

28/06/2024 11:46

Danske Aktier



Indholdsfortegnelse

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

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

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

Jyske Bank A/S

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

A.P. Møller - Mærsk

- En afdæmpet måned trods opjustering
- Usikkerheden i Det Røde Hav varer ved

En afdæmpet måned trods opjustering

Efter to stærke måneder i april og maj, hvor Mærsk-aktien steg 44%, blev kursudviklingen i juni måned af en mere afdæmpet karakter (-2,9%). I starten af juni opjusterede Mærsk ellers for 2. gang i år sin finansielle guidance for 2024. Opjusteringen kom på baggrund af et fragtmarked, der i længere tid har været præget af stærk global efterspørgsel, knaphed på fragtkapacitet og som følge deraf betydeligt stigende fragtrater. Til sammen har disse faktorer skabt gunstige markedsvilkår for Mærsk, der derved har oplevet en positiv påvirkning på indtjeningen. Mærsk valgte således at hæve sin guidance for 2024-EBITDA med 3 mia. fra intervallet USD 4-6 mia. til USD 7-9 mia. – en opjustering der i store træk var ventet af markedet.

Usikkerheden i Det Røde Hav varer ved

Juni måneds mere afdæmpede kursudvikling var især karakteriseret ved et kursfald på 7% den 11. juni. Faldet blev foranlediget af nyheden om muligheden for våbenhvile mellem Israel og Hamas, idet FN's sikkerhedsråd mandag aften den 10. juni stemte for en resolution, der bakker op om en våbenhvileaftale mellem de to parter. En sådan aftale ville i givet fald kunne betyde et ophør i Houthi-bevægelsens angreb på skibe i Det Røde Hav. Kursfaldet vidner derfor om, at den nuværende gunstige markedssituation med forhøjede fragtrater og kapacitetsknaphed i store træk er et produkt af geopolitiske spændinger og den omdirigering af skibstrafik neden om Afrika, der p.t. står på. Der er på nuværende tidspunkt endnu ingen våbenhvile i stand mellem de to parter, mens der heller ikke er tegn på ophør i Houthi-angrebene. Der er derfor udsigt til, at kapacitetspresset og de forhøjede fragtrateniveauer fortsætter ind i Q3, hvilket alt andet lige vil komme Mærsk og de øvrige containerrederier til gavn.

Investeringscase

Hvis vi tager de langsigtede briller på, så er vi ikke i tvivl om, at Maersk er blandt de absolut bedste i containershipping-industrien, og at de står stærkt rustet til fremtiden. Mærsk havde nogle virkelig gode år under covid-19, men på kort sigt er der sorte skyer forude pga. øget fragtkapacitet på markedet. På længere sigt har Maersk en meget stærk balance og en høj andel af volumen på kontrakt, hvilket fjerner en del af usikkerheden..

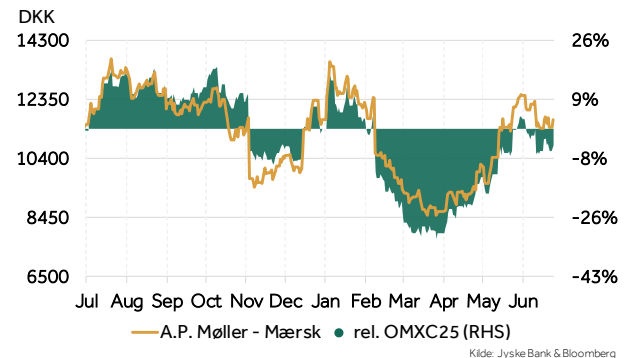
Udvalgte nøgletal

USDm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	51.065	50.652	48.303	49.914
Res. Primær drift	3.934	2.163	226	1.167
Nettoresultat	3.908	1.530	-252	614
Balance sum	82.100	81.421	81.248	81.583
Egenkapital	55.090	52.818	54.083	54.604
Indtjening per aktie (DKK)	1.717,6	672,6	-110,8	269,7
Udbytte per aktie (DKK)	4.300,0	515,0	269,0	150,0
P/E (x)	7,4	17,2	n.m.	43,0
K/I (x)	0,5	0,5	0,5	0,5

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

A.P. Møller - Mærsk		Hold
Sektor		Industri
Risiko		Mellem
12-m. kursmål (DKK)		12500
Lukkekurs (DKK)		11670
Markedsværdi (DKK mio.)		182.577
Jyske Quant		Q1
Value score		Q1
Quality score		Q4
Momentum score		Q1

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Morten Holm Enggaard, Research

Alm. Brand

- Motorskader på mere spiseligt niveau i maj måned
- Intet nyt aktietilbagekøbsprogram før sidst på året

Motorskader på mere spiseligt niveau i maj måned

Alm. Brand-aktien har haft en flad udvikling i juni måned med et afkast på ca. 1%, stort set identisk med det danske C25-indeks. I løbet af måneden viste statistikken for antal takserede motorskader i Danmark i maj måned en mere spiselig stigning på "kun" 5%-point å/å og dermed en normalisering ift. den voldsomme stigning i april måned på hele 47% å/å. Man skal dog huske på, at der ikke nødvendigvis er en 1:1 sammenhæng mellem statistikken og Alm. Brands egentlige erstatningsudgifter til motorskader, og Alm. Brand har desuden implementeret prisstigninger og/eller højere selvrisiko på policer for at modarbejde de negative effekter af en højere skadesfrekvens. På længere sigt mener vi derfor ikke, at skadesfrekvensen er et problem, men i 2. kvartal kan det blive en hæmsko for udviklingen i erstatningsprocenten.

Intet nyt aktietilbagekøbsprogram før sidst på året

Alm. Brand afsluttede i løbet af måneden sit aktietilbagekøbsprogram på DKK 350 mio., der har kørt siden 5. december. Ledelsen gav ifm. 1. kvartalsregnskabet ret klart udtryk for, at man ikke skal vente en fortsættelse af programmet før sidst på året. Vi venter annonceringen af et nyt aktietilbagekøbsprogram i 4. kvartal på DKK 300 mio. I perioden 2024-2026 ser vi Alm. Brands udlodning i procent af markedsværdien ligge på 8,4% mod 6,2% for peergruppen. Ejere af Alm. Brand-aktien kan derfor i vores optik se frem til en strukturelt højere udlodningsprocent relativt til feltet af øvrige nordiske skadesforsikringsselskaber.

Investeringscase

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

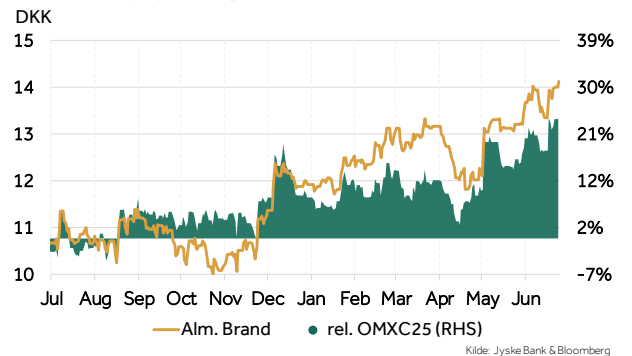
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Bruttopræmieindtægter	11.784	12.391	12.853	13.204
Teknisk resultat	1.412	1.792	2.106	2.177
Nettoresultat	616	994	1.238	1.368
Balance sum	35.562	39.894	40.828	41.321
Egenkapital	13.944	13.102	12.639	12.250
Indtjening per aktie (DKK)	0,4	0,7	0,8	0,9
Udbytte per aktie	0,6	0,9	1,0	1,1
P/E (x)	30,3	21	17	15
K/I (x)	1,3	1,7	1,7	1,8

Kilde: Jyske Bank & Alm. Brand

Alm. Brand	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	16
Lukkekurs (DKK)	14,15
Markedsværdi (DKK mio.)	21.807
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

Carlsberg

- Investorer straffer Carlsberg efter afslået opkøbsbud
- Dårligt vejr påvirker væksten i juni

Investorer straffer Carlsberg efter afslået opkøbsbud

Juni har været en hård måned for Carlsberg-aktionærerne, da aktien er faldet 9%, mens OMXC25 er faldet med 1%. Den hårde medfart til aktien skyldes nyheden om de afviste opkøbstilbud på den engelske læskedrikproducent Britvic. Vi ser dog kursfaldet som en oplagt købsmulighed, da en potentiel overtagelse af Britvic vil styrke Carlsbergs position i vækst-kategorien "Beyond Beer" og vil give adgang til nye markeder som Brasilien. Carlsberg har dog forsikret, at et potentielt opkøb skal give både strategisk og finansiell mening for aktionærerne. Et potentielt bud vil forventes at være fuldt gældsfinansieret, og Carlsberg skal senest d. 19. juli offentliggøre en fast hensigt om enten at fremsætte et tilbud eller ej på Britvic, ifølge engelsk lovgivning.

Dårligt vejr påvirker væksten i juni

Dårlige vejr i juni i både Europa og Kina har presset øl-salget i 2. kvartal. Samtidig forsvinder medvind fra de prisstigninger, som blev gennemført sidste år, hvilket reducerer pris/miks-effekten til et normalt niveau. På den positive side viser Vietnam tegn på fremgang, og ligeledes er der godt momentum i Central- og Østeuropa samt Indien. Selvom junivejret ikke har været optimalt, så bliver sommervejret i juli og august afgørende for helårsresultatet. Noget tyder på, at 2. kvartal bliver afgørende for Carlsbergs 2024, hvor vi, på trods vejrudfordringerne i 2. kvartal, vurderer, at Carlsbergs guidance stadig er forsigtig.

Investeringscase

Annonceringen af den nye vækststrategi betyder, at Carlsberg har en af branchens mest attraktive vækstprofiler. Samtidig har Carlsberg igennem de seneste år leveret stærkt – også relativt til konkurrenterne. Værdiansættelsen blev mere attraktiv oven på det store fald efter Britvic-historierne. 2024 bliver et investeringsår for Carlsberg, og der er fortsat en række usikkerhedspunkter for Carlsberg fra bl.a. forbrugertilliden i Kina og Europa. Relativt til konkurrenterne vurderer vi dog, at Carlsberg står stærkt. Vi forventer dog, at presset fra downtrade gradvist vil aftage i løbet af 2024, i takt med at renterne/inflationen kommer ned, forbrugerne får lønstigninger, og der kommer bedring i den kinesiske økonomi.

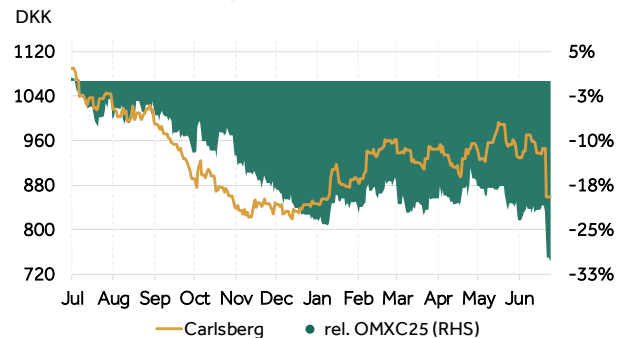
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	73.585	76.546	80.277	84.125
Res. Primær drift	11.105	11.627	12.516	13.396
Nettoresultat	7.971	8.214	8.813	9.435
Balance sum	111.831	112.515	113.395	114.466
Egenkapital	25.749	25.472	25.625	25.967
Indtjening per aktie (DKK)	-299,7	51	57	64
Udbytte per aktie	27	30	31	33
P/E (x)	-3	17	15	14
K/I (x)	4,5	4,9	4,9	4,8

Kilde: Jyske Bank & Carlsberg

Carlsberg	Køb
Sektor	Stabilt forbrug
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	1100
Lukkekurs (DKK)	868
Markedsværdi (DKK mio.)	124.859
Jyske Quant	Q5
Value score	Q2
Quality score	Q5
Momentum score	Q5

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Henrik Hallengreen Laustsen, Research

Coloplast

- Meet-the-Management skaber øget tiltro til Coloplast
- Udsigt til vækstfremgang i andet halvår og 2025

Meet-the-Management skaber øget tiltro til Coloplast

Juni har været en god måned for Coloplast-aktien, som er steget med 1,9%, mens OMXC25 er faldet med ca. 1%. Den gode performance skyldes formentlig den positive ordlyd på Coloplasts Meet-the-Management 6. juni. Coloplast var meget overbevist om, at Kerecis' produkter vil opnå dækning i USA under den nye tilskudsreform – noget der ellers har skabt en del usikkerhed og presset aktien. Foruden Kerecis var lanceringen af kateteret Luja et stort fokuspunkt. Coloplast oplyste investorerne om, at lanceringen har overgået forventningerne markant og vinder markedsandele blandt nye patienter samt konverterer patienter fra konkurrenternes produkter. Derudover er der optimisme omkring indtjeningsfremgangen den kommende tid, som bliver styrket af øget vækst (pga. lancering af nye produkter), faldende råvare- og fragtpriiser samt lavere lønstigninger.

Udsigt til vækstfremgang i andet halvår og 2025

På den kortere bane ser Coloplast ind i et andet halvår af 2024 (forskudt regnskabsår), hvor væksten forventes at accelerere pga. lanceringen af nye produkter, delvist modvejet af en vækstedgang i Urologi (pga. øget konkurrence). Indtjeningen forventes at være på nogenlunde samme niveau som i første halvår – positivt påvirket af øget vækst og mindre valutamodvind, hvilket dog bliver udglattet af øgede kommercielle omkostninger fra produktlanceringer. For 2024/25 forventes væksten drevet af Kerecis, prisstigninger og innovation, mens indtjeningen gavnes af lavere input- og råvareomkostninger samt lavere fragtomkostninger. De to største usikkerhedselementer for 2024/25 er væksten i Kina og konkurrencesituationen i Urologi.

Investeringscase

Meet-the-Management øgede vores tiltro til potentialet i Coloplast-aktien, som har været presset af usikkerheden omkring dækningsforslaget af Kerecis' produkter. I vores optik er denne usikkerhed nu indregnet. Ledelsen var igen meget overbeviste om, at Kerecis ville opnå dækning. En (positiv) afklaring vil løfte aktien, som yderligere kan løftes af, at Coloplast ser ind i et andet halvår og 2025, hvor væksten vil accelerere, og EBIT-marginen vil forbedres drevet af Luja-lanceringen samt mindre omkostnings- og valutamodvind.

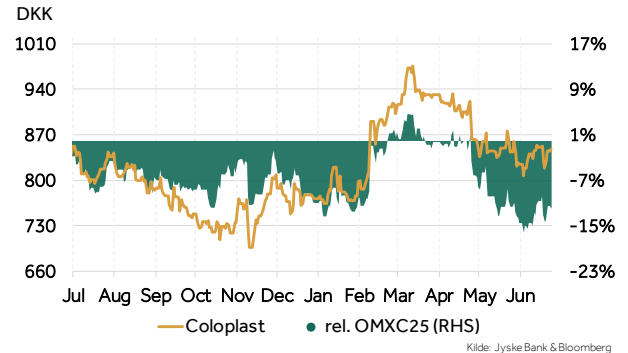
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	24.500	27.059	29.457	32.002
Res. Primær drift	6.771	7.449	8.489	9.521
Nettoresultat	4.783	5.210	6.038	6.845
Balance sum	48.159	49.243	50.677	52.360
Egenkapital	17.299	18.368	19.686	21.246
Indtjening per aktie (DKK)	23	25	28	32
Udbytte per aktie	21	17	20	23
P/E (x)	33	35	30	26
K/I (x)	9	11	10	9

Kilde: Jyske Bank & Coloplast

Coloplast	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	970
Lukkekurs (DKK)	849,4
Markedsværdi (DKK mio.)	193.833
Jyske Quant	Q5
Value score	Q4
Quality score	Q4
Momentum score	Q4

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Henrik Hallengreen Laustsen, Research

Danske Bank

- Opjustering uden x-faktor
- Rejsen mod lavere markedsrenter er begyndt

Opjustering uden x-faktor

Danske Bank-aktien har givet et beskedent negativt afkast i juni måned på -2,5%, hvor det danske C25-indeks er faldet med ca. 1% i samme periode. Banken opjusterede i slutningen af måneden forventningen til resultatet efter skat i 2024 til DKK 21-23 mia. (tidligere: DKK 20-22 mia.), hvilket dog kun løftede aktien med ca. 1%. Opjusteringen sker på baggrund af fortsat stærk kreditkvalitet, hvor banken nu forventer en mindre tilbageførsel af hensættelser i 2. kvartal, og ca. DKK 0,6 mia. for hele 2024. Dette forhold ser vi (og investorerne) dog ikke som noget særligt overraskende, og nedskrivningsposten er heller ikke typisk opfattet som værende af specielt høj kvalitet ift. positive udmeldinger på nettorenteindtægter, gebyrindtægter eller omkostninger, hvilket formentligt var årsagen til den beskedne positive kursreaktion.

Rejsen mod lavere markedsrenter er begyndt

I starten af juni måned sænkede ECB styringsrenten med 0,25%-point, hvilket også blev gentaget af Nationalbanken. Med rentesænkelsen i Sverige i maj måned er startskuddet dermed gået for bevægelsen mod lavere markedsrenter de kommende måneder og år i Norden og Europa. Danske Bank er dog en af de få banker, der har en højere modstandsdygtighed over for lavere renter, da bankens særlige balancesammensætning og investeringsportefølje understøtter renteindtægterne de kommende år. Af den årsag ventes Danske Banks nettorenteindtægter kun at falde med ca. 3% fra 2024-2026, hvilket er den bedste udvikling blandt de største nordiske banker.

Investeringscase

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

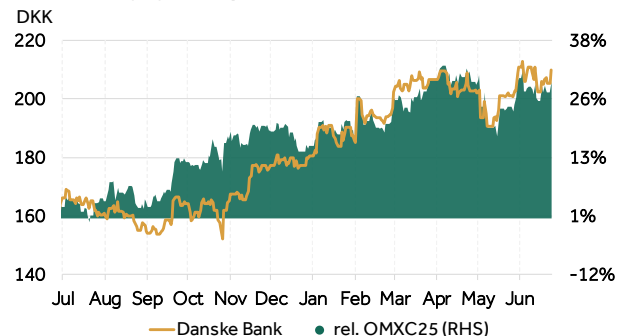
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Indtj. før skat	26.682	28.186	28.835	27.290
Nettoresultat	21.262	21.337	21.914	20.740
Balance sum	3.595.242	3.606.078	3.630.300	3.656.685
Egenkapital	175.739	184.847	178.537	169.793
Indtjening per aktie (DKK)	24,7	26	27	29
Udbytte per aktie	14,5	16	17	18
P/E (x)	8	8,1	7,7	7,3
K/I (x)	1,0	1,0	1,0	1,1

Kilde: Jyske Bank & Danske Bank

Danske Bank	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	230
Lukkekurs (DKK)	208,3
Markedsværdi (DKK mio.)	179.593
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

Demant

- Oticon Intent stærkt fra start i VA-kanalen
- Udsigt til en bedring i væksten i 2. kvartal

Oticon Intent stærkt fra start i VA-kanalen

Demant har haft det svært den seneste måned, hvor aktien er nede med 7,4%. Det er på trods af en succesfuld lancering af Oticon Intent i den offentlige VA-kanal i USA, hvor Demant formåede at øge markedsandelen med 3,5 p.p. i maj måned. Demant sidder således nu på 21,1% af salget i kanalen, hvilket er den højeste markedsandel for Demant, siden vi begyndte at opsamle historik tilbage i 2015. Vi ser dog en risiko for, at Demant må give afkald på noget af det vundne terræn senere på året, hvor Sonova er klar med deres nye produkt i VA-kanalen.

Udsigt til en bedring i væksten i 2. kvartal

Demant kommer med deres halvårsrapport d. 14. august. Vi forventer en acceleration i den organiske vækst op i midten af guidance-intervallet for helåret på 4-8% drevet af lanceringen af Oticon Intent og en bedring i væksten i Hearing Healthcare, der i 1. kvartal var negativt påvirket af påsken og indkøringen af Oticon Intent. Vi vil dog være varsomme med at trække direkte paralleller til GN's ellers positive udmeldinger, hvor GN var ude med en skjult opjustering af forventningerne til Hearing. Det skyldes modvinden fra Managed Care, hvor Demant bevidst har valgt ikke at introducere Oticon Intent, hvilket på kort sigt kan risikere at koste markedsandele.

Investeringscase

Vi ser Demant som et veldrevet selskab, der står godt positioneret til at drage fordel af et stigende behov for høreapparater, der er understøttet af en stigende andel af ældre og mere socialt aktive seniorer. Vækstudsigterne ser således yderst attraktive ud med udsigt til en gns. årlig omsætningsvækst på 8-10%, hvoraf de 6-8% er organisk. Det er ikke fuldt afspejlet i prisen. Prissætningen ser derfor attraktiv ud - både i forhold til selskabets egen historik og relativt til konkurrenterne. Demant har i 2023 fået medvind fra lanceringen af Oticon Real, der har gjort det muligt at tage massive markedsandele. Vi ser dog en risiko for, at væksten bremser op i 2024, i takt med at konkurrencen tiltager, men med lanceringen af det nye høreapparat Oticon Intent vurderer vi, at Demant vil kunne fastholde sin stærke position på markedet.

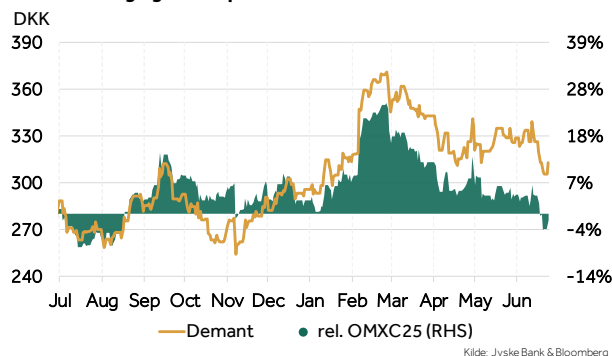
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	22.443	22.773	24.541	26.448
Res. Primær drift	4.148	4.758	5.154	5.582
Nettoresultat	1.798	3.081	3.382	3.708
Egenkapital	9.256	10.684	11.397	12.245
Indtjening per aktie (DKK)	8,1	14	15	17
P/E (x)	39	22	20	18
K/I (x)	7,6	6,4	6,0	5,6

Kilde: Jyske Bank & Demant

Demant	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	360
Lukkekurs (DKK)	308,4
Markedsværdi (DKK mio.)	68.184
Jyske Quant	Q2
Value score	Q3
Quality score	Q1
Momentum score	Q3

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

DSV

- Investorerne afventer afklaring på DB Schenker-salg
- Neom-opstart udskudt, men ingen planændringer

Investorerne afventer afklaring på DB Schenker-salg

DSV-aktien er i juni måned steget med 1,8% og er således nede med -8,9% år-til-dato (inklusive udbytte). Kursudviklingen i juni var dermed til den afdæmpede side, hvilket sandsynligvis bære præg af en afventende stemning blandt investorerne, der venter på en endelig afklaring i DB Group's salg af DB Schenker. Status på salgsprocessen er, at der nu er fire potentielle købere tilbage i kapløbet om opkøbet af logistikenheden, hvoraf både DSV og Mærsk er iblandt. De fire potentielle købere tager nu del i en endelig budrunde, der ventes at strække sig hen over juli måned. Det er derfor sandsynligt, at en endelig afklaring vil foreligge engang i efteråret. Her ser vi forsat DSV have potentialet til at høste flest synergier ved et opkøb af DB Schenker sammenlignet med de øvrige købskandidater.

Neom-opstart udskudt, men ingen planændringer

I løbet af juni blev det klart, at DSV's Neom Joint Venture ikke kunne nå at få sin opstart i 2. kvartal, som ellers var blevet meldt ud i forbindelse med Q1-regnskabet. Årsagen til den udskudte opstart skal findes i en række konkurrencemæssige godkendelser fra bl.a. de egyptiske og saudiske myndigheder, der endnu ikke er blevet færdigbehandlet. DSV, der ellers er fuldt mobiliseret til opstarten af sit Neom Joint Venture, må derfor se sig nødsaget til at vente på, at disse godkendelser falder på plads. Trods udskydelsen, der formentligt kan betyde, at opstarten i stedet kommer til at ligge i slutningen af 2024 eller start 2025, er planerne for Neom-projektet stadig intakte. DSV udfører i mellemtiden transportopgaver for Neom, mens den udskudte JV-opstart ikke kommer til at have indflydelse på DSV's 2024 guidance eller det regnskabsmæssige resultat i 2. kvartal.

Investeringscase

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

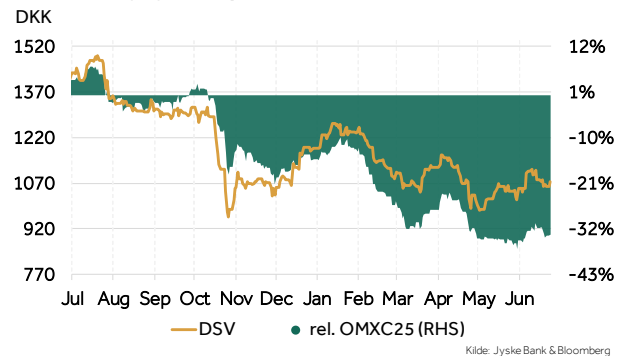
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	150.785	149.552	155.550	161.788
Res. Primær drift	17.723	16.995	18.048	18.822
Nettoresultat	12.407	11.859	12.652	13.234
Balance sum	147.110	141.836	136.562	131.288
Egenkapital	68.966	73.718	78.989	84.889
Indtjening per aktie (DKK)	58	56	60	62
Udbytte per aktie (DKK)	9	8,4	9,0	9,4
P/E (x)	21	19	18	17
K/I (x)	2,8	3,2	3,0	2,7

Kilde: Jyske Bank & DSV

DSV	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	1550
Lukkekurs (DKK)	1090,5
Markedsværdi (DKK mio.)	233.367
Jyske Quant	Q4
Value score	Q3
Quality score	Q2
Momentum score	Q5

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Morten Holm Enggaard, Research

Genmab

- Yderligere modvind i aktien fra ASCO og insider salg
- Entydigt fokus på patentudløbet af Darzalex

Yderligere modvind i aktien fra ASCO og insider salg

Juni var endnu en hård måned for de hårdt prøvede Genmab-aktionærer, hvor aktien faldt 8%, mens OMXC25 faldt med 1%. Genmab har i juni haft modvind, hvilket hovedsageligt skyldes tre grunde. 1) Investorer er skeptiske omkring data fra kræft-konferencen ASCO. 2) Salg af aktier i insiderhandel i Genmab. Særligt sidstnævnte har haft en stor negativ effekt på aktiekursen. I vores optik præsenterede Genmab imponerende data for deres lungekræftprodukt GEN1046 (Acasunlimab) på ASCO, hvilket har skabt et lettelsens suk i markedet og bekræfte potentialet i GEN1046 – flere data præsenteres på World Lung-konferencen til september inden de i udgangen af 2024 igangsætter fase 3-studier.

Entydigt fokus på patentudløbet af Darzalex

Det altoverskyggende tema i markedet for Genmab-aktien er Johnson & Johnson's partnerskabsoption på HexaBody-CD38, hvor data fra head-to-head studiet fortsat forventes ved udgangen af året, og J&J forventes at træffe en beslutning i slutningen af 2024 eller starten af 2025. I vores optik betyder det entydige fokus på HexaBody-CD38 partnerskabet, at markedet overser Genmabs øvrige vækstpotentiale. Vi vurderer, at Genmab udviser rettidig omhu ved at investere i produktudvikling for at afbøde effekten fra patentudløbet på Darzalex, hvor produkter som Epkinly, Tivdak, GEN1046 og Rina-S bliver vigtige. Produkter som alle forventes at være på markedet før patentudløbet af Darzalex.

Investeringscase

Genmab-aktien har ikke imponeret i 2024 på trods af fornuftige regnskaber, stærke GEN1046- og Mim8-data i lungekræft og hæmofili, godkendelsen af MRD som målepunkt i knoglemarvskræft og opkøbet af ProfoundBio. Vi har svært ved at forstå svagheden i aktien og anser risk/reward i aktien for gunstig. De næste fokuspunkter er 28. juni, hvor epcoritamab forventes at blive godkendt til behandling af follikulært lymfom. I andet halvår får vi også data for opkøbsproduktet, RINA-S, og årets højdepunkt bliver som nævnt head-to-head data på Hexabody-CD38 vs. Darzalex (ultimo 2024). Vi anbefaler, at investorerne stille og roligt begynder at stige om bord på toget, inden det kører.

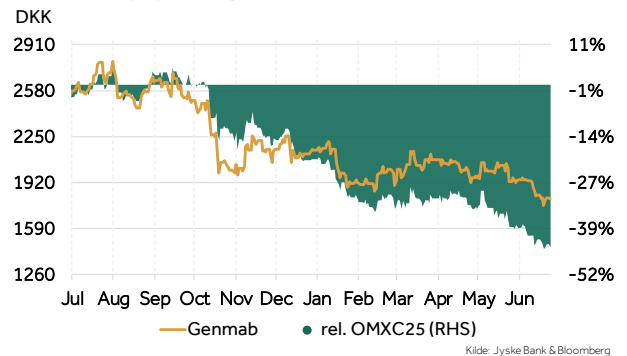
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	16.478	19.447	23.237	27.217
Res. Primær drift	5.325	5.299	6.966	9.810
Nettoresultat	4.356	4.459	5.747	7.997
Balance sum	35.289	36.708	42.455	50.451
Egenkapital	32.025	33.029	38.776	46.772
Indtjening per aktie (DKK)	67	70	90	125
P/E (x)	27	26	20	14
K/I (x)	4,4	3,6	3,1	2,5

Kilde: Jyske Bank & Genmab

Genmab	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	2850
Lukkekurs (DKK)	1799
Markedsværdi (DKK mio.)	118.980
Jyske Quant	Q2
Value score	Q2
Quality score	Q1
Momentum score	Q5

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Henrik Hallengreen Laustsen, Research

GN Store Nord

- Negativ stemning efter nedjustering
- Skjult opjustering i Hearing?

Negativ stemning efter nedjustering

GN har den seneste måned været under pres, hvor aktien er nede med over 9% i juni måned. Det skyldes en nedjustering af forventningerne til 2024 i kølvandet på beslutningen om at afvikle en stor del af consumer headset forretningen, da selskabet ikke længere vurderer, at de vil kunne opnå en tilstrækkelig god lønsomhed i forretningen. Selv om beslutningen giver god strategisk mening, da GN er oppe imod store spillere som Apple, er vi overrasket over timingen af beslutningen, der kommer kun 1 måned efter kapitalmarkedsdagen, hvor selskabet lagde den strategiske retning frem mod 2028. Det havde derfor givet mere mening at annoncere beslutningen i den forbindelse.

Skjult opjustering i Hearing?

Afviklingen af Consumer Headset forretningen forventes at reducere salget med DKK 450 mio. i 2024, svarende til 2,5 p.p. på den organiske vækst. GN forventer dog delvist at kunne kompensere for faldet igennem Hearing, der har fortsat den stærke performance fra 1. kvartal. Der ligger derfor en skjult opjustering i Hearing, da GN kun nedjusterer den organiske vækst med 0-2 p.p. Vi forventer derfor, at GN i forbindelse med regnskabet vil opjustere forventningerne til Hearing,

Investeringscase

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

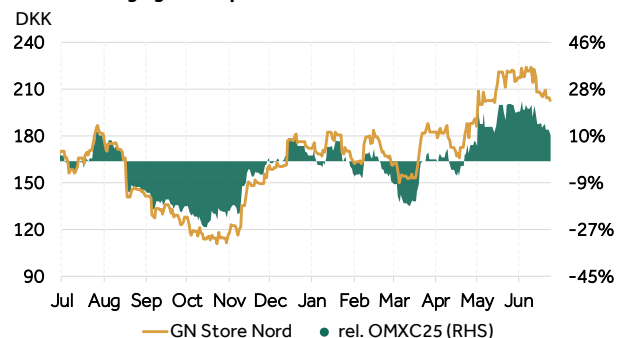
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	18.120	18.857	19.551	20.892
Res. Primær drift	869	1.977	2.512	2.948
Nettoresultat	267	1.089	1.450	1.809
Balance sum	30.200	31.284	32.854	32.963
Egenkapital	9.587	10.628	12.014	11.744
Indtjening per aktie (DKK)	1,9	7,2	10	12
Udbytte pr. aktie (DKK)	0,0	0,0	0,0	1,5
P/E (x)	93	28	21	17
K/I (x)	2,7	2,8	2,5	2,6

Kilde: Jyske Bank & GN Store Nord

GN Store Nord	Hold
Sektor	Cyklisk forbrug
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	215
Lukkekurs (DKK)	200,7
Markedsværdi (DKK mio.)	30.288
Jyske Quant	Q3
Value score	Q3
Quality score	Q4
Momentum score	Q2

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

Netcompany

- Investortilliden stiger – sammen med aktien
- DALAS-rammeaftalen kan kaste yderligere af sig

Investortilliden stiger – sammen med aktien

Investortilliden til Netcompany har været stigende i 2024. I juni måned udmøntede dette sig i en kursstigning på 1%, hvor det danske C25-indeks faldt med ca. 1% i samme periode. Aktien er desuden blevet belønnet med det bedste afkast ÅTD i peer-gruppen og indtjeningsestimaterne for Netcompany i 2026 har også fået et nøk opad, mens peergruppen generelt har oplevet den modsatte tendens og har varslet om mere udfordrede makroøkonomiske udsigter – dette var i høj grad et tema for Netcompany i 2023, mens ordlyden omkring udsigterne i 2024 har været mere opmuntrende.

DALAS-rammeaftalen kan kaste yderligere af sig

Juni bliver måneden hvor Netcompany påbegynder arbejdet på et nyt skattesystem under den store og prestigefyldte DALAS-delrammeaftale på GBP 135 mio. Kontraktnomineringen indeholdt et ekstra "påskeæg" i form af nyheden om, at udbuddet af et nyt toldsystem ventes at foregå i løbet af 2. kvartal (med annoncering af vindere i 2. halvår 2024). Vi ser Netcompany som en stærk kandidat til at vinde denne delkontrakt i kraft af selskabets ERMIS-plattform. Selvom vi ikke kender størrelsen på udbuddet endnu, kan det potentielt blive endnu en signifikant kontrakt (>GBP 100 mio.), og en nominering vil yderligere skubbe til Netcompanys vækst og marginer i Storbritannien.

Investeringscase

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

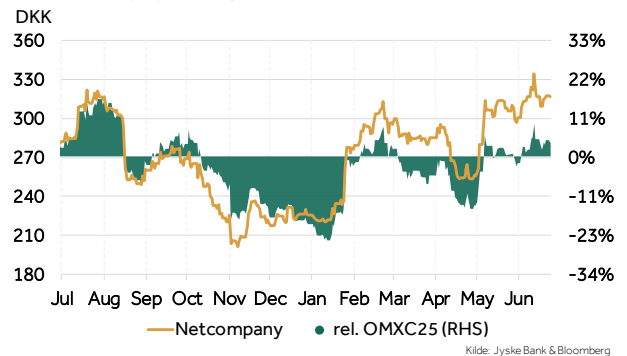
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	6.078	6.654	7.387	8.105
Res. Primær drift	578	849	1.010	1.217
Nettoresultat	304	538	673	900
Egenkapital	3.830	3.525	3.626	3.761
Indtjening per aktie (DKK)	6	11	15	21
Udbytte per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	46	27	21	15
K/I (x)	3,7	4,4	4,3	4,1

Kilde: Jyske Bank & Netcompany

Netcompany	Køb
Sektor	IT
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	350
Lukkekurs (DKK)	309,8
Markedsværdi (DKK mio.)	15.490
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

Netcompany er en dansk IT-konsulentvirksomhed, der udvikler og implementerer "next generation" IT-løsninger til den private og offentlige sektor. Netcompany har blandt andet stået for udviklingen og vedligeholdelsen af portalen Borger.dk, kommunikationsplatformen Aula, samt avancerede IT-systemer hos selskaber som Topdanmark, Novo Nordisk og Københavns Lufthavn. Netcompany havde i 2023 en omsætning på DKK 6.078 mio. og mere end 7700 ansatte.

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

NKT

- Aktien er kørt stærkt – begrænset med yderligere upside
- Attraktivt vækstpotentiale frem mod 2030

Aktien er kørt stærkt - begrænset med yderligere upside

NKT er oppe med 21% år til dato og aktiekursen er næsten fordoblet siden starten af 2020. Aktien har således outperformat både Prysmian og Nexans. Det har bragt prissætningen op på niveau med det historiske gennemsnit. Vi ser derfor ikke noget nævneværdigt upside i aktien, hvor markedet synes at have indregnet en fuld udnyttelse af kapaciteten også efter, at den nye højspændingsfabrik i Karlskrona er oppe at køre. Samtidig forventer vi, at ordremomentum kommer til at aftage efter det rekordhøje niveau i 2023, hvor NKT fik EUR 7 mia. i ordrer, svarende til lidt under halvdelen af alle de ordrer, der blev tildelt i markedet. Vi vurderer dog, at NKT maksimalt vil kunne tage 20% af ordrene gående fremad, svarende til lidt over EUR 2 mia. om året.

Attraktivt vækstpotentiale frem mod 2030

NKT står med kapacitetsudvidelsen i Karlskrona godt positioneret til at få andel i det attraktive vækstpotentiale, der er på højspændingsmarkedet frem mod 2030. Vi forventer, at der årligt vil blive tildelt ordrer på over EUR 10 mia., understøttet af den igangværende udbygning af elnettet og en række ambitiøse målsætninger fra verdens førende lande, der forventes at sætte ekstra skub i udbygningen af havvind. Efterspørgslen forventes således at overstige højspændingskapaciteten på markedet, også efter de planlagte investeringer fra NKT og Prysmian. Vi ser således en fordelagtig balance mellem udbud og efterspørgsel, hvilket lover godt for kvaliteten af de ordrer, der tages ind.

Investeringscase

NKT har med den nuværende ordrebog sikret fuld kapacitetsudnyttelse frem mod 2026. Sigbarheden ser således god ud, også efter, at den nye fabrik i Karlskrona står færdig i 2027/28, hvor NKT allerede på nuværende tidspunkt har sikret over 60% af de ordrer, der skal til for at fylde kapaciteten i 2028/29. Det er dog afspejlet i prisen, hvor markedet synes at indregne fuld kapacitetsudnyttelse.

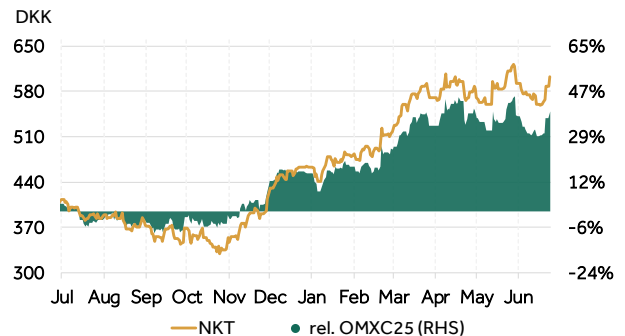
Udvalgte nøgletal

EURm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	2.567	3.124	3.269	3.535
Res. Primær drift	164	241	286	305
Nettoresultat	124	183	220	235
Balance sum	3.604	4.097	4.372	4.707
Egenkapital	1.575	1.758	1.977	2.213
Indtjening per aktie (EUR)	2,6	3,4	4,1	4,4
Udbytte per aktie (EUR)	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	24	24	20	18
K/I (x)	2	2	2	2

Kilde: Jyske Bank & NKT

NKT	Hold
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	640
Lukkekurs (DKK)	596,5
Markedsværdi (DKK mio.)	32.044
Jyske Quant	Q1
Value score	Q3
Quality score	Q2
Momentum score	Q1

Kursudvikling og relativ performance



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

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

Nordea

- Opjusteringer hos andre banker smitter ikke af på aktien
- Udsigt til strukturelt høj profitabilitet

Opjusteringer hos andre banker smitter ikke af på aktien

Nordea-aktien er faldet med ca. 2% i juni måned, hvor det danske C25-indeks er faldet med ca. 1% i samme periode. Flere af Nordeas konkurrenter har været ude og opjustere forventningen til resultatet i 2024 i løbet af juni måned (Nordea guider kun på egenkapitalforrentning og justerer sjældent sin forventning selv hvis denne ser ud til at blive komfortabelt overgået). Men opjusteringerne har generelt ikke været nok til at løfte bankaktierne markant højere, da forventningerne også har været høje til bankerne, med afsæt i fortsat bomstærke nordiske økonomier.

Udsigt til strukturelt høj profitabilitet

I starten af juni måned sænkede ECB styringsrenten med 0,25%-point, hvilket også blev gentaget af Nationalbanken. Med rentesænkelsen i Sverige i maj måned er startskuddet dermed gået for bevægelsen mod lavere markedsrenter de kommende måneder og år i Norden og Europa.). Nordea opererer dog med et beskyttelseselement mod lavere markedsrenter, hvilket er årsagen til at markedet kun forventer et fald i nettorenteindtægterne fra 2024-2026 på ca. 4%. Dette betyder også, at indtjeningen ser relativt godt beskyttet ud de kommende år, og Nordea har dermed kurs mod at blive den mest profitable af de største nordiske banker i 2026.

Investeringscase

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

Udvalgte nøgletal

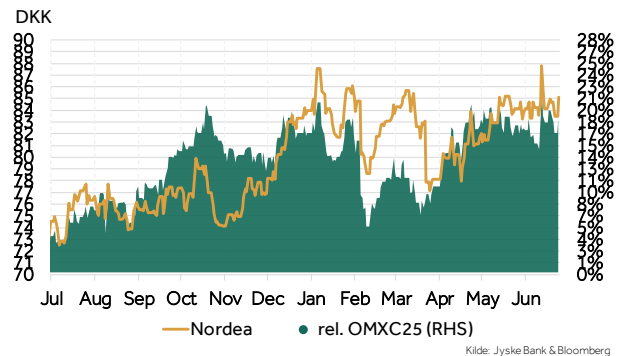
EURm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	5.664	7.451	7.802	7.477
Nettoresultat	3.587	4.934	5.222	4.872
Balance sum	594.896	584.702	606.900	617.564
Egenkapital	31.456	31.225	31.759	32.166
Indtjening per aktie (EUR)	1,0	1,4	1,5	1,5
Udbytte per aktie (EUR)	0,7	1,0	1,0	1,1
P/E (x)	11	8	7,3	7,6
K/I (x)	1,3	1,3	1,2	1,2

Kilde: Jyske Bank & Nordea

Nordea

	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	95
Lukkekurs (DKK)	83,66
Markedsværdi (DKK mio.)	293.277
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

Novo Nordisk

- Kapacitetsudvidelser, godkendelse i Kina og fejlet studie
- Stigende konkurrence i fedme – Novo står fortsat godt

Kapacitetsudvidelser, godkendelse i Kina og fejlet studie

Juni har været endnu en stærk måned for Novo-aktien, som er steget 8% mens OMXC25 kun er faldet 1%. Denne markante stigning skyldes primært annonceringen af kapacitetsudvidelser samt godkendelsen af Wegovy i Kina. Godkendelsen af Wegovy i Kina åbner et enormt marked, hvilket styrker Novo's position yderligere, mens investeringen på 29 milliarder kroner i deres amerikanske fabrik viser Novos dedikation til at møde den stigende efterspørgsel på deres diabetes- og fedmemedicin. Efterspørgslen efter Ozempic og Wegovy overstiger fortsat kapaciteten, men gradvis forbedring i kapaciteten understøtter væksten i de kommende kvartaler. Ingen er dog perfekte – selv ikke Novo, som ved udgangen af juni annoncerede at et lægemiddel mod forhøjet blodtryk fejlede, hvilket medfører en nedskrivning på ca. 5,7 mia. kr. og hæmmer indtjeningsvæksten i 2024 med ca. 6%

Stigende konkurrence i fedme – Novo står fortsat godt

Juni har også budt på flere interessante nyheder inden for fedmeområdet, hvor konkurrencen skærpes. Zealand Pharma har offentliggjort lovende resultater for deres amylin-produkt Pterelintid (vægttab på 8,6% over 16 uger, hvor Novos Wegovy viste 5,3%), mens Altimmune præsenterede imponerende fase 2-resultater for pemvidutide (80% af vægttabet var rent fedt). Selvom konkurrencen intensiveres med stærke resultater fra både Zealand og andre konkurrenter, står Novo stadig solidt i spidsen med deres produktportefølje og produktionskapacitet.

Investeringscase

Novo-aktien nyder fortsat godt af et stærkt forretningsmomentum i GLP-1-segmentet, solide vækstudsigter (både i Fedme og Diabetes) samt aktiens defensive profil. Vi vurderer, at Novo har nogle af de mest attraktive vækstudsigter i sektoren med en forventet salgsvækst på 19% fra 2024-27 mod et gennemsnit for sektoren på ca. 6%. Novos højere vækst, indtjening og forrentning af kapital mere end retfærdiggør værdiansættelsen. Aktien kan yderligere blive understøttet af det kommende nyhedsflow, hvor der bl.a. annonceres fase 3-data for Wegovy i NASH, samt årets højdepunkt, fase 3-data for Cagri-Sema i fedme, som begge forventes i 4. kvartal 2024.

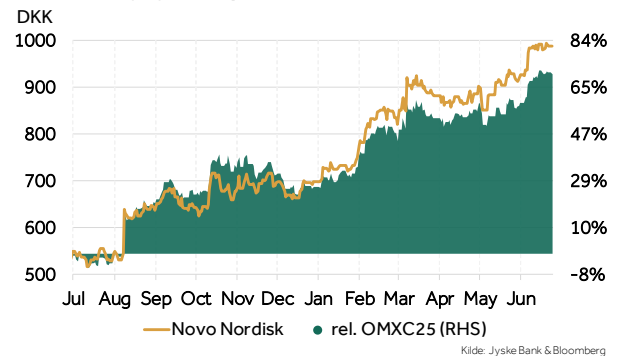
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	232.261	286.380	341.286	403.372
Res. Primær drift	102.574	128.592	153.502	181.932
Nettoresultat	83.683	103.844	122.871	145.961
Balance sum	314.486	401.962	459.494	526.311
Egenkapital	126.822	163.936	190.929	223.214
Indtjening per aktie (DKK)	19	23	28	33
Udbytte per aktie	9	10	11	13
P/E (x)	47	44	37	31
K/I (x)	25	28	24	21

Kilde: Jyske Bank & Novo Nordisk

Novo Nordisk	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	1050
Lukkekurs (DKK)	1028
Markedsværdi (DKK mio.)	4.590.020
Jyske Quant	Q1
Value score	Q5
Quality score	Q1
Momentum score	Q1

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Henrik Hallengreen Laustsen, Research

Pandora

- Fortsat stærkt salgsmomentum gående ind i 2. kvartal
- Øget modvind fra de stigende sølvpriser

Fortsat stærkt salgsmomentum gående ind i 2. kvartal

Pandora har måtte se aktiekursen falde med ca. 6% i juni måned bl.a. på lidt svaghestegn fra makroøkonomien. Selskabet kommer med deres 2. kvartalsregnskab d. 13. august. Vi forventer, at Pandora vil kunne fastholde det stærke vækstmomentum fra 1. kvartal, hvilket ikke bør komme som den store overraskelse. Pandora har allerede løftet sløret for salgsudviklingen i de første 4 uger af kvartalet, hvor salget ud af de eksisterende butikker var oppe med en høj encifret vækst. Vi vil dog være varsomme med at antage, at Pandora kan fastholde det stærke brandmomentum gående ind i 2. halvår, da sammenligningstallene bliver væsentlig sværere, ikke mindst i Tyskland og Resten af Verden.

Øget modvind fra udviklingen i sølv- og guldpriser

Sølvpriserne er steget med over 10% siden kvartalsregnskabet og hele 25% år til data. Det øger alt andet lige modvinden fra råvarepriserne gående ind i 2025, hvor Pandora i juni måned har været ude og flage en modvind på 260 basispunkter. Til sammenligning ligger konsensus med en forventning om en bruttomargin på 79,3% i 2025 – på niveau med 2024, hvilket indikerer, at der ikke er nogen nævneværdig modvind fra de stigende guld- og sølvpriser. Konsensus kan derfor vise sig at være til den høje side medmindre, at det lykkedes Pandora at få overvæltet omkostningerne på kunderne.

Investeringscase

Smykkesalget har i 2023 været overraskende robust på trods af makroøkonomisk modvind. Det vidner om, at salget er mere modstandsdygtigt, end vi umiddelbart havde frygtet, og at de markedsføringskampagner, som Pandora har iværksat, virker efter hensigten. Samtidig indikerer selskabets nye finansielle mål for 2026, at Pandora går ind i en ny vækstfase med udsigt til en organisk vækst på 7-9% om året. Aktien er dog kørt stærkt, hvor aktiekursen er oppe med hele 300% siden starten af 2020, hvilket gør Pandora til den bedst performende aktie blandt de store europæiske forhandlere af smykker og tøj. Vi ser derfor ikke længere det samme upside i aktien.

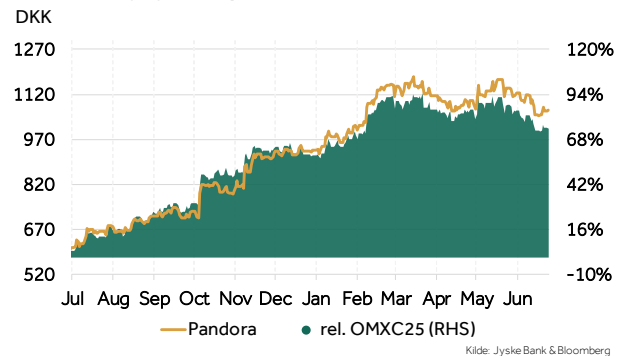
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	31.262	33.795	36.459	38.282
Res. Primær drift	24.895	26.913	29.034	30.486
Nettoresultat	5.306	6.050	6.723	7.183
Egenkapital	7.580	6.673	4.655	4.359
Indtjening per aktie (DKK)	42	51	51	61
Udbytte per aktie	16	16	18	22
P/E (x)	14	21	21	17
K/I (x)	12	13	19	20

Kilde: Jyske Bank & Pandora

Pandora	Hold
Sektor	Cyklisk forbrug
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	1150
Lukkekurs (DKK)	1061,5
Markedsværdi (DKK mio.)	87.043
Jyske Quant	Q1
Value score	Q3
Quality score	Q1
Momentum score	Q1

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

Rockwool

- Volumenvæksten tilbage i positivt territorium
- Mulighed for endnu en opjustering senere på året

Volumenvæksten tilbage i positivt territorium

Rockwool er nede med 2,5% i juni måned uden de store selskabsspecifikke nyheder. Rockwool kommer med deres 2. kvartalsregnskab d. 22. august, hvor fokus vil være på volumenudviklingen i kvartalet og hvorvidt der er tegn på intensiveret pris-konkurrence. Vi forventer, at volumenvæksten vil holde sig oppe i svagt positivt territorium, drevet af en bedring i erhvervsbyggeriet i Central og Østeuropa, hvorimod det private boligbyggeri fortsat er udfordrende. Der er dog begyndende tegn på bedring i konstruktionsaktiviteten.

Mulighed for endnu en opjustering senere på året

Vores gennemgang af listepriiserne i Storbritannien viser, at alle de store producenter af isoleringsmateriale har været ude og hæve priserne med over 4% i år. Selv om vi vil være varsomme med at overtolke tallene, da der kun er tale om ét prispunkt, vidner de annoncerede prisstigninger om, at der fortsat er god prisdisciplin i markedet. Vi ser derfor gode muligheder for, at Rockwool kan komme igennem med de normale 1-3%’s prisstigninger i 2023. Lykkedes det er der lagt op til endnu en opjustering af forventninger, hvor Rockwool implicit guider for en EBIT-margin på 14,5% i Q2-Q4 – et godt stykke under de 16,5%, der blev rapporteret i Q1.

Investeringscase

Efterspørgslen efter stenuld er drevet af en række langsigtede trends, der er med til at understøtte efterspørgslen efter Rockwools produkter på længere sigt. Blandt de vigtigste kan nævnes 1) et øget fokus på energieffektivitet, hvor 40% af energiforbruget i EU kommer fra bygninger; 2) et øget fokus på brandsikkerhed; 3) en øget urbanisering og 4) en substitution væk fra plasticbaserede materialer over imod mere naturlige produkter som stenuld. På kort sigt vil nybygningsaktiviteten i Europa fortsat være svag, hvor særligt det private boligbyggeri er negativt påvirket af de høje renter og byggeomkostninger, men vi ser tegn på bedring i erhvervsbyggeriet i Central- og Østeuropa, hvor tidligere udskudte projekter begynder at røre på sig. Vi vurderer derfor, at det værste er ved at være overstået og med en stærk start på året, hvor volumenvæksten var tilbage i positivt territorium, er Rockwool godt på vej til at levere på guidance.

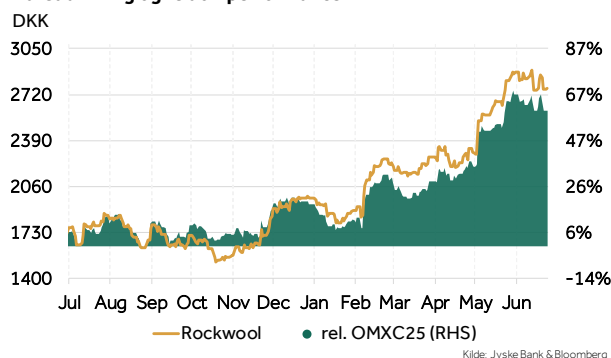
Udvalgte nøgletal

EURm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	3.620	3.855	4.087	4.332
Res. Primær drift	518	622	687	757
Nettoresultat	389	471	521	573
Balance sum	3.477	3.707	3.965	4.264
Egenkapital	2.804	2.997	3.213	3.467
Indtjening per aktie (EUR)	18	22	24	25
Udbytte per aktie (EUR)	5,5	6,7	7,4	7,8
P/E (x)	15	17	16	15
K/I (x)	2,0	2,7	2,5	2,3

Kilde: Jyske Bank & Rockwool

Rockwool	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	3100
Lukkekurs (DKK)	2756
Markedsværdi (DKK mio.)	59.378
Jyske Quant	Q1
Value score	Q2
Quality score	Q1
Momentum score	Q2

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

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. bremser i bilindustrien. Rockwool har i dag 45 produktionsfaciliteter fordelt på 39 lande.

Risikofaktorer

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

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

Royal Unibrew

- Det positive kursmomentum fortsætter i juni
- Positive udsigter for andet kvartal trods dårligt vejr i juni

Det positive kursmomentum fortsætter i juni

Juni har været endnu en god måned for Unibrew-aktien, som faldt 0,3%, mens OMXC25 faldt 1%. Unibrew-aktien fortsætter dermed sit positive momentum fra maj, hvor aktien blev boostet af en opjustering og kapitalmarkedsdagen. Nu nærmer den svære 2'er sig, og indikationerne er lovende, omend sammenligningsgrundlaget bliver lidt sværere. Vejrsmæssigt er der ikke meget medvind; selvom kvartalet startede godt, har juni mildest talt ikke været imponerende. Forbrugerne vurderes dog fortsat at være ved godt mod. Samlet set forventes den svære 2'er at være fornuftig, med en svag positiv volumenvækst og et indtjeningsmomentum, som fortsætter fremad.

Positive udsigter for andet kvartal trods dårligt vejr i juni

På trods af opjusteringen ved regnskabet for 1. kvartal anser vi fortsat forventningerne for 2024 som relativt forsigtige (i hvert fald bunden af intervallet). Forventningerne til 2024 er baseret på en flad volumenvækst ud fra en antagelse om forværring i forbrugersentiment i løbet af året. Dette vurderer vi som meget forsigtigt, givet den gode start på året. Sommeren bliver dog vigtig, og vejret skal gerne blive bedre end vi har set i juni. Sommervejret gik fra den ene yderlighed til den anden, da maj blev til juni – vi håber, det vender igen i juli. Dette ses også tydeligt på antallet af "øl-drikke-dage" (dage med varme samt begrænset eller ingen regn og vind), som gik fra 4,9 og 9,2 flere "øl-drikke-dage" i maj 2024 vs. juni 2023 for Vesteuropa og Norden til nu 7,6 og 7,3 færre dage i juni 2024 (til og med 26. juni) vs. juni 2023 – der er dog 4 dage til at hente lidt tilbage.

Investeringscase

Den positive kursreaktion ved regnskabet for 1. kvartal skyldes primært en opjustering af forventningerne til 2024, som på trods af opjusteringen fortsat ser relativt forsigtig ud (i hvert fald bunden af intervallet). Vi bemærker, at forventningerne til 2024 er baseret på en flad volumenvækst ud fra en antagelse af forværring i forbrugersentiment i løbet af året. Dette vurderer vi er meget forsigtigt, givet den gode start på året. Sommeren bliver dog vigtig

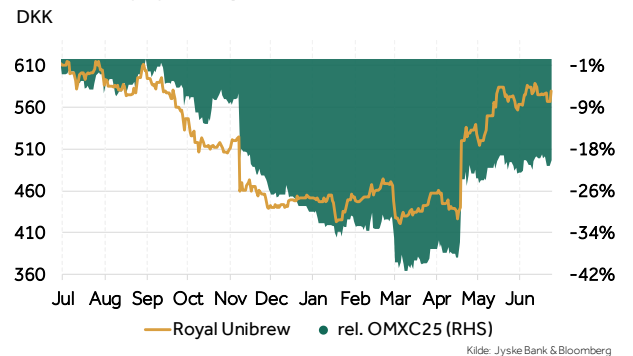
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	12.927	15.128	15.757	16.378
Res. Primær drift	1.638	2.013	2.201	2.370
Nettoresultat	1.095	1.335	1.495	1.642
Balance sum	17.778	19.031	19.875	20.853
Egenkapital	5.748	6.282	6.970	7.790
Indtjening per aktie (DKK)	22	27	30	33
Udbytte per aktie	0	16	16	16
P/E (x)	27	22	19	18
K/I (x)	4	4,6	4,1	3,7

Kilde: Jyske Bank & Royal Unibrew

Royal Unibrew	Køb
Sektor	Stabilt forbrug
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	575
Lukkekurs (DKK)	574
Markedsværdi (DKK mio.)	28.815
Jyske Quant	Q2
Value score	Q3
Quality score	Q2
Momentum score	Q2

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Henrik Hallengreen Laustsen, Research

Tryg

- Købstilbud på konkurrent var positivt for Tryg-aktien
- Udsigt til en forbedring i erstatningsprocenten

Købstilbud på konkurrent var positivt for Tryg-aktien

Tryg-aktien har leveret et flot afkast på 7% i juni måned, hvor det danske C25-indeks er faldet med ca. 1% i samme periode. Den store nyhed i forsikringsbranchen i juni måned var uden tvivl Sampos opkøbstilbud på Trygs konkurrent Topdanmark. Med opkøbet står det danske forsikringsmarked til at blive konsolideret yderligere (Topdanmark og If bliver lagt sammen i Danmark), men vi ser ikke væsentlige konkurrencemæssige ændringer i et marked der i forvejen er præget af intens konkurrence om privat- og små erhvervskunder. Til gengæld er der nu kun to børsnoterede virksomheder i det danske skadesforsikringsmarked (Tryg og Alm. Brand) investorerne kan eksponere sig imod, hvilket kan have været årsagen til at begge aktier steg på annoncen om købstilbuddet.

Udsigt til en forbedring i erstatningsprocenten

Tryg kommer med regnskab d. 11. juni, hvor vi forventer en forbedring i den underliggende erstatningsprocent, da det glatte vejr i 1. kvartal var skyld i mange motorskader. Det bør dog være ude af bøgerne i Q2, hvorfor prisstigninger i Privat bør bidrage positivt til forbedringen i den underliggende erstatningsprocent fremadrettet

Investeringscase

Attraktiviteten af Trygs stabile forretningsmodel, solide vækst-udsigter i flere af Trygs segmenter og et strategisk fornuftigt og værdiskabende opkøb af RSA/Codan er ikke til at komme udenom. Vi mener ikke, at Tryg-aktiens nuværende leje afspejler værdien af selskabet og ultimativt det stabile udlodningspotentiale, som Tryg historisk har været garant for. Risikoen for, at Tryg ikke kan levere de forventede synergieffekter frem mod 2024, er til stede, men erfaringerne fra det succesfulde Alka-opkøb bør alt andet lige øge troværdigheden omkring Trygs evne til at levere som lovet.

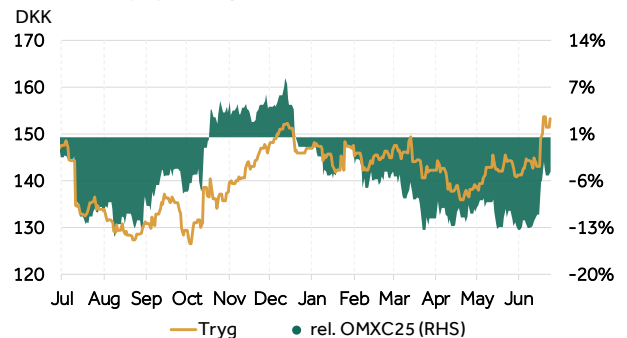
Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2024E	2025E	2026E
Bruttopræmieindtægter	39.102	41.236	43.385	0
Teknisk resultat	7.566	7.810	8.229	0
Nettoresultat	5.008	5.385	5.734	0
Balance sum	120.901	126.099	130.165	0
Egenkapital	37.440	37.057	36.754	0
Indtjening per aktie (DKK)	8,0	8,7	9,4	0,0
Udbytte per aktie	7,8	8,2	8,4	0,0
P/E (x)	17	16	15	0
K/I (x)	9,6	10,2	10,8	0,0

Kilde: Jyske Bank & Tryg

Tryg	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	170
Lukkekurs (DKK)	151,9
Markedsværdi (DKK mio.)	93.630
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

Vestas

- Vestas i modvind, men købsmulighed
- Udsigt til en gradvis bedring i indtjeningsevnen

Vestas i modvind, men købsmulighed

Vestas har været i modvind den seneste måned, ikke mindst siden Europaparlamentsvalget, hvor vi så en fremgang til højrefløjten på bekostning af kandidater og partier med en mere grøn dagsorden. Det har sendt Vestas ned med ca. 14% i juni måned. Vi ser dog kursfaldet som en god mulighed for at købe ind i aktien i forventning om en pæn volumenfremgang i 2025 og en markant bedring i lønsomheden i takt med, at Vestas begynder at eksekvere på ordrer, der er taget ind på højere priser.

Udsigt til en gradvis bedring i indtjeningsevnen

Vestas kommer med deres 2. kvartalsregnskab d. 14. august, hvor vi forventer, at Vestas vil være tilbage med sorte tal på bundlinjen. 2024 bliver dog traditionen tro et back-end loadet år, hvor en stor del af omsætningen og indtjeningen falder i 2. halvår. Vi vil derfor ikke sætte næsen op efter en EBIT-margin, der ligger indenfor guidance-intervallet for året på 4-6%. Vi forventer dog en gradvis bedring i indtjeningsevnen hen over de kommende kvartaler i takt med, at volumen stiger og Vestas begynder at eksekvere på ordrer, der er taget ind på højere priser. Meget tyder således på, at det værste er ved at være overstået og at Vestas i 2025 vil have genetableret lønsomheden. Samtidig lover ordreindgangen godt for aktivitetsniveauet gående ind i 2025, hvor vi ser mulighed for en tocifret stigning i antallet af overleverede MW.

Investeringscase

Vestas er godt på vej i forhold til at genetablere indtjeningsevnen efter 2 år, hvor selskabet ikke har formået at tjene penge på selve møllerne. Det værste er således overstået, og vi forventer en gradvis bedring i indtjeningsevnen hen over de næste par år i takt med, at kvaliteten af ordrebogen forbedres, og Vestas begynder at eksekvere på ordrer, der er taget ind på højere priser. Profitabiliteten forventes derfor at være tilbage på et normaliseret niveau i 2025. Samtidig begynder ordrene i USA at rulle ind, hvor forlængelsen af skatterabatordningen åbner op for en markant stigning i installationsniveauet hen over de næste par år, hvor vi ser potentiale for en tocifret stigning i omsætningen i 2025. Den langsigtede væksthistorie er derfor intakt.

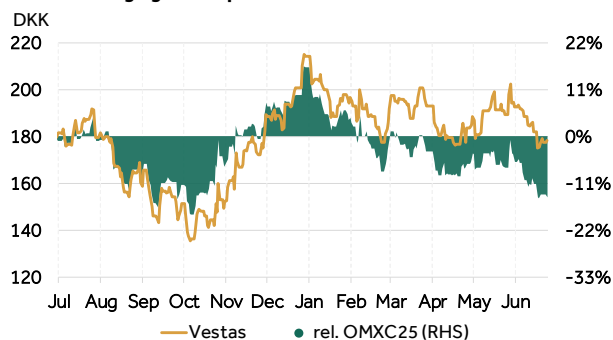
Udvalgte nøgletal

EURm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	15.382	17.300	21.461	23.528
Res. Primær drift	292	863	1.872	2.275
Nettoresultat	78	613	1.390	1.700
Balance sum	21.879	23.870	28.820	32.222
Egenkapital	3.042	3.601	4.953	6.570
Indtjening per aktie (EUR)	0,1	0,6	1,4	1,7
Udbytte per aktie (EUR)	0,1	0,0	0,0	0,1
P/E (x)	303	39	17	14
K/I (x)	7,8	7	5	3,6

Kilde: Jyske Bank & Vestas

Vestas	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	220
Lukkekurs (DKK)	175,45
Markedsværdi (DKK mio.)	177.181
Jyske Quant	Q5
Value score	Q4
Quality score	Q5
Momentum score	Q3

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

- Afdæmpet efterspørgsel pga. tilbageholdenhed blandt kunderne eller strammere finansieringsvilkår.
- Udløb af PTC ordningen i USA.
- Kvalitetsproblemer med møller inden for garantien.
- Stigende input priser, herunder stigende stålpriser.
- Aftagende politisk velvilje for klimavenlig politik.
- Flaskehalsproblemer, strejker og forsinkelser i produktionen samt intensiveret priskonkurrence.

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

Danske aktier – Ændringer den seneste måned

Danske aktier – Ændringer siden sidst (31-05-2024)

Selskab	Aktuel kurs	Aktuelt kurs-mål	Tidligere kursmål	Dato for ændring af kursmål	Anbefaling	Tidligere anbefaling	Dato for ændring af anbefaling	Analytiker
A.P. Møller - Mærsk	11670 (DKK)	12500 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Morten Holm Enggaard
Alm Brand	14,15 (DKK)	16 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Carlsberg	868 (DKK)	1100 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Coloplast	849,4 (DKK)	970 (DKK)	925 (DKK)	07-06-2024	Køb	Hold	07-06-2024	Henrik Hallengreen Laustsen
Danske Bank	208,3 (DKK)	230 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Demant	308,4 (DKK)	360 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
DSV	1090,5 (DKK)	1550 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Morten Holm Enggaard
Genmab	1799 (DKK)	2850 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
GN Store Nord	200,7 (DKK)	215 (DKK)	220 (DKK)	12-06-2024	Hold	-	-	Janne Vincent Kjær
Netcompany	309,8 (DKK)	350 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
NKT	596,5 (DKK)	640 (DKK)	-	-	Hold	Ingen dækning	26-06-2024	Janne Vincent Kjær
Nordea	83,66 (DKK)	95 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Novo Nordisk	1028 (DKK)	1050 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Pandora	1061,5 (DKK)	1150 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Janne Vincent Kjær
Rockwool	2756 (DKK)	3100 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
Royal Unibrew	574 (DKK)	575 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Tryg	151,9 (DKK)	170 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Vestas	175,45 (DKK)	220 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær

Se historiske anbefalingsændringer [her](#)

Vigtig Investorinformation

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

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

Analysen og anbefalinger er generelle informationer og ikke personlig rådgivning.

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

Interessekonflikter

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

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

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

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

Læs mere om Jyske Banks politik om interessekonflikter på:

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

Modeller

Kvantitative anbefalinger på enkeltsselskaber

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

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

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

Fundamentale anbefalinger på enkeltsselskaber

Jyske Quant Global Large Cap Equities (se beskrivelse under afsnittet "Modeller") anvendes til at screene markedet og identificere fremtidens potentielle vindere. Ved lancering af en ny Køb eller Stærk Køb anbefaling skal selskabet score i Q1 eller Q2 – det vil sige blandt de 40% bedst scorende selskaber i Jyske Quant Global Large Cap Equities. Vi revurderer løbende vores anbefalinger. Det afgørende for, hvornår vi ændrer en anbefaling fra Køb eller Stærk Køb til Hold eller Sælg, vil være analytikernes vurdering af selskabet.

Jyske Bank anvender en eller flere af følgende modeller:

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

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

hvor:

FCF_{t+1} = Den frie pengestrøm i periode t+1 (både ejere og långivere)
WACC = De vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger (både ejere og långivere)
EV = Estimeret værdi (både egenkapital og rentebærende gæld)

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

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

Anbefalingsbegreber

Kvantitative anbefalinger på enkeltsselskaber

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

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

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

Fundamentale anbefalinger på enkeltsselskaber

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

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

Kilde: Jyske Bank

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

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

Opdatering af analysen

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

Risiko

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

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

Afkast og kursudvikling

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

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

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

Skat

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

Flere informationer

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

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