set effekten af de stigende salgspriser. Det vil alt andet lige have en positiv effekt på indtjeningsevnen i 2. halvår. Samtidig vurderer vi guidance som konservativ, da Rockwool endnu ikke har indregnet nogen nævneværdig volumenvækst i 2. halvår, hvilket åbner op for endnu en opjustering.

Investeringscase

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

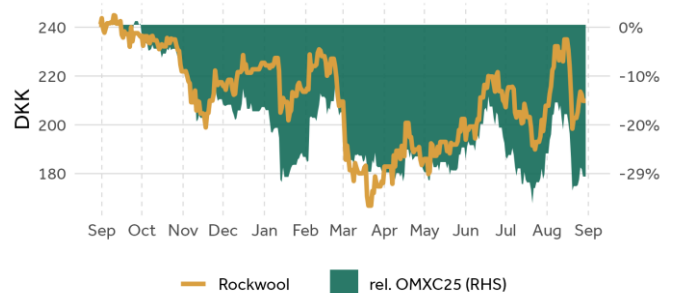
Udvalgte nøgletal

EURm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	3.877	3.855	4.163	4.413
EBIT	178	520	577	620
Net Profit	28	406	449	482
Balance sum	3.642	3.796	4.017	4.249
Egenkapital	2.741	2.869	3.036	3.222
Indtjening per aktie (EUR)	0,1	1,8	2,0	2,1
Udbytte per aktie (EUR)	0,6	0,6	0,6	0,7
P/E (x)	231,5	15,0	13,5	12,6
K/I (x)	2,3	2,1	2,0	1,8

Kilde: Jyske Bank & Rockwool

Rockwool	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	255
Lukkekurs (DKK)	209,8
Markedsværdi (DKK mio.)	44.479
Jyske Quant	Q4
Value score	Q3
Quality score	Q3
Momentum score	Q5

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

- Opbremssning i den globale vækst.
- Stigende renter påvirker nybygningsaktiviteten negativt.
- Lav kapacitetsudnyttelse vil lægge pres på 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

- Regnskabet rammer en i forvejen skrøbelig aktie
- PepsiCo tabet overskygger fortsat de positive takter

Regnskabet rammer en i forvejen skrøbelig aktie

Royal Unibrew aktien faldt 11,6 % i august mod en fremgang på 4,5 % for OMXC25. Regnskabet for 2. kvartal var ikke prangende, men efter vores vurdering heller ikke svagt nok til alene at forklare kursfaldet. Indtjeningen landede 2,9 % under forventningerne, mens investorerne heller ikke fik den opræcisering af forventningerne til 2026, som mange havde håbet på. Med knap 7 % organisk indtjeningsvækst i første halvår ligger Unibrew fortsat inden for forventningen om 6-10 % for året, men der er ikke meget plads til skuffelser i andet halvår. Samtidig ventes højere emballage, aluminium og råvarepriser at lægge yderligere pres på indtjeningen i 2027.

PepsiCo tabet overskygger fortsat de positive takter

Royal Unibrew er fortsat en veldrevet forretning med stærke lokale brands, høje marginer og en positiv udvikling i integrationen af Vrumona og San Giorgio. Den store usikkerhed er fortsat tabet af PepsiCo kontrakten fra 2029, hvor vi savner en mere konkret plan for, hvordan den tabte forretning skal erstattes. Egne brands, vækst i Vesteuropa og International samt potentielle opkøb kan blive en del af løsningen, og på sigt kan det skabe en mindre volumentung, men mere profitabel forretning. Indtil der kommer større klarhed om tiden efter PepsiCo, vurderer vi dog, at usikkerheden fortsat vil hænge over aktien.

Investeringscase

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

Udvalgte nøgletal

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

Kilde: Jyske Bank & Royal Unibrew

Royal Unibrew	Hold
Sektor	Stabilt forbrug
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	525
Lukkekurs (DKK)	431
Markedsværdi (DKK mio.)	21.248
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Aktieanalytiker, Haider Anjum

Tryg

- Positiv udvikling i takserede motorskader
- 2. kvartalsregnskab viste gode underliggende tegn

Positiv udvikling i takserede motorskader

Tryg-aktien har haft lille positiv august måned på 1% mod en stigning i OMX C25 på 4,5%. I en ellers begivenhedsfattig august måned, kom der nye tal for takserede motorskader for juli i Danmark, som viste et fald på 4% sammenlignet med sidste år. Faldet kommer efter et 2. kvartal med en samlet stigning på 8% sammenlignet med sidste år. Det er dermed positivt at se, at trenden fra 2. kvartal indtil videre er brudt. Med en samlet stigning på 3% år-til-dato sammenlignet med sidste år, er vi dermed indenfor rammerne af hvad forsikringselskaberne har prisjuteret policerne med, og vi ser derfor ikke nogen grund til bekymringer for at motorskadehyppigheden vil erodere mærkbare dele af forsikringsresultatet væk.

2. kvartalsregnskab viste gode underliggende tegn

Tryg aflagde 2. kvartalsregnskab den 10. juli, hvor den underliggende erstatningsprocent endnu engang viste fremgang med en udvikling på 0,5%-point sammenlignet med sidste år. Præmievæksten landede på 3,3% å/å og fastholdelsen af privatkunder viste bedring. Samlet set viste regnskabet, at der er en god kontrol med skadesinflationen. Regnskabet var dog påvirket af arbejdsskadesagen, som i 2. kvartal medførte en engangshensættelse på DKK 1,2 mia., men vi ser dog indtil videre meget lav risiko for at denne hensættelse bliver benyttet fuldt ud, baseret på foreløbige rapporter om få genopstartede arbejdsskadesager. Det kan dog tage flere år før Tryg – og vi – får klarhed over hvad det reelle erstatningsbeløb lander på.

Investeringscase

Attraktiviteten af Trygs stabile forretningsmodel, solide vækstudsigter i flere af Trygs segmenter og en forudsigelig kapital- og udlodningspolitik er ikke til at komme udenom. Det kan dog blive svært for Tryg at overraske eller overgå markedets forventninger, både på forsikringsdriften i 2026, og perspektiverne for vækst, indtjening og udlodning i den næste strategiske periode fra 2025 til 2027, som blev præsenteret på kapitalmarkedsdagen i december 2024. Tryg er ikke dyrt prissat målt på en 12 mdr. fremadskuende P/E-multipel, hverken ift. egen historik eller relativt til peer-gruppen, og vi mener også, at en præmie til peer-gruppen bør være berettiget. Dette, sammenholdt med stabile, men moderate, vækstudsigter gør, at vi ser afkastpotentialet som behersket positivt i øjeblikket.

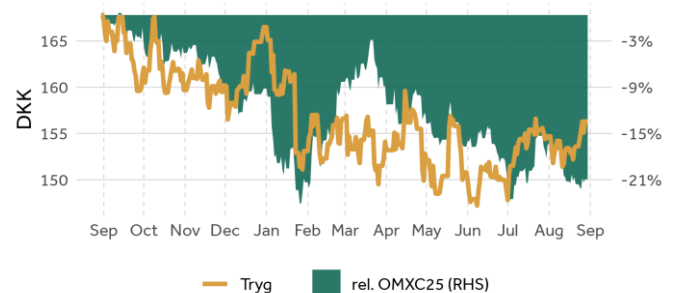
Udvalgte nøgletal

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

Kilde: Jyske Bank & Tryg

Tryg	Hold
Sektor	Finans
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	170
Lukkekurs (DKK)	156,3
Markedsværdi (DKK mio.)	93.825
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Aktieanalytiker, Anders Haulund Vollesen

Vestas

- Stærkt regnskab sender Vestas op
- Vestas tager stort skridt mod 10% EBIT-margin

Stærkt regnskab sender Vestas op

Vestas-aktien har i august måned haft en fremragende udvikling med en kursstigning på hele 21% sammenlignet med en stigning i OMX C25 på små 4,5%. Langt størstedelen af stigningen kom efter et stærkt 2. kvartalsregnskab, hvor aktien steg hele 20% på dagen. Vestas leverede da også et stærkt regnskab med en markant bedre indtjening end forventet, samtidig med at selskabet opjusterede forventningerne til årets EBIT-margin. Samtidigt annoncerede Vestas et nyt aktie tilbagekøbsprogram på EUR 400 mio., hvilket yderligere understøttede den gode stemning.

Vestas tager stort skridt mod 10% EBIT-margin

Vestas leverede et stærkt regnskab, der kom ind markant bedre end ventet i markedet med en justeret EBIT-margin på 9,4%. Det var særligt drevet af Power Solutions, som overraskede positivt med en EBIT-margin på hele 10,4%, hvilket er meget usædvanligt i et 2. kvartal hvor aktivitetsniveauet typisk er lavere end i 2. halvår. Dermed er Vestas et skridt tættere på målsætningen om en EBIT-margin på 10%. Samtidig steg ordreindtaget med 67% til 3,3 GW, og ordrebogen sikrer et højt aktivitetsniveau ind i 2027. Vi forventer således en tocifret volumenfremskud på landvind i 2027. Vestas kunne desuden opjustere guidance for 2026 til en EBIT-margin på 7-9% fra 6-8%, hvor vi vurderer, at den lave ende er relativt konservativ.

Investeringscase

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

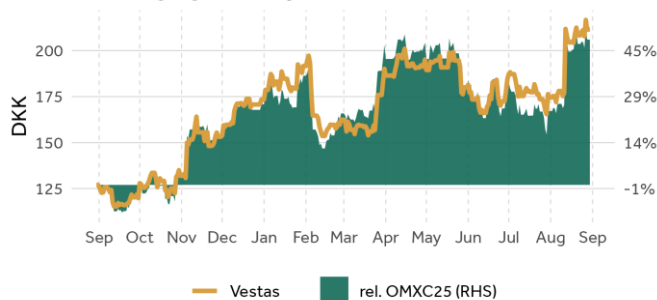
Udvalgte nøgletal

EURm	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	18.822	21.264	24.387	24.895
EBIT	1.015	1.670	2.271	2.461
Net Profit	780	1.206	1.675	1.822
Balance sum	25.732	28.100	31.735	33.255
Egenkapital	3.881	4.778	5.783	6.876
Indtjening per aktie (EUR)	0,8	1,2	1,7	1,9
Udbytte per aktie (EUR)	0,1	0,2	0,2	0,2
P/E (x)	29,8	23,0	16,3	14,7
K/I (x)	5,9	5,8	4,7	3,9

Kilde: Jyske Bank & Vestas

Vestas	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	245
Lukkekurs (DKK)	211,5
Markedsværdi (DKK mio.)	210.561
Jyske Quant	Q1
Value score	Q2
Quality score	Q3
Momentum score	Q2

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg Finance L.P.

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Aktieanalytiker, Senior Vice President, Janne Vincent Kjær

Danske aktier – Ændringer siden sidst (30-06-2026)

Selskab	Aktuel kurs	Aktuelt kurs-mål	Tidligere kursmål	Dato for ændring af kursmål	Anbefaling	Tidligere anbefaling	Dato for ændring af anbefaling	Analytiker
A.P. Møller - Mærsk	21970 (DKK)	15750 (DKK)	12000 (DKK)	14-08-2026	Sælg	-	-	Haider Anjum
AL Sydbank	670 (DKK)	750 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Alm. Brand	17.31 (DKK)	18.5 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Carlsberg	889.4 (DKK)	1000 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Haider Anjum
Coloplast	462.7 (DKK)	530 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Danske Bank	371.9 (DKK)	400 (DKK)	375 (DKK)	09-07-2026	Hold	Køb	28-08-2026	Anders Haulund Vollesen
Demant	285.4 (DKK)	300 (DKK)	285 (DKK)	13-08-2026	Hold	Køb	04-08-2026	Janne Vincent Kjær
DSV	1373 (DKK)	2100 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Haider Anjum
Genmab	2156 (DKK)	2350 (DKK)	2300 (DKK)	07-08-2026	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
GN Store Nord	96.28 (DKK)	110 (DKK)	-	-	Køb	Hold	21-08-2026	Janne Vincent Kjær
ISS	290.6 (DKK)	315 (DKK)	280 (DKK)	05-08-2026	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Netcompany	321 (DKK)	425 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
NKT	933 (DKK)	1100 (DKK)	1050 (DKK)	17-08-2026	Køb	Hold	04-08-2026	Janne Vincent Kjær
Nordea	131.8 (DKK)	150 (DKK)	140 (DKK)	25-08-2026	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Novo Nordisk	295.5 (DKK)	330 (DKK)	305 (DKK)	07-07-2026	Hold	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Novonesis	463 (DKK)	515 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Haider Anjum
Pandora	854 (DKK)	900 (DKK)	850 (DKK)	14-08-2026	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
Rockwool	209.8 (DKK)	255 (DKK)	245 (DKK)	10-08-2026	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
Royal Unibrew	431 (DKK)	525 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Haider Anjum
Tryg	156.3 (DKK)	170 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Anders Haulund Vollesen
Vestas	211.5 (DKK)	245 (DKK)	220 (DKK)	13-08-2026	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær

Kilde: Jyske Bank

Se historiske anbefalingsændringer [her](#)

Vigtig Investorinformation

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

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

Analysen og anbefalingerne er generelle informationer og ikke personlig rådgivning.

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

Interessekonflikter

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

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

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

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

Læs mere om Jyske Banks politik om interessekonflikter på:

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

Modeller

Kvantitative anbefalinger på enkeltelskaber

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

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

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

Fundamentale anbefalinger på enkeltelskaber

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

Jyske Bank anvender en eller flere af følgende modeller:

- Discounted cash flow model (DCF-model): I denne model værdiansættes selskabet på baggrund af de forventede fremtidige frie pengestrømme, som selskabets drift genererer. Værdiansættelsen opdeles i hhv. en budgetperiode, bestående af 10 år, en 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 enkeltelskaber: Handelsidéer

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

Herudover tager handelsidéen udgangspunkt i følgende:

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

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

Anbefalingsbegreber

Kvantitative anbefalinger på enkeltsselskaber

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

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

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

Fundamentale anbefalinger på enkeltsselskaber

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

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

Kilde: Jyske Bank

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

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

Fundamentale anbefalinger på enkeltsselskaber: Handelsideer

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

Opdatering af analysen

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

Risiko

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

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

Afkast og kursudvikling

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

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

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

Skat

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

MSCI disclaimer

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

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

Flere informationer

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

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