

29/11/2024 12:58

Danske Aktier



Indholdsfortegnelse

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

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

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

Jyske Bank A/S

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

A.P. Møller - Mærsk

- Optimisme trods pres på raterne
- Hvad med Trump?

Optimisme trods pres på raterne

På trods af en generel faldende tendens i fragtraterne i løbet af november har Mærsk-aktien performeret ganske solidt med en fremgang på omkring 13%, hvilket er i skærende kontrast til det generelle OMXC25, der er faldet med 4,2% i tilsvarende periode. De fortsatte udfordringer i Det Røde Hav samt udsigterne til en mere protektionistisk amerikansk politik ventes at være understøttende for fragtraterne på kort sigt. Futures-data peger da også på, at fragtraterne i 1. kvartal 2025 vil ligge omkring 10% højere sammenlignet med oktober 2024, om end fragtraterne i givet fald fortsat vil ligge omkring 55% lavere sammenlignet med toppen i juli.

Hvad med Trump?

Donald Trumps ønske om at indføre en told på 10-20% på al import til USA samt en told på 60-100% på alle kinesiske varer er nok gået de færrestes næse forbi. Spørgsmålet er imidlertid, om dette får en effekt på containervolumen og fragtraterne? Da Trump i sin første regeringsperiode i juli 2018 indførte en told på 10% på en række varer, med en forhøjelse til 25% fra januar 2019, steg fragtraterne markant i de efterfølgende måneder, for derefter at falde tilbage igen. I denne omgang er der imidlertid en række faktorer, der kan være med til at drive udviklingen i fragtraterne, hvor særligt den stigende kapacitet i markedet, en potentiel afdæmpning i forbruget og en våbenhvile i Mellemøsten, og dermed ro omkring Det Røde Hav, kan føre til faldende fragtrater.

Investeringscase

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

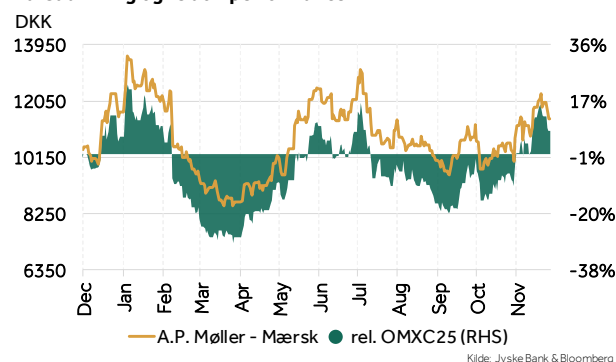
Udvalgte nøgletal

USDm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	51.065	54.173	49.813	50.680
Res. Primær drift	3.934	5.804	1.382	1.184
Nettoresultat	3.908	4.879	812	629
Balance sum	82.100	81.775	81.565	81.471
Egenkapital	55.090	50.805	51.446	52.253
Indtjening per aktie (DKK)	1.717,1	2.143,9	356,6	276,5
Udbytte per aktie (DKK)	4.300,0	643,2	150,0	150,0
P/E (x)	7,4	4,7	28,2	36,4
K/I (x)	0,5	0,5	0,4	0,4

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

A.P. Møller - Mærsk		Hold
Sektor		Industri
Risiko		Mellem
12-m. kursmål (DKK)		12500
Lukkekurs (DKK)		11725
Markedsværdi (DKK mio.)		181.838
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

- 3. kvartalsregnskab med lovende takter
- Fortsat fremgang i privatforretning

3. kvartalsregnskab med lovende takter

Alm. Brand offentliggjorde i november måned deres regnskab for 3. kvartal, hvilket bød på en fin udvikling i den underliggende erstatningsprocent (-0,4%-point å/å) – og dermed sendte selskabet tilbage på sporet efter et udfordret 2. kvartal. Vi forventer, at Alm. Brand kan realisere et forsikringsresultat på DKK 1,3 mia. ekskl. afløb i 2024, i tråd med selskabets egne forventninger, og DKK 1,85 mia. i 2025 inkl. afløbsresultat, blandt andet understøttet af en forventning om udfladning af motorskadehyppigheden i 2025 og nulvækst i genforsikringsraterne. Baseret på vores forventning til forsikringsresultatet i 2025 og fremefter, ser vi et udlodningspotentiale for Alm. Brand, som ikke kan matches af de andre forsikringsselskaber ved de nuværende værdisættelser.

Fortsat fremgang i privatforretning

I 3. kvartal fortsatte Alm. Brand deres positive udvikling i privatsegmentet med en vækst på 7,7% å/å. Vi finder det særligt positivt, at partnerskabsaftalen med Lokale Pengeinstitutter kaster to cifrede vækstrater af sig, hvilket er med til at understøtte præmie-væksten på gruppeniveau fremadrettet, da Lokale Pengeinstitutter omfavner ca. 1/3 af alle bankkunder i Danmark, og dermed langt overgår Alm. Brands nuværende markedsandel (ca. 16%). Toplinjen er i øjeblikket særligt præget af indeksering og prisforhøjelser for at matche skadesinflationen, men organisk vækst på 1-2%-point ovenpå dette er ganske tilfredsstillende. Vi modellerer lige nu med en samlet vækst på 7,6% i privatforretningen i 2024.

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 erfaring med store opkøb. Vi anser aktien, i lyset af det værdiskabende opkøb, som fundamentalt undervurderet og mener, den har et pænt kurspotentiale i de kommende år, hvis selskabet leverer som lovet.

Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Bruttopræmieindtægter	11.784	11.348	11.593	11.913
Teknisk resultat	1.412	1.359	1.856	2.005
Nettoresultat	616	746	1.071	1.247
Balance sum	35.562	35.803	37.381	37.809
Egenkapital	13.944	12.401	11.657	11.506
Indtjening per aktie (DKK)	0,4	0,5	0,7	0,9
Udbytte per aktie	0,6	0,7	1,3	1,0
P/E (x)	33,7	27	18	16
K/I (x)	1,5	1,7	1,8	1,8

Kilde: Jyske Bank & Alm. Brand

Alm. Brand	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	16
Lukkekurs (DKK)	13,43
Markedsværdi (DKK mio.)	20.698
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.
- Prispress i industrien som følge af en eller flere konkurrenter med aggressiv markedsstrategi.
- Strukturelt højere niveau af vejrskader som følge af klimaforandringer.

Senior Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

Carlsberg

- Svagt regnskab, men er det værste ovre?
- Insider ser lys for enden af tunnelen

Svagt regnskab, men er det værste ovre?

Carlsberg-aktien har igen i november haft det svært med et fald på 3,4%, hvilket er en anelse dårligere end OMXC25, der er faldet 1,9%. Carlsberg fortsatte altså den lidt negative udvikling i november, da de på dagen for Halloween (31. oktober) leverede et skræmmende regnskab, som dog gav investorerne mere slik end ballade. Regnskabet viste fortsat pres på salget og bekræftede, at udfordringerne i Kina og EU langt fra er ovre, men der var heller ingen nye negative overraskelser. Spørgsmålet er, om de værste tider er ved at være overstået for Carlsberg?

Insider ser lys for enden af tunnelen

Insiderne i Carlsberg synes at kunne ane lyset for enden af tunnelen. I november har insiderne rørt på sig ved at CEO Jacob Aarup-Andersen og bestyrelsesformand Henrik Poulsen samlet set har købt aktier for omtrent 5 mio. kr. Insiderne har alene i november købt aktier for næsten 10 mio. kr., hvilket kan give indikationer på, at det værste er overstået for Carlsberg. Derudover har Britvic i november annonceret deres årsregnskab, hvor de bekræfter forventningerne om at gennemføre handlen med Carlsberg i 1. kvartal 2025.

Investeringscase

Forbrugersvagheden i Kina og EU giver udfordringer for Carlsberg, som samtidig skal sikre integrationen af Britvic. Selvom der ikke findes noget quick-fix til udfordringerne i Kina og EU, kan det værste være ovre. Set i lyset af aktiens historisk attraktive værdiansættelse vurderer vi, at markedet allerede har indregnet en del modvind for Carlsberg. Den nuværende prisansættelse udgør en god langsigtet købsmulighed og er et oplagt valg for investorer, som ønsker eksponering mod bryggerierne. Eftersom usikkerhederne ikke forsvinder i den nærmeste fremtid, forventer vi ikke, at aktien kommer til at flyve afsted i den kommende tid. Carlsberg skal bevise sit værd for investorerne igen.

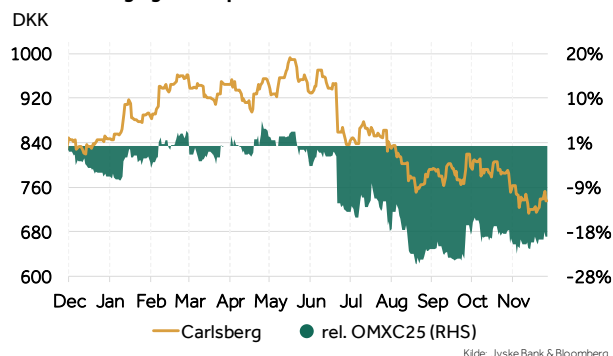
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	73.585	75.755	91.132	99.159
Res. Primær drift	11.105	11.602	13.954	15.602
Nettoresultat	7.971	7.903	8.164	9.741
Balance sum	111.831	116.487	169.322	172.422
Egenkapital	25.749	29.700	29.681	30.548
Indtjening per aktie (DKK)	-299,7	49	52	66
Udbytte per aktie	27	29	29	35
P/E (x)	-2	15	14	11
K/I (x)	4,5	3,5	3,5	3,4

Kilde: Jyske Bank & Carlsberg

Carlsberg	Køb
Sektor	Stabilt forbrug
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	1050
Lukkekurs (DKK)	729
Markedsværdi (DKK mio.)	103.231
Jyske Quant	Q4
Value score	Q2
Quality score	Q5
Momentum score	Q3

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Henrik Hallengreen Laustsen, Research

Coloplast

- Stærkt vækst-momentum og -udsigter driver aktien
- Risiko-sky fordampet – Kerecis inkluderes i LCD'en

Stærkt vækst-momentum og -udsigter driver aktien

November var en fornuftig måned for Coloplast-aktionærerne, som kunne se deres aktier stige 4,3% sammenlignet med et rødt OMXC25, der i november faldt 1,9%. Coloplast fremlagde i starten af måneden deres 23/24 årsregnskab, hvor det fornuftige vækstmomentum forventes at fortsætte, men hvor indtjeningen skuffede og bliver back-end loaded. Den fremtidige vækst skabte optimisme i aktien, da Coloplast roste Luja-lanceringen og håbede på stabilisering af udfordringerne i Kina og Urologi, hvilket har skabt tillid blandt investorerne.

Risiko-sky fordampet – Kerecis inkluderes i LCD'en

I løbet af november fordampede en mørk risikosky over Coloplast-aktien, efter at amerikanske Medicare annoncerede den endelige version af Local Coverage Determinations (LCD'en), som beslutter, hvilke lægemidler der skal tilbydes patienterne. LCD'en viser, at Kerecis bliver inkluderet i det endelige forslag, dog kun til behandling af diabetiske fodsår. Kerecis bliver dermed ét af 16 produkter under dækning i DFU. Vi vurderer umiddelbart en begrænset effekt på estimaterne for 2025, da den lave ende af guidancen (8-9% salgsvækst) forudsatte, at Kerecis ikke ville blive inkluderet på listen, mens den øvre ende forudsatte dækning. Den manglende afklaring af LCD'en har hængt som en risikosky over Coloplast-aktien, og den endelige afklaring har fjernet denne usikkerhed.

Investeringscase

Coloplast er ved at skabe en uheldig vane ved at levere endnu et kvartalsregnskab, der ikke lever op til forventningerne. Hele 6 af de sidste 8 kvartalsregnskaber har ikke indfriet indtjeningsforventningerne. Selvom det værste måske er ovre for Coloplast, som forventer, at vækstmomentum er opadgående (drevet af Luja-lanceringen og stabilisering i Kina og Urologi), og at indtjeningen gradvist vil forbedres over tid, vurderer vi fortsat, at risk/reward ikke er attraktiv nok til en købsanbefaling. Dette, kombineret med udsigten til endnu et back-end loaded år, holder os på sidelinjen for nu. På længere sigt anser vi dog stadig Coloplast for at være et kvalitetsselskab med gode vækstudsigter.

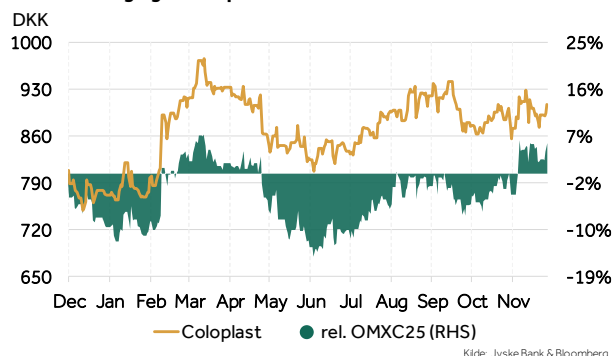
Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	27.030	29.383	31.838	34.408
Res. Primær drift	7.320	8.171	9.236	10.291
Nettoresultat	5.052	5.755	6.634	7.466
Balance sum	48.073	48.590	49.867	51.731
Egenkapital	17.405	18.556	19.715	21.455
Indtjening per aktie (DKK)	22	26	30	33
Udbytte per aktie	22	20	22	23
P/E (x)	40	35	30	27
K/I (x)	11	11	10	9

Kilde: Jyske Bank & Coloplast

Coloplast	Hold
Sektor	Sundhed
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	950
Lukkekurs (DKK)	891,8
Markedsværdi (DKK mio.)	203.509
Jyske Quant	Q4
Value score	Q4
Quality score	Q4
Momentum score	Q3

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

- Overskydende kapital på vej til aktionærerne
- Robuste nettorenteindtægter for Danske Bank

Overskydende kapital på vej til aktionærerne

Ved udgangen af 3. kvartal opererede Danske Bank med en markant kapitalbuffer til egen kapitalmålsætning. Her kunne banken udbetale hele DKK 31 mia. (ca. 19% af markedsværdien) i form af dividender eller aktietilbagekøb uden at bryde med sin kapitalmålsætning. Vi ser en stor del af denne overskydende kapital blive udbetalt inden for få måneder i form af en særlig dividende fra salget af den norske privatkundeforretning (DKK 5,5 mia.) og den resterende dividende på 100% af årets resultat (ca. DKK 16,5 mia.), hvilket giver et samlet udbytteafkast på ca. 13%.

Robuste nettorenteindtægter for Danske Bank

Danske Bank og de øvrige børsnoterede bankaktier er særligt følsomme overfor markedsrenternes udvikling. Forventningen til renteniveauet i Danmark de kommende år er i løbet af 2024 blevet nedjusteret med ca. 0,3%. Det vil for Danske Bank alt andet lige resultere i et fald på DKK 1,3 mia. i nettorenteindtægterne, svarende til 3-4% af bankens nettorenteindtægter. Analytikernes forventninger til bankens nettorenteindtægter er dog kommet ned i samme leje og vi ser derfor ikke en risiko for at markedet har "overset" de negative effekter fra lavere renteforventninger de kommende år.

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.

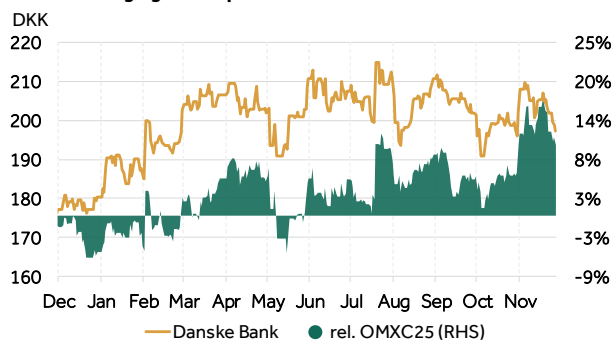
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Indtj. før skat	26.682	30.112	28.087	26.814
Nettoresultat	21.262	22.865	21.346	20.379
Balance sum	3.595.242	3.594.479	3.608.505	3.620.619
Egenkapital	175.739	186.379	171.103	172.667
Indtjening per aktie (DKK)	24,7	27	26	27
Udbytte per aktie	14,5	32	17	17
P/E (x)	8	7,3	7,6	7,5
K/I (x)	1,0	0,9	1,0	1,0

Kilde: Jyske Bank & Danske Bank

Danske Bank	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	230
Lukkekurs (DKK)	201,2
Markedsværdi (DKK mio.)	173.472
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



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

- Sonova skuffede markedets høje forventninger
- Kvartalsregnskab var stort set som ventet

Sonova skuffede markedets høje forventninger

Demant er steget med små 8% i november, hvor hovedparten af konkurrenterne har fremlagt regnskab. Det gælder ikke mindst Sonova, som blev sendt ned med 5% på regnskabet, der ikke formåede at leve op til markedet høje forventninger efter lanceringen af Phonak Audeo Sphere og Phonak Audeo Infinio. Sonova flagede dog, at de to høreapparater er blevet rigtig godt modtaget i markedet, hvilket har gjort det muligt at tage markedsandele, men Sonova fastholdt forventningerne til året, hvorfor der ikke er noget, der tyder på, at lanceringen har været bedre end ventet.

Kvartalsregnskab var stort set som ventet

Demant var i starten af november ude med salgstal for 3. kvartal, der kom ind stort set på linje med forventningerne i markedet. Som ventet var engrossalget af høreapparater negativt påvirket af tabet af markedsandele i det forsikringsdækkede segment i USA, men ifølge Demant har salget stabiliseret sig på et lavt niveau uden nogen yderligere forværring. Samtidig fremhævede ledelsen, at de har en god og konstruktiv dialog med Managed Care selskaberne om at inkludere Bernafon i deres formularer. Vi føler os derfor fortrøstningsfulde mht. at væksten vil vende tilbage på sporet i 2025, hvor Frankrig potentielt kan give et pænt boost til væksten.

Investeringscase

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

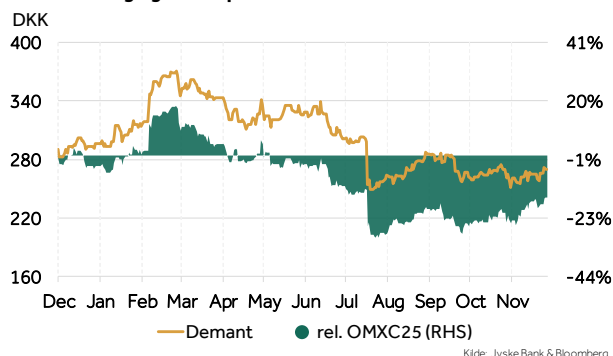
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	22.443	22.451	24.198	26.081
Res. Primær drift	4.148	4.587	4.908	5.317
Nettoresultat	1.798	2.373	3.265	3.581
Egenkapital	9.256	9.976	10.760	11.687
Indtjening per aktie (DKK)	8,1	11	15	17
P/E (x)	32	25	18	16
K/I (x)	6,3	6,0	5,6	5,1

Kilde: Jyske Bank & Demant

Demant	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	330
Lukkekurs (DKK)	270,8
Markedsværdi (DKK mio.)	59.871
Jyske Quant	Q2
Value score	Q2
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 forhandler-nettet 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 producenterne's forhandlingsstyrke.
- Mangel på nye banebrydende produkter kan gøre det vanskelig at hæve priserne.
- Regulering af industrien, hvor der i USA åbnes op for salg af høreapparater i håndkøb fra oktober 2022

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

DSV

- Godt på vej med DB Schenker godkendelse
- Luftfragtsvolumen fortsætter med at stige

Godt på vej med DB Schenker godkendelse

På nyhedsfronten har det været en relativt stille måned for DSV, der arbejder bag kulisserne på at få opkøbet af DB Schenker godkendt. Det lader da også til, at det regulatoriske arbejde kø- rer på skinner. Selskabet kunne den 20. november således med- dele markedet, at man nu har modtaget halvdelen af de myndig- hedsgodkendelser, der skal til, før opkøbet af DB Schenker en- degyldigt går igennem. De relevante myndigheder i Brasilien, Canada, Kina, Storbritannien og Schweiz har nu godkendt hand- len. I forlængelse heraf meddelte selskabets finansdirektør, at man er i aktiv og konstruktiv dialog med de resterende regula- toriske myndigheder, og at man er selvsikker i forhold til at få de resterende godkendelser accepteret. Mens der i meddelelsen ikke blev sat en tidshorizont på, har DSV tidligere meddelt, at de forventer en endelig lukning af handlen i 2. kvartal 2025.

Luftfragtsvolumen fortsætter med at stige

I september måned steg den globale luftfragtsvolumen med 10,5% relativt til tilsvarende periode året forinden. Dette er så- ledes den tiende måned i streg, hvor den globale luftfragtsvolu- men er steget med to cifrede procenter. Væksten skyldes pri- mært en rekordstærk efterspørgsel fra Europa og USA på varer fra kinesiske e-handelsplatforme som TEMU og Shein, samt hø- jere søfragtsrater, der alt andet lige gør luftfragt mere attraktiv. DSV forventer imidlertid, at deres luftfragtsdivision præsterer en vækst på 3-4 % i 2024, hvilket forklares med en relativt lille eksponering mod e-handelsvolumen ud af Kina.

Investeringscase

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

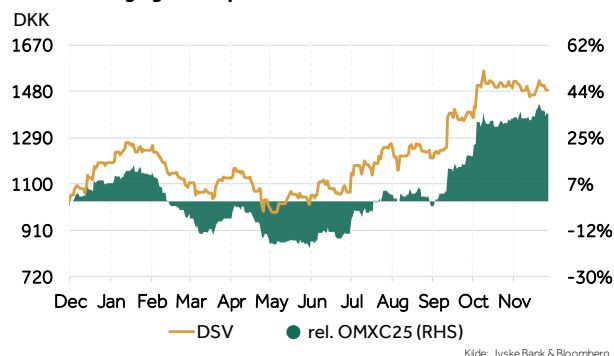
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	150.785	166.679	174.835	184.055
Res. Primær drift	17.723	16.473	18.201	19.453
Nettoresultat	12.407	11.153	13.037	13.978
Balance sum	147.110	147.064	146.281	145.109
Egenkapital	68.966	69.718	72.338	76.141
Indtjening per aktie (DKK)	58	52	61	66
Udbytte per aktie (DKK)	9	7,9	9,2	9,8
P/E (x)	21	28	24	23
K/I (x)	3,1	5,1	4,9	4,7

Kilde: Jyske Bank & DSV

DSV	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	1650
Lukkekurs (DKK)	1488,5
Markedsværdi (DKK mio.)	357.902
Jyske Quant	Q4
Value score	Q4
Quality score	Q2
Momentum score	Q4

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

DSV startede som De Sammensluttede Vognmænd af 13/7 1976 A/S. 10 vognmænd skabte verdens nu fjerde-største speditør i en meget fragmenteret bran- che. 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 integra- tion af nye kompetencer/kulturer har skabt et af bran- chens 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 af- ledt heraf faldende volumen samt stigende konkur- rence blandt de førende fragtselskaber.
- Lovgivningsmæssige og arbejdsretsmæssige æn- dringer i selskabets vigtige segmenter og regioner.

Senior Analyst, Morten Holm Enggaard, Research

Genmab

- Godt regnskab og afklaring på Hexabody-sagen nærmer sig
- Valg af sundhedsminister vækker opsigt i sektoren

Godt regnskab og afklaring på Hexabody-sagen nærmer sig

Investorerne har straffet aktien hele året, og november var ikke en undtagelse – investorerne afventer afklaring på Hexabody-CD38-sagen i 1. kvartal 2025. I løbet af november annoncerede Genmab et solidt 3. kvartalsregnskab, hvor et fornuftigt Darzalex-salg og stram omkostningsdisciplin sørgede for vækst og en opjustering af guidance for 2024. Regnskabet bød på opmuntrende nyheder om afgørelsen af Hexabody-CD38, hvor Genmab forventer at sende studiedata til samarbejdspartneren J&J i slutningen af december, hvilket giver J&J 60 dage til at beslutte, om de ønsker en samarbejdsaftale. Genmab udtalte også, at markedets forventninger til omkostningsniveauet ligger på et fornuftigt niveau – hvilket burde tage toppen af markedets bekymringer om Genmabs fremtidige omkostningsniveau.

Valg af sundhedsminister vækker opsigt i sektoren

Aktien har dog i november været særligt presset af, at Donald Trump udpegede vaccine-skeptikeren Robert F. Kennedy Jr. som sundhedsminister, hvilket satte pres på sundhedsaktierne. Trump har opfordret Kennedy til at "go wild" på sundhedsområdet, hvilket har rejst bekymringer i sundhedssektoren, hvor der er frygt for strammere lovgivning og mere omfattende og restriktive reguleringer inden for vaccineudvikling.

Investeringscase

2024 har været et hårdt år for Genmab-aktionærerne, hvor markedet har fokuseret på øgede omkostninger og patentudløbet på Darzalex og negligeret de positive data (GEN1046-, Mim8- og Rina-S-data i lungekræft, hæmofili og æggestokkekræft). Fundamentalt anser vi Genmab som en god investeringscase, som pt. lider under en markant negativ stemning. Vi vurderer, at på det nuværende kursniveau får investorer hele pipelinen samt nogle af de allerede lancerede produkter gratis. Der er ingen tvivl om, at afklaringen på Hexabody-CD38 bliver afgørende for Genmab, men markedets lidt entydige fokus på dette event mener vi også er fejlagtigt. Genmab investerer i produktudvikling for at afbøde effekten fra patentudløbet på Darzalex, hvor produkter som Epkinly, Tivdak, GEN1046 og Rina-S bliver vigtige.

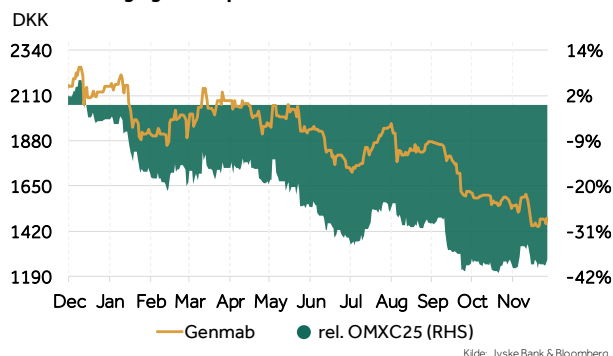
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	16.478	21.446	25.352	29.733
Res. Primær drift	5.325	6.214	7.334	8.675
Nettoresultat	4.356	5.164	5.862	7.124
Balance sum	35.289	37.435	43.297	50.421
Egenkapital	32.025	33.756	39.618	46.742
Indtjening per aktie (DKK)	67	81	92	112
P/E (x)	24	19	16	14
K/I (x)	4,4	3,0	2,5	2,1

Kilde: Jyske Bank & Genmab

Genmab	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	2400
Lukkekurs (DKK)	1511
Markedsværdi (DKK mio.)	99.993
Jyske Quant	Q1
Value score	Q1
Quality score	Q1
Momentum score	Q4

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 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 Analyst, Henrik Hallengreen Laustsen, Research

GN Store Nord

- Opsving i Enterprise lader vente på sig
- Prissætningen ser i stigende grad attraktiv ud

Opsving i Enterprise lader vente på sig

GN fremlagde i starten af måneden et skuffende 3. kvartalsregnskab, hvor GN var tvunget til at nedjustere forventningerne til året. Skuffelsen skal dog delvist ses i lyset af lagernedbringelser i distributionsleddet og ordreleverancer i Gaming, der er rykket ind i oktober. Det ændrer dog ikke ved, at det ventede opsving i Enterprise lader vente på sig, men det er afspejlet i prissætningen og den positive kursreaktion på regnskabet vidner om, at når først væksten vender tilbage til positivt terræn, kan det give anledning til noget lettelse i aktien, der potentielt kan sende aktien kraftigt op.

Prissætningen ser i stigende grad attraktiv ud

Aktien er faldet med små 40% siden slutningen af maj, hvilket ikke står mål med størrelsen af estimatændringer, der er blevet revideret ned i omegnen af 17%. Prissætningen ser derfor i stigende grad attraktiv ud både i forhold til selskabets egen historik og relativt til konkurrenterne, hvor GN handler til en rabat på 25% til Demant og markant lavere end både Sonova og Logitech. Der er således et pænt gab, der potentielt kan blive indsnævret med tiden, i takt med at markedet genvinder troen på, at GN kan vende tilbage på vækstsporet. Meget afhænger dog af markedsbetingelserne, men det er fortsat vores vurdering, at væksten i Enterprise forretningen vil vende tilbage til positivt territorium i 2025.

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 tage markedsandele i 2024. Samtidig ser vi gode muligheder for, at GN i løbet af 2025 kan stå klar med en ny produktplatform, der kan drive væksten i 2025. Markedet for headsets er fortsat udfordrende, men vi vurderer, at det værste er overstået, og at væksten vil vende tilbage til positivt territorium i 2025. Det kan give anledning til noget lettelse i aktien. Prissætningen ser således attraktiv ud.

Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	18.120	17.873	18.262	19.389
Res. Primær drift	869	1.930	2.382	2.717
Nettoresultat	266	1.053	1.349	1.629
Balance sum	30.200	30.965	32.345	32.218
Egenkapital	9.587	10.594	11.883	11.440
Indtjening per aktie (DKK)	1,8	7,0	9	11
Udbytte pr. aktie (DKK)	0,0	0,0	0,0	1,4
P/E (x)	93	19	15	12
K/I (x)	2,7	1,9	1,7	1,8

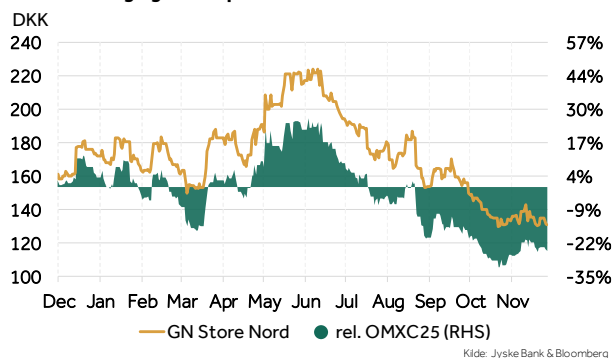
Kilde: Jyske Bank & GN Store Nord

GN Store Nord

Køb

Sektor	Cyklisk forbrug
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	175
Lukkekurs (DKK)	133,9
Markedsværdi (DKK mio.)	20.207
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

Netcompany

- Solide kursstigninger i november - igen
- Fokus på Netcompanys vækstudsigter

Solide kursstigninger i november – igen

Netcompany-aktien har haft en stærk november måned, med en kursstigning på ca. 8%, og fortsætter dermed tendenserne for året med en samlet stigning på hele 54% i 2024. Kursstigningen i november måned er et resultat af flere faktorer, herunder et stærkt regnskab for 3. kvartal den 31. oktober, hvor Netcompany fremviste fin vækst og profitabilitet og annoncerede et aktietilbagekøbsprogram på 250 mio. DKK. Desuden har de faldende renteforventninger i markedet formentligt også hjulpet aktien, da vækstaktier som Netcompany typisk klarer sig godt, når renterne falder (og modsat når renterne stiger kraftigt, som det var tilfældet i løbet af 2022-2023).

Fokus på Netcompanys vækstudsigter

Netcompany har de seneste to kvartaler leveret to cifret top-line vækst, hvilket særligt er kommet i hus gennem flot momentum i Danmark og Netcompany-Intrasoft. I løbet af november måned har Netcompany-Intrasoft annonceret flere nye kontraktomineringer, blandt andet levering af nyt skattesystem til Litauen på EUR 14 mio., hvilket vi ser som positivt for vækstudsigterne de kommende kvartaler. Fra 2025 venter vi fortsat også, at den store DALAS-rammeaftale vil begynde at kaste arbejdstimer af sig, og dermed løfte væksten i markant i Storbritannien. For 2024 venter vi at Netcompany leverer en vækst på gruppeniveau på 9%, accelererende ind i 2025 til 12%.

Investeringscase

Netcompanys høje organiske vækstrater bør kunne fastholdes længe endnu i kernemarkederne i kraft af en stærk track-record i Danmark og et betydeligt vækstpotentiale i de udenlandske kernemarkeder. Netcompanys høje profitabilitet i kernemarkederne har været udfordret i de seneste år, men vi betragter 2023 som et anker for marginerne, der i kraft af en 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.

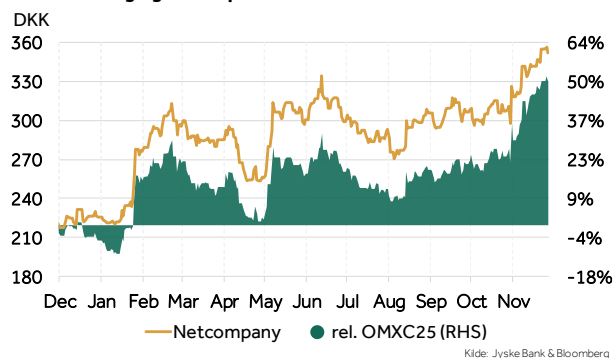
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	6.078	6.635	7.471	8.185
Res. Primær drift	578	878	1.089	1.278
Nettoresultat	304	544	728	951
Egenkapital	3.830	3.669	3.596	3.749
Indtjening per aktie (DKK)	6	11	16	22
Udbytte per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	55	31	22	16
K/I (x)	4,3	4,8	4,9	4,7

Kilde: Jyske Bank & Netcompany

Netcompany	Køb
Sektor	IT
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	375
Lukkekurs (DKK)	350,6
Markedsværdi (DKK mio.)	17.530
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

- Prissætningen begynder at se mere attraktiv ud
- Små ridser i lakken

Prissætningen begynder at se mere attraktiv ud

Hård medfart til NKT på regnskabet, hvor markedet valgte at sende aktien ned med 8% - en tendens, der er fortsat måneden ud, hvor aktien slutter november med et fald på 13%. Det vidner om, at der ikke er plads til selv de mindste skuffelser. Den lavere end ventet profitabilitet i Solutions og Applications sætter dog spørgsmålstegn ved indtjeningsevnen gående ind i 2025, hvor vi ser en risiko for, at konsensus i lav- og mellemspændingsforretningen ligger for højt. Vi forbliver derfor på sidelinjen indtil videre. Prissætningen begynder dog at se mere attraktiv ud.

Små ridser i lakken

Indtjeningen i 3. kvartal var negativt påvirket af, at NKT var tvunget til at tage en hensættelse på et ældre landbaseret højspændingsprojekt. Det vidner om, at Solutions er en projektförretning, hvor der fra tid til anden vil være udfordringer omkring eksekveringen af projekter. Samtidig er ordremomentum i Solutions aftaget kraftigt sammenlignet med det rekordhøje niveau i 2023, hvor NKT indtil videre i 2024 har fået under 10% af ordrerne. Det skal dog ses i lyset af den stærke ordreindgang i 2023, hvor NKT stod for små 50% af ordrerne – og med tæt på fuld kapacitetsudnyttelse sikret frem mod 2027 kan NKT tillade sig at være mere selektive.

Investeringscase

NKT står med kapacitetsudvidelsen i Karlskrona godt positioneret til at få andel i det attraktive vækstpotentiale, der er på højspændingsmarkedet frem mod 2030. Vi forventer, at der årligt vil blive tildelt ordrer på over EUR 10 mia., understøttet af den igangværende udbygning af elnettet og en række ambitiøse målsætninger fra verdens førende lande, der forventes at sætte ekstra skub i udbygningen af havvind. Vi ser således en fordelagtig balance mellem udbud og efterspørgsel, hvilket lover godt for kvaliteten af de ordrer, der tages ind. NKT har med den nuværende ordrebog sikret fuld kapacitetsudnyttelse frem mod 2026. Sigbarheden ser således god ud, hvor NKT allerede på nuværende tidspunkt har sikret over 60% af de ordrer, der skal til for at opnå fuld kapacitet i 2028/29.

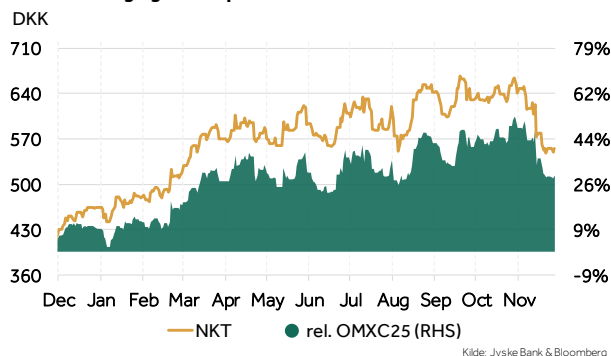
Udvalgte nøgletal

EURm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	2.567	3.174	3.310	3.598
Res. Primær drift	164	241	272	294
Nettoresultat	124	220	230	246
Balance sum	3.604	4.486	4.864	5.196
Egenkapital	1.575	1.870	2.100	2.346
Indtjening per aktie (EUR)	2,6	4,1	4,3	4,6
Udbytte per aktie (EUR)	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	24	18	17	16
K/I (x)	2	2	2	2

Kilde: Jyske Bank & NKT

NKT	Hold
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	650
Lukkekurs (DKK)	558,5
Markedsværdi (DKK mio.)	30.003
Jyske Quant	Q1
Value score	Q1
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 Køln, 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

- Robust indtjening og lav værdiansættelse
- Privatkundeportefølje fra Danske Bank nu overtaget

Robust indtjening og lav værdiansættelse

Nordea-aktien har set en flad udvikling igennem november måned på 0,1% mod et fald i OMX C25 på ca. 1,9%. Samlet set er aktien dog steget med 410% ÅTD, men dette afkast halter stadigvæk langt efter flere af de øvrige nordiske banker, som generelt har oplevet tocifrede afkast i 2024. Vi ser dog fortsat et godt potentiale i Nordea-aktien, da bankens nettorenteindtægter (og dermed indtjening) forventeligt forbliver relativt robuste de kommende år, og sammenligner vi Nordea med de øvrige nordiske storbanker handler Nordea-aktien 7% lavere end gennemsnittet af de øvrige nordiske storbanker, målt på en 2026 P/E-multipel.

Privatkundeportefølje fra Danske Bank nu overtaget

D. 18. november kunne Nordea meddele, at overtagelsen af Danske Banks norske privatkundeportefølje er gennemført. Dermed får Nordea fra 4. kvartal ca. 235.000 nye kunder, EUR 9 mia. i udlån, EUR 3 mia. i indlån og ca. EUR 1,2 mia. forvaltede aktiver under vingerne. Transaktionen ventes at give Nordea EUR 100 mio. i årlige indtægter, uden at omkostningerne løftes nævneværdigt. Kapitalbelastningen fra de nye lån betyder dog, at Nordeas egentlige kernekapitalprocent (CET1-ratio) falder med ca. 0,4%-point, men Nordea lå pr. 3. kvartal 2024 2,4%-point over kapitalkravet, så banken er fortsat velkapitaliseret.

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.

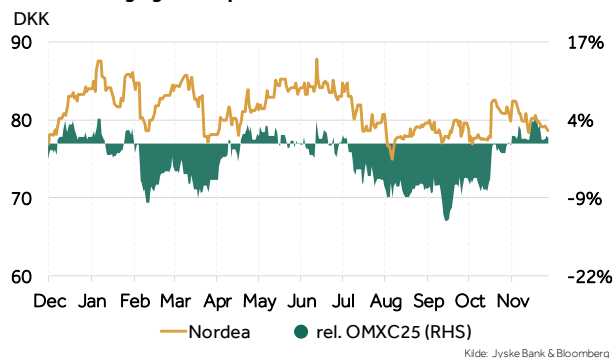
Udvalgte nøgletal

EURm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	7.451	7.590	7.221	7.229
Nettoresultat	4.934	5.067	4.721	4.686
Balance sum	584.702	621.153	632.702	643.275
Egenkapital	31.225	32.520	32.990	33.233
Indtjening per aktie (EUR)	1,4	1,5	1,4	1,4
Udbytte per aktie (EUR)	1,0	1,0	1,0	1,0
P/E (x)	7	7	7,7	7,6
K/I (x)	1,2	1,2	1,1	1,1

Kilde: Jyske Bank & Nordea

Nordea	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	95
Lukkekurs (DKK)	79,96
Markedsværdi (DKK mio.)	279.911
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

- Wegovy skabte optimisme, "high-teens"-ordlyd dræbte den
- Novo går meget spændende måned i møde

Wegovy-salg skabte optimisme, "high-teens"-ordlyd dræbte den

Novo-aktien er i november faldet med 2,0%, hvilket er på linje med OMXC25, der er faldet 1,9%. I starten af november leverede Novo et regnskab som stort set var på linje med forventningerne, men hvor Wegovy-salget imponerede, og gjorde investorernes bekymringer til skamme. På telekonferencen vendte stemningen dog efter CFO Karsten Knudsen nævnte "high-teens"-vækst forventninger for 2025, hvilket blev dårligt modtaget af investorerne. I vores optik bør forventningerne til 2025 nu være "de-risked".

Novo går meget spændende måned i møde

Efter præsidentvalget i USA er overstået, vil investorernes fokus for resten af 2024 blive på annonceringen af fedme-data fra CagriSema, som forventes i løbet af december. Investorerne vil holde øje med et forventet vægttab på 25% efter de 68 uger (Wegovy vist 14,9% i STEP-1 og Zepbound 20,9%). Bivirkningsprofilen, som forventes at være på niveau med Wegovy og Zepbounds, kan ligeledes blive afgørende. Leverer CagriSema på disse elementer, vil det gøre det til et best-in-class produkt. Derudover byder afslutning på 2024 muligvis også på afklaring på Catalent-opkøbet, som hvis det går igennem (hvilket vi forventer) vil give markedet ro om Novos fremtidige kapacitetsudfordringer. Vi ser nyhedsflowet for resten af 2024 som understøttende for Novo-aktien.

Investeringscase

Sommerens kursfald har skabt en oplagt købsmulighed for Novo-aktien, som fortsat nyder godt af et stærkt forretningsmomentum i GLP-1-segmentet samt solide vækstudsigter (både i Fedme og Diabetes). Samtidig kan aktiens defensive profil sikre, at den fortsætter med at imponere. Vi vurderer, at Novo har nogle af de mest attraktive vækstudsigter i sektoren med en forventet salgsvækst på 16% for 2024-27 mod et gennemsnit for sektoren på ca. 8%. Novo's højere vækst, indtjening og forrentning af kapital mere end retfærdiggør værdiansættelsen. Vi ser nyhedsflowet for resten af 2024 og 2025 som understøttende for Novo-aktien.

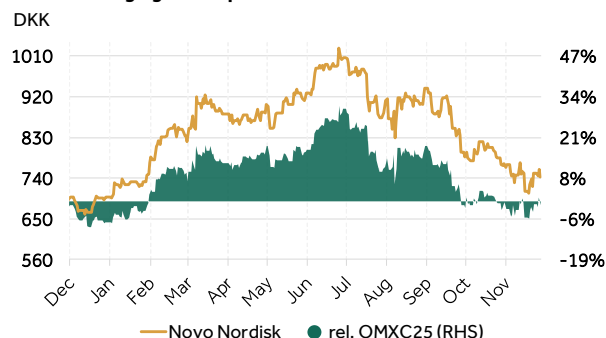
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	232.261	288.818	346.322	391.070
Res. Primær drift	102.574	127.308	161.482	182.836
Nettoresultat	83.683	100.441	129.517	146.955
Balance sum	314.486	407.681	478.517	538.229
Egenkapital	126.822	162.064	194.576	224.467
Indtjening per aktie (DKK)	19	23	29	33
Udbytte per aktie	9	10	12	13
P/E (x)	42	33	26	23
K/I (x)	25	21	17	15

Kilde: Jyske Bank & Novo Nordisk

Novo Nordisk	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	1000
Lukkekurs (DKK)	747,6
Markedsværdi (DKK mio.)	3.338.034
Jyske Quant	Q1
Value score	Q4
Quality score	Q1
Momentum score	Q2

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 markedsvekst for væksthåbene i GLP-1 og/eller fedme.
- Øget konkurrence i GLP-1 og fedme fra bl.a. Eli Lilly.
- Skuffende kliniske resultater.
- Negative valutabevægelser, særligt USD/DKK.

Senior Analyst, Henrik Hallengreen Laustsen, Research

Novonesis

- Frygt og usikkerhed har presset aktien
- Stærk marginudvikling baner vejen for investeringer

Frygt og usikkerhed har presset aktien

Presset på Novonesis-aktien i den seneste måned kan dels forklares med pres på sektoren som helhed, dels usikkerhed omkring Novonesis' vækstforventninger for 2025 og fremefter, men også præsidentvalget i USA. Vi deler ikke markedets frygt for, at Donald Trumps ønske om at styrke olieindustrien i USA vil få nævneværdig effekt på Novonesis' amerikanske forretning – tværtimod har Republikanerne historisk set været ret positive omkring ethanol-industrien. Ydermere har produktionen af olie og naturgas faktisk slået rekord i USA under Joe Bidens præsidentperiode, hvilket ikke har været en hindring for Energy-divisions sublime udvikling.

Stærk marginudvikling baner vejen for investeringer

Novonesis venter nu, at den organiske vækst i 2024 lander i den øvre ende af guidance-intervallet på 7-8%, mens forventningen om en EBITDA-margin på 35,5-36,5% fastholdes. Dette peger dog på øgede omkostninger i 4. kvartal, hvilket skyldes yderligere investeringer i R&D og pipelinen. Det lader dog umiddelbart til, at Novonesis har god kontrol med omkostningsniveauet, da EBITDA-marginen formentlig var endt i den høje ende af intervallet, havde det ikke været for de yderligere investeringer.

Investeringscase

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

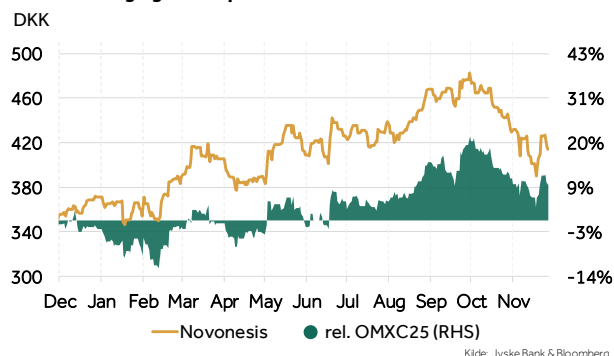
Udvalgte nøgletal

EURm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	3.744	4.032	4.378	4.683
Res. Primær drift	962	1.040	1.344	1.582
Nettoresultat	646	655	939	1.157
Balance sum	3.809	15.406	16.002	16.691
Egenkapital	1.926	10.993	11.463	12.041
Indtjening per aktie (DKK)	2	2	2	3
Udbytte per aktie	1	1	1	1
P/E (x)	33	40	29	23

Kilde: Jyske Bank & Novonesis

Novonesis	Køb
Sektor	Materialer
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	575
Lukkekurs (DKK)	409,9
Markedsværdi (DKK mio.)	191.956
Jyske Quant	Q3
Value score	Q5
Quality score	Q1
Momentum score	Q3

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Haider Anjum, Research

Pandora

- Faldende sølvpriser hjælper på aktiekursen
- Det stærke vækstmomentum fortsatte i 3. kvartal

Faldende sølvpriser hjælper på aktiekursen

Pandora har genvundet noget momentum i november måned, hvor aktien er oppe med 8%. Det skal delvist ses i lyset af, sølvpriserne, der er faldet med 7% siden regnskabet, hvor Pandora var ude og advare om, at de stigende guld- og sølvpriser kommer til at trække indtjeningsmarginen ned med 300 basispunkter frem mod 2026. Siden da er sølvprisen faldet fra USD 33 til USD 30,6, hvilket alt andet lige gør det lettere for Pandora at modvirke effekterne af de stigende sølvpriser. Der er dog fortsat behov for yderligere initiativer, men Pandora planlægger at hæve priserne yderligere i løbet af 2025 og har samtidig igangsat et større omkostningsprogram.

Det stærke vækstmomentum fortsatte i 3. kvartal

Som ventet fortsatte det stærke vækstmomentum for Pandora i 3. kvartal, der leverede en salgsvækst på 7% i de eksisterende butikker - 0,9 p.p. højere end ventet i markedet, trukket op af Timeless kollektionen og de laboratoriefremstillede diamanter, mens væksten i kerneforretningen er lidt mere beskeden. Der er således ikke tegn på nogen opbremsning i væksten sammenlignet med juli måned, hvor væksten lå på omkring en midt en-cifret procentsats. Europa trender lidt ned, hvor både Italien og Frankrig leverer negative vækstrater, men modsat ser vi en bedring i væksten i USA fra 5% til 6%, hvilket vidner om et fortsat stærkt brand momentum anført af BE-LOVE kampagnen og lanceringen af Essence, der er kommet godt fra start.

Investeringscase

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

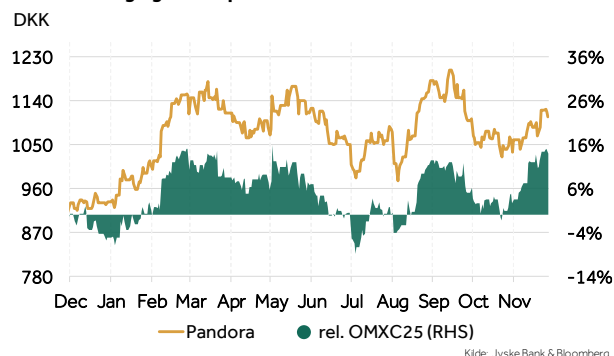
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	28.136	31.413	33.955	36.628
Res. Primær drift	22.125	25.130	26.824	29.010
Nettoresultat	4.740	5.285	5.516	6.340
Egenkapital	5.478	5.283	5.466	6.472
Indtjening per aktie (DKK)	55	66	74	90
Udbytte per aktie	18	21	24	29
P/E (x)	17	17	15	12
K/I (x)	14	17	17	14

Kilde: Jyske Bank & Pandora

Pandora	Hold
Sektor	Cyklisk forbrug
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	1100
Lukkekurs (DKK)	1117,5
Markedsværdi (DKK mio.)	91.635
Jyske Quant	Q1
Value score	Q2
Quality score	Q1
Momentum score	Q2

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

- Hård medfart til aktien på skuffende regnskab
- Lavere end ventet driftsindtjening skuffede markedet

Hård medfart til aktien på skuffende regnskab

Hård medfart til Rockwool, der på regnskabsdagen måtte se aktiekursen falde med 10%. Umiddelbart virker kursreaktionen af meget, set i lyset af at estimaterne maksimalt skal revideres ned med 5% for 2024. Aktien har dog været en af de bedst performerende aktier i 2024, og kursreaktionen vidner således om, at der ikke er plads til selv de mindste skuffelser. Samtidig havde markedet sat næsen op efter en opjustering af forventningerne, hvor Rockwool fortsat guider for en midt etcifret omsætningsvækst i lokalvaluta og en overskudsgrad på omkring 17%.

Lavere end ventet driftsindtjening skuffede markedet

Driftsindtjeningen i 3 kvartal kom ind 5% lavere end ventet i markedet på EUR 173 mio. Samtidig vidner den kraftige vækststopbremsning i Østeuropa på, at det spæde opsving i industrisegmentet er bremset op efter at tidligere udskudte projekter så småt var begyndt at røre på sig. Vi ser derfor en risiko for, at væksten vil bremse yderligere op i 4. kvartal, hvor sammenligningstallene blive væsentlig sværere. Desuden flagede Rockwool, at inputpriserne er stigende, hvilket har fået selskabet til at igangsætte prisforhandlinger med deres kunder med henblik på at hæve priserne. Det skaber usikkerhed omkring profitabiliteten gående ind i 2025.

Investeringscase

Efterspørgslen efter stenuld er drevet af en række langsigtede trends, der er med til at understøtte efterspørgslen efter Rockwools produkter på længere sigt. Blandt de vigtigste kan nævnes 1) et øget fokus på energieffektivitet, hvor 40% af energiforbruget i EU kommer fra bygninger; 2) et øget fokus på brandsikkerhed; 3) en øget urbanisering og 4) en substitution væk fra plastikbaserede materialer over imod mere naturlige produkter som stenuld. På kort sigt vil nybygningsaktiviteten i Europa fortsat være svag, hvor særligt det private boligbyggeri er negativt påvirket af de høje renter. Vi vurderer dog, at det værste er ved at være overstået, men den ventede bedring i nybygningsaktiviteten lader vente på sig, og de makroøkonomiske svaghedstegn i Europa er umiddelbart ikke godt nyt for Rockwool.

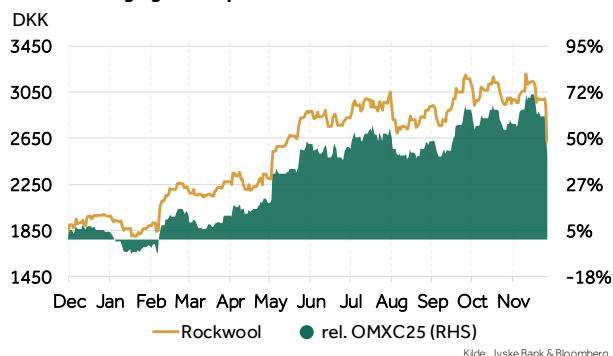
Udvalgte nøgletal

EURm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	3.620	3.819	4.017	4.258
Res. Primær drift	518	667	665	704
Nettoresultat	389	520	504	534
Balance sum	3.477	3.750	3.971	4.235
Egenkapital	2.804	3.045	3.229	3.449
Indtjening per aktie (EUR)	18	24	23	23
Udbytte per aktie (EUR)	5,5	7,4	7,1	7,2
P/E (x)	15	15	16	16
K/I (x)	2,0	2,6	2,4	2,3

Kilde: Jyske Bank & Rockwool

Rockwool	Hold
Sektor	Industri
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	3000
Lukkekurs (DKK)	2688
Markedsværdi (DKK mio.)	58.037
Jyske Quant	Q1
Value score	Q2
Quality score	Q1
Momentum score	Q1

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

Royal Unibrew

- 3 godkendte regnskaber og 3 opjusteringer i 2024
- Forbrugerforventninger uændret i 2025 vs. 2024

3 godkendte regnskaber og 3 opjusteringer i 2024

Unibrew-aktien fortsatte i november det gode momentum med en stigning på 3,4%, hvor OMXC25 faldt 1,9%. I november leverede Unibrew igen et godkendt regnskab og en opjustering – om end af minimal betydning. Det er tredje pletsrud ud af tre mulige for Royal Unibrew i 2024, som fortsætter sit positive momentum, og vokser mere end konkurrenterne. Det gode resultat var dog delvist indregnet i markedet. De solide regnskaber har gradvist vist mere afdæmpede kursstigninger, hvilket for os indikerer, at aktien er fair prissat.

Forbrugerforventninger uændret i 2025 vs. 2024

Efter flere gode resultater i 2024 retter investorerne nu blikket mod 2025, hvor Unibrew ikke ser nogle årsager til at forvente, at forbrugermiljøet (som har været konstant over de sidste 15-18 mdr.) vil ændre sig i den kommende periode. Forbrugerne har meget fokus på pris, og er mere på tilbudsjagt, hvilket løfter volumen, men rammer indtjeningen. Derudover har Unibrew tidligere indikeret, at selskabets langsigtede strategi om at en EBIT-vækst på 6-8% pr. år, er et godt udgangspunkt for 2025.

Investeringscase

Vækstmomentummet fortsætter i Royal Unibrew, hvilket kombineret med en solid integration af Vrumona og San Giorgio gavner kapacitetsudnyttelsen og sender lovende signaler om indtjeningsforbedringer i de kommende år. Unibrew selv mener, at de er bedre positioneret end tidligere – hvilket understøttes af selskabets regnskaber. Upside-potentialet i aktien drives af udsigten til yderligere fremgang i resten af 2024 og yderligere indtjeningsfremgang i 2025. Dette er dog allerede indregnet i forventningerne. Potentialet dæmpes dog af, at Unibrew pt. handler til en pæn præmie til både sine konkurrenter og sin egen historik. Vi vurderer, at der er bedre investeringsmuligheder blandt de øvrige bryggerier.

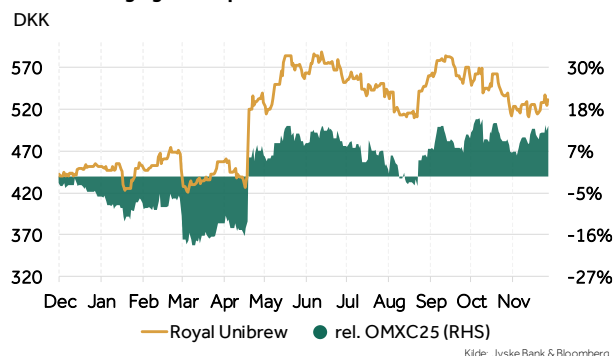
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	12.927	15.128	15.701	16.288
Res. Primær drift	1.638	1.990	2.142	2.307
Nettoresultat	1.095	1.519	1.463	1.605
Balance sum	17.778	19.104	19.916	20.864
Egenkapital	5.748	6.356	7.029	7.831
Indtjening per aktie (DKK)	22	30	29	32
Udbytte per aktie	0	18	16	16
P/E (x)	23	18	18	17
K/I (x)	4	4,2	3,8	3,4

Kilde: Jyske Bank & Royal Unibrew

Royal Unibrew	Hold
Sektor	Stabilt forbrug
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	590
Lukkekurs (DKK)	530
Markedsværdi (DKK mio.)	26.606
Jyske Quant	Q1
Value score	Q2
Quality score	Q2
Momentum score	Q1

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

Royal Unibrew er blandt de ledende drikkevareproducenter på udvalgte europæiske markeder indenfor sodavand, øl, "forbedret vand" og energidrikke. Virksomhedens rødder og ekspertise går mere end 100 år tilbage i Danmarkshistorien. Unibrew er kendt for brands som Royal, Faxe Kondi, Ceres, Novelle, LemonSoda, Kildevæld, Mokai, Cult og Lorina. Udover at producere og sælge egne mærker tilbyder Unibrew også internationale brands i form af Heineken i Finland og Danmark samt sodavand fra PepsiCo. Geografisk er Unibrew indtelt 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

- Kapitalmarkedsdag med nye mål for 2027 står for døren
- Tal for motorskader i Danmark fortsat på højt niveau

Kapitalmarkedsdag med nye mål for 2027 står for døren

Tryg afholder kapitalmarkedsdag den 4. december, med nye finansielle mål frem mod 2027. Vi forventer en evolution fremfor en revolution af Trygs nuværende strategi, hvor fokus formentligt vil ligge på at høste nye pan-nordiske erstatnings- og omkostningssynergier, særligt i Norge, hvor lønsomheden halter efter Danmark og Sverige. Vi modellerer et forsikringsresultat på DKK 8,4 mia. i 2027 og en combined ratio på 80,7%. På udlodningssiden forventer vi, at Tryg annoncerer et aktietilbagekøbsprogram ifm. kapitalmarkedsdagen på DKK 1,5 mia., og vi ser Tryg være i stand til at udlodde kapital på DKK 21 mia. fra 4. kvartal 2024 til og med 2027 svarende til et årligt udbytteafkast omkring 6%.

Tal for motorskader i Danmark fortsat på højt niveau

I november måned viste tal for takserede motorskader i Danmark for oktober en stigning på 7,6% å/å. Dermed er den høje skadesfrekvens fortsat ind i 4. kvartal, men stigningstakten er dog aftagende ift. september måned, og på mere spiselige 4% å/å over de seneste 3 mdr., men dog stadig 8,5% å/å for hele 2024. Tryg meddelte på 3. kvartalsregnskabet, at man har hævet priserne på motorforsikring i Danmark med ca. 8% i 2024 for at modvirke stigningen i motorskadehyppigheden.

Investeringscase

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

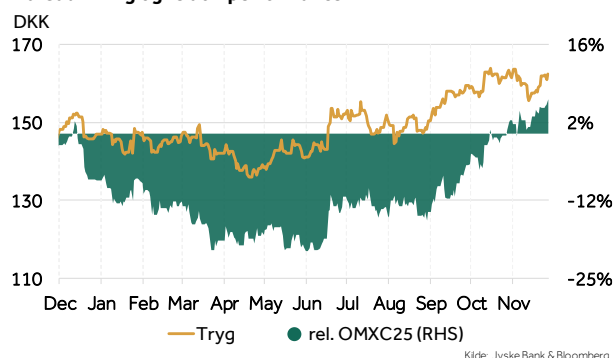
Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2024E	2025E	2026E
Bruttopræmieindtægter	38.638	40.492	42.239	0
Teknisk resultat	7.492	7.665	8.017	0
Nettoresultat	5.352	5.295	5.466	0
Balance sum	114.018	118.166	121.014	0
Egenkapital	38.664	37.884	37.420	0
Indtjening per aktie (DKK)	8,7	8,7	9,0	0,0
Udbytte per aktie	7,9	8,3	8,5	0,0
P/E (x)	18	18	17	0
K/I (x)	10,4	10,1	10,5	0,0

Kilde: Jyske Bank & Tryg

Tryg	Hold
Sektor	Finans
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	170
Lukkekurs (DKK)	162,4
Markedsværdi (DKK mio.)	100.102
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

- Hård modvind efter regnskab og præsidentvalg
- Rekordhøj ordrebog i Nordamerika

Hård modvind efter regnskab og præsidentvalg

Vestas har været i hård modvind siden præsidentvalget i USA, hvor aktien er faldet med 15% siden slutningen af oktober, delvist på baggrund af et skuffende regnskab, der endnu engang bød på en lavere end ventet indtjening i serviceforretningen. Meget tyder dog på, at markedet indregner en meget hård opbremsning i USA, hvor Trump får held med at sætte en stopper for udbygningen af vindkraft. Helt så slemt forventer vi ikke, at det bliver. Den amerikanske skatterabatordning for vindenergi har eksisteret siden 1992 og er blevet forlænget gang på gang, uagtet af hvem der har siddet for bordenden i Det Hvide Hus. Og selv om Trump har vundet flertallet i Senatet, er der mange lokale arbejdspladser på spil i nogle af de store republikanske vindmøllestater, der har fået tildelt 80% af støtten. Vi tvivler derfor på, at skatterabatordningen bortfalder helt.

Rekordhøj ordrebog i Nordamerika

Samtidig står Vestas med en rekordhøj ordrebog på 10,8 GW i Nordamerika, hvilket er mere end fire gange så meget som ved udgangen af 2022. Det er med til at sikre aktivitetsniveauet i USA de næste par år, hvor Vestas allerede nu har sikret 3,1 GW til levering i USA i 2025 – 1,3 GW mere end i 2024. Vestas er derfor også i fuld gang med at ansætte medarbejdere til deres amerikanske fabrikker, der kommer til at skruer kraftigt op for produktionen i 2025 og 2026 baseret på de ordrer, der allerede er indgået i USA. Det mindsker alt andet lige den kortsigtede risiko, i tilfælde af at skatterabatordningen, mod vores forventning, skulle blive rullet tilbage.

Investeringscase

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

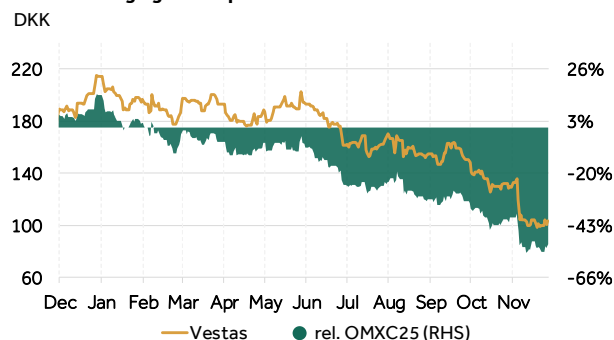
Udvalgte nøgletal

EURm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	15.382	16.983	19.180	20.100
Res. Primær drift	292	679	1.299	1.585
Nettoreultat	78	471	949	1.169
Balance sum	21.879	23.455	26.274	28.181
Egenkapital	3.042	3.459	4.379	5.491
Indtjening per aktie (EUR)	0,1	0,5	0,9	1,2
Udbytte per aktie (EUR)	0,0	0,0	0,1	0,1
P/E (x)	371	31	15	12
K/I (x)	9,5	4	3	2,7

Kilde: Jyske Bank & Vestas

Vestas	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	170
Lukkekurs (DKK)	107,9
Markedsværdi (DKK mio.)	108.965
Jyske Quant	Q5
Value score	Q2
Quality score	Q5
Momentum score	Q5

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

Danske aktier – Ændringer den seneste måned

Danske aktier – Ændringer siden sidst (31-10-2024)

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	11725 (DKK)	12500 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Morten Holm Enggaard
Alm Brand	13,43 (DKK)	16 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Carlsberg	729 (DKK)	1050 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Coloplast	891,8 (DKK)	950 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Danske Bank	201,2 (DKK)	230 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Demant	270,8 (DKK)	330 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
DSV	1488,5 (DKK)	1650 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Morten Holm Enggaard
Genmab	1511 (DKK)	2400 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
GN Store Nord	133,9 (DKK)	175 (DKK)	180 (DKK)	08-11-2024	Køb	Hold	08-11-2024	Janne Vincent Kjær
Netcompany	350,6 (DKK)	375 (DKK)	350 (DKK)	01-11-2024	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
NKT	558,5 (DKK)	650 (DKK)	660 (DKK)	15-11-2024	Hold	-	-	Janne Vincent Kjær
Nordea	79,96 (DKK)	95 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Novo Nordisk	747,6 (DKK)	1000 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Novonesis	409,9 (DKK)	575 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Haider Anjum
Pandora	1117,5 (DKK)	1100 (DKK)	1150 (DKK)	07-11-2024	Hold	-	-	Janne Vincent Kjær
Rockwool	2688 (DKK)	3000 (DKK)	3300 (DKK)	29-11-2024	Hold	Køb	19-11-2024	Janne Vincent Kjær
Royal Unibrew	530 (DKK)	590 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Tryg	162,4 (DKK)	170 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Anders Haulund Vollesen
Vestas	107,9 (DKK)	170 (DKK)	210 (DKK)	06-11-2024	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær

Kilde: Jyske Bank

Se historiske anbefalingsændringer [her](#)

Vigtig Investorinformation

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

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

Analysen og anbefalinger er generelle informationer og ikke personlig rådgivning.

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

Interessekonflikter

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

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

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

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

Læs mere om Jyske Banks politik om interessekonflikter på:

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

Modeller

Kvantitative anbefalinger på enkeltsekskaber

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

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

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

Fundamentale anbefalinger på enkeltsekskaber

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

Jyske Bank anvender en eller flere af følgende modeller:

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

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

hvor

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

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

EV = Estimeret værdi (både egenkapital og rentebærende gæld)

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

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

Anbefalingsbegreber

Kvantitative anbefalinger på enkeltsekskaber

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

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

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

Fundamentale anbefalinger på enkeltsselskaber

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

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

Kilde: Jyske Bank

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

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

Opdatering af analysen

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

Risiko

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

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

Afkast og kursudvikling

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

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

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

Skat

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

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.