

Danske Aktier



Indholdsfortegnelse

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

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

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

Jyske Bank A/S

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

A.P. Møller – Mærsk

- Medvind i sejlene fra eksportboom ud af Kina, men...
- De mørke skyer samler sig, og vinden skifter retning

Medvind i sejlene fra eksportboom ud af Kina, men...

Godt nok har vi en salgsanbefaling på aktien, men vi erkender blankt, at Mærsk's regnskab for 3. kvartal 2025, der offentliggøres den 6. november, godt kan gå hen og overraske ganske betydeligt. Et stærkt eksportboom ud af Kina, især til de omkringliggende asiatiske lande, men også til Afrika, EU og Latinamerika ventes at være understøttende for en sekventiel fremgang for Ocean-forretningen. Mærsk venter selv at ligge over markeds-væksten i kvartalet, og årets højsæson er da også forløbet uden nævneværdige forstyrrelser. Den stærke performance for Ocean smitter af på Terminals-forretningen, der fortsat præsterer stærkt med en moden portefølje, mens Logistics ventes at vise sekventiel forbedring, trods et betændt marked i USA.

De mørke skyer samler sig, og vinden skifter retning

Vi anerkender, at det stærke Q3-regnskabet, og en potentiel handelsaftale mellem USA og Kina sagtens kan sende aktien højere på kort sigt. Man må dog ikke lade sig rive med af jubelrusen på kort sigt. Vi kan nemlig ikke se igennem fingrene med de fortsatte, og voksende, ubalancer i markedet mellem udbud og efterspørgsel, som har sendt fragtraterne ned i et niveau, hvor Ocean-forretningen ventes at være tabsgivende allerede fra 4. kvartal 2025.

Investeringscase

Mens Mærsk-aktien er billigt prisfastsat, både i absolutte og historiske termer, er blandt de absolut bedste i containershipping-industrien, har en meget stærk balance og en høj andel af volumen på kontrakt er det imidlertid svært at komme udenom, at cocktailen af udfordringer for industrien fortsat består. Det globale containermarked kigger ind i en mere volatil og uforudsigelig periode som følge af geopolitisk usikkerhed og Donald Trumps protektionistiske toldpolitik. Dette, kombineret med, at fragtkapacitetsvæksten vil overgå efterspørgselsvæksten i de kommende år, skaber et strukturelt pres på industrien, og særligt fragtraterne. Derudover er der en potentiel negativ trigger fra en åbning af sejlads gennem Det Røde Hav, som vil give en kraftig forøgelse af kapaciteten.

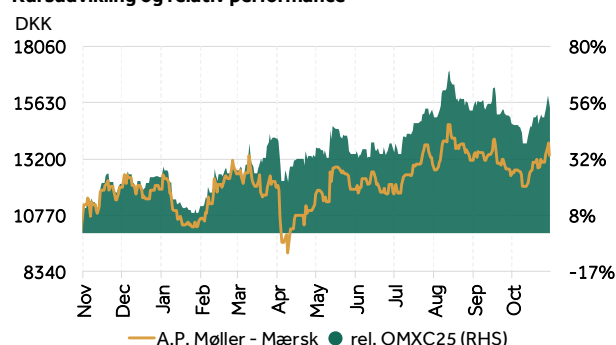
Udvalgte nøgletal

USDm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	55.482	51.235	51.099	53.727
Res. Primær drift	6.499	2.600	1.884	579
Nettoresultat	6.232	2.083	1.473	345
Balance sum	87.697	87.638	87.698	87.879
Egenkapital	57.947	57.466	57.498	58.318
Indtjening per aktie (DKK)	2.555,4	854,2	603,8	141,5
Udbytte per aktie (DKK)	766,6	341,7	241,5	150,0
P/E (x)	5,3	15,8	22,4	95,6
K/I (x)	0,6	0,6	0,6	0,6

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

A.P. Møller - Mærsk	Sælg
Sektor	Industri
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	11000
Lukkekurs (DKK)	13360
Markedsværdi (DKK mio.)	211.084
Jyske Quant	Q1
Value score	Q1
Quality score	Q3
Momentum score	Q2

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Haider Anjum, Research

Alm. Brand

- Godkendt 3. kvartalsregnskab
- Øjnene rettet mod kapitalmarkedsdag

Godkendt 3. kvartalsregnskab

Alm. Brand aflagde 3. kvartalsregnskab den 29. oktober, som bød på solide underliggende forbedringer (3,2% å/å) og flot momentum på topinjevæksten (7,5 %). Forsikringsresultatet landede 5 % bedre end ventet på DKK 535 mio. – især drevet af en fortsat solid vækst i partnerskabsaftalen med Lokale Pengeinstitutter, og en combined ratio som var en smule bedre end ventet. Combined ratio var positivt påvirket af en stærk udvikling i den underliggende erstatningsprocent, drevet af prisinitiativer og synergier. Selskabet løftede desuden guidance for resten af året til DKK 1,75-1,85 mia. (tidligere: DKK 1,6-1,8 mia.), hvilket vi ser som en naturlig konsekvens af niveauet af afløbsresultatet og stærke underliggende forbedringer for kvartalet.

Øjnene rettet mod kapitalmarkedsdag

Alm. Brand afholder kapitalmarkedsdag den 18. november 2025, hvor de vil præsentere ny strategi og finansielle mål for den kommende periode 2026-2028. Foruden strategiske mål, som vækst, lønsomhed, skadesforløb og omkostninger, ventes Alm. Brand at give en opdatering på selskabets kapitalposition, som aktuelt ligger på et meget højt niveau efter godkendelsen af den partielle interne model samt indfrielsen af Tier 2-kapital i løbet af kvartalet.

Investeringscase

Alm. Brand har på få år gennemgået en succesfuld transformation, fra at være et finansielt supermarked til i dag at være et fokuseret skadesforsikringsselskab med et rent dansk fokus. I samme periode har Alm. Brand løbende arbejdet med at forbedre lønsomheden i forsikringsforretningen, hvilket har vist lovende takter, og vi ser gode muligheder for, at Alm. Brand indfrier 2025-målsætningen om et forsikringsresultat på DKK 1,85 mia. inkl. høstede synergieffekter ifm. Codan-opkøbet på DKK 600 mio. Vi anser dog aktiens nuværende værdiansættelse som fair, både relativt til gruppen af børsnoterede nordiske forsikringsselskaber samt ud fra et fundamentalt perspektiv. Vi anser derfor kurspotentialet for at være behersket – dog stadig positivt – i de kommende måneder.

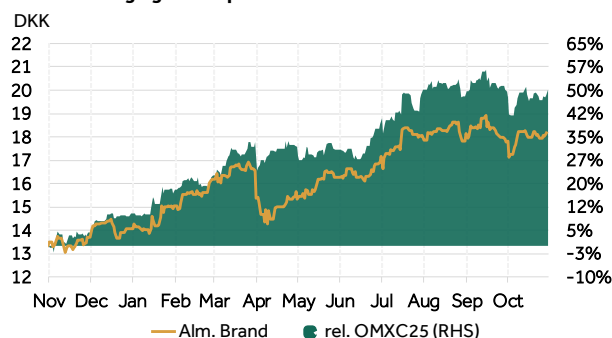
Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Bruttopræmieindtægter	11.083	11.820	12.146	12.472
Teknisk resultat	1.443	1.853	2.015	2.077
Nettoresultat	776	1.298	1.299	1.348
Balance sum	35.428	34.079	36.336	36.800
Egenkapital	13.403	12.665	12.197	11.925
Indtjening per aktie (DKK)	0,5	0,9	1,0	1,0
Udbytte per aktie	0,6	0,7	0,8	0,9
P/E (x)	27,2	19	19	18
K/I (x)	1,6	2,1	2,2	2,2

Kilde: Jyske Bank & Alm. Brand

Alm. Brand	Hold
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	18,5
Lukkekurs (DKK)	18,22
Markedsværdi (DKK mio.)	26.474
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- r i dag privatkunder, små- og mellemstore erhvervs- virksomheder, ejendomme, landbrug samt den offent- lige sektor. Alm. Brand har hovedsæde i København og har ca. 2400 medarbejdere

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

Carlsberg

- Er det værste ved at være ovre for Carlsberg?
- Stærkt positioneret til at vinde markedsandele

Er det værste ved at være ovre for Carlsberg?

Udviklingen i 3. kvartal var bestemt ikke hverdagskost for Carlsberg, der leverede volumenvækst på -2,6%, -1,2% og -5,2% i henholdsvis Vesteuropa, Asien og CEEI. Imidlertid styrker handelsopdateringen faktisk vores syn på den langsigtede case. Selv hvis udfordringerne i Asien og Ukraine ikke forsvinder i den nærmeste fremtid, ser vi nemlig lys for enden af tunnelen. Vi ser positivt på modstandsdygtigheden på det kinesiske marked, hvor Carlsberg venter positiv vækst i Q4. Derudover ses der bedringstegn i Vietnam, mens det indiske marked sluttede 3. kvartal virkelig stærkt, hvilket er fortsat ind i 4. kvartal. Der ses ingen større ændringer i Q4 i Vesteuropa relativt til Q3, hvilket peger på en positiv udvikling eksklusiv San Miguel.

Stærkt positioneret til at vinde markedsandele

Den svage udvikling i 3. kvartal 2025 var i høj grad drevet af midlertidige modvinde i form af blandt andet tabet af San Miguel-kontrakten i Vesteuropa, dårligt vejr i Polen, en intensivering af krigen i Ukraine, monsun i Indien og den kinesiske regerings Anti Extravaganza-kampagne. Carlsbergs udvidelse af deres produktportefølje, deres øget fokus på at være multibeverage, rammer de "rigtige" kategorier på de "rigtige" vækstmarkeder, og selskabet står stærkt positioneret, når forbrugertilliden i flere lande igen vender og de midlertidige modvinde skifter retning.

Investeringscase

Efter en stærk start på aktieåret 2025 har Carlsberg-aktien været ramt af tømmermænd. Aktien kan drives højere af fremgang hos forbrugerne, samt det faktum at Carlsberg igennem en årrække har bevist, at de har en rolig hånd på roret, når skibet sendes ud i uroligt farvand. Fokus på premium- og specialøl, øget investeringer i marketing, øget investeringer i Asien, Pepsi-licensen i Kasakhstan, samt selskabets e-commerce platform danner et solidt fundament for fremtiden. Alt dette understøtter målsætningen om en organisk salgsvækst på 4-6% frem mod 2027 – som en del af deres SAIL'27-strategi.

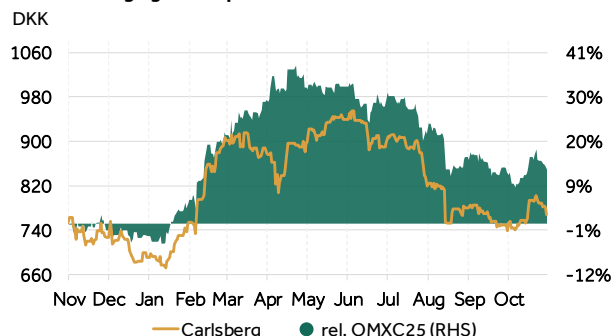
Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	75.011	86.508	93.976	97.703
Res. Primær drift	11.411	13.326	14.856	15.898
Nettoresultat	8.005	8.188	9.547	10.401
Balance sum	113.328	166.821	169.707	170.874
Egenkapital	30.612	32.950	33.698	34.168
Indtjening per aktie (DKK)	68,7	53	62	68
Udbytte per aktie	27	29	32	35
P/E (x)	11	15	13	12
K/I (x)	3,0	3,3	3,3	3,2

Kilde: Jyske Bank & Carlsberg

Carlsberg	Køb
Sektor	Stabilt forbrug
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	950
Lukkekurs (DKK)	768
Markedsværdi (DKK mio.)	107.812
Jyske Quant	Q4
Value score	Q3
Quality score	Q4
Momentum score	Q3

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

Carlsberg er et af verdens største bryggerier med en produktpalette på mere end 700 produkter, fordelt på 140 brands og en tilstedeværelse i 150 lande. Topbrandsene Carlsberg, 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.
- Opbremsning i det vigtige asiatiske vækstmarked.
- Hårdere konkurrence, som vil presser volumen-væksten og markedsandele.
- Lovgivningsmæssige ændringer, der har til formål at reducere alkoholforbruget

Senior Analyst, Haider Anjum, Research

Coloplast

- Coloplast genvinder lidt af det tabte i oktober
- Fokus på guidance for 2026 og execution

Coloplast genvinder lidt af det tabte i oktober

Efter en svag kursudvikling i september har Coloplast hentet det tabte i oktober, hvor aktien er steget 8,6 %. Den positive kursreaktion kommer efter et generelt udfordrende 2025, som ikke har udviklet sig til selskabets fordel. I oktober kom nyheden om, at Lars Rasmussen – selskabets midlertidige CEO og tidligere bestyrelsesformand – træder ud af bestyrelsen ved generalforsamlingen den 4. december. Han fortsætter som midlertidig CEO, indtil en permanent CEO er fundet. Coloplast bekræfter, at processen forløber planmæssigt, og at en ny CEO forventes udpeget inden maj 2026. Coloplast foreslår LEGO's CEO, Niels B. Christiansen, som nyt bestyrelsesmedlem og formand. Ændringen ses ikke som kurspåvirkende.

Fokus på guidance for 2026 og execution

Investorerne næste pejlemærke er regnskabet for 4. kvartal, der offentliggøres den 4. november. Forventningerne er afdæmpede, og selskabet ventes at lande i bunden af sin guidance for 2024/25 med en organisk vækst omkring 7 % og en EBIT-margin på 27–28 %. Størst fokus bliver på forventningerne til 2025/26, som markerer første år under den nye *Impact4*-strategi. Her forventes væksten at accelerere moderat, drevet af bedring i Kerecis og Urologi, mens Kina og Wound Care fortsat trækker ned. Investorerne vil samtidig holde øje med udviklingen i todsagen i USA og processen omkring den nye CEO – to faktorer, der bliver afgørende for, om Coloplast kan genvinde markedets fulde tillid.

Investeringscase

Flere skuffende kvartalsregnskaber og udfordringer i Urologi og på det kinesiske stomimarked, kan annonceringen af de nye vækst- og indtjeningsmål være med til at give Coloplast en frisk start og nulstille forventningerne. Annonceringen af den nye strategi, som ikke indeholdt større overraskelser, ændrer ikke på vores syn på Coloplast, som en aktie, der tilbyder fortsat en attraktiv vækstprofil, solide marginer og fornuftig værdiansættelse, men genvinding af markedets tillid kræver beviser på fremgang. Vi vurderer fortsat, at markedet har indpriset mange negative forhold, og at blot fraværet af flere negative nyheder eller annonceringen af en ny CEO kan styrke aktien.

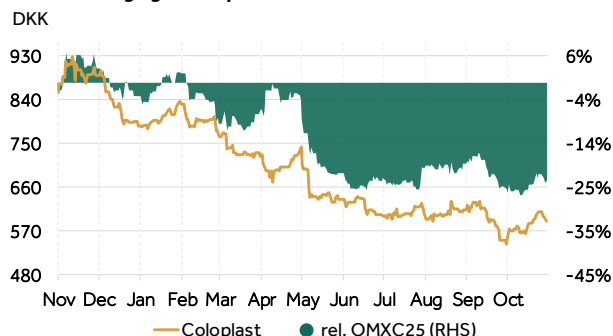
Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	27.030	27.974	29.300	31.490
Res. Primær drift	7.320	7.158	8.051	8.821
Nettoresultat	5.052	3.724	5.530	6.126
Balance sum	48.073	48.115	49.562	51.006
Egenkapital	17.405	18.150	19.533	20.870
Indtjening per aktie (DKK)	22	17	25	27
Udbytte per aktie	22	13	18	19
P/E (x)	26	37	25	22
K/I (x)	11	8	7	7

Kilde: Jyske Bank & Coloplast

Coloplast	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	720
Lukkekurs (DKK)	589,4
Markedsværdi (DKK mio.)	134.501
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 vækst-mål.
- Sundhedsreformer kan presse priserne.
- Integrationsrisiko i forbindelse med Atos opkøbet.
- Usikkerheder ved fremtidige opkøb.
- Konkurrenter begynder at indhente Coloplast, når det kommer til produktinnovation.
- Tidligere opdagelse, kure og forbedrede produkter reducerer markedet for Coloplasts produkter.

Senior Analyst, Henrik Hallengreen Laustsen, Research

Danske Bank

- Godkendt 3. kvartalsregnskab
- Flot udlånsmomentum i Norden

Godkendt 3. kvartalsregnskab

Danske Bank aflagde regnskab den 31. oktober, som så en topline der skuffede en smule – særligt drevet af lavere handelsindtægter end ventet. Danske Bank beviste dog endnu engang, at deres særlige balancesammensætning tillader mere robuste nettorenteindtægter end flere konkurrenter, som kun så et fald på 1 % sammenlignet med sidste år. Bankens kernekapitalprocent lå på 18,7 % - markant over deres egen målsætning på 16 % og regulatoriske krav på 14,8 %, hvilket vidner om, at Danske Bank stadigvæk står et robust og med potentiale til pæn udlodning de kommende år. Vi ser generelt regnskabet som positivt for aktien.

Flot udlånsmomentum i Norden

Hvis man justerer for frasalget af den norske forretning, lå Danske Banks udlånsvækst i 3. kvartal på 4 % sammenlignet med sidste år, især drevet af et flot momentum i storkundeafdelingen, som så en vækst på 13,1 %. Denne positive udlånsvækst skal ses i lyset af, at bankudlån i alt er oppe med 2,1 % i Danmark å/å, 1,3 % i Finland og 0,3 % i Sverige. Det vidner altså om, at markederne generelt ser en stigende kreditefterspørgsel, men også at Danske Bank formår at vinde kunder fra konkurrenter og udvider sin position i Norden.

Investeringscase

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

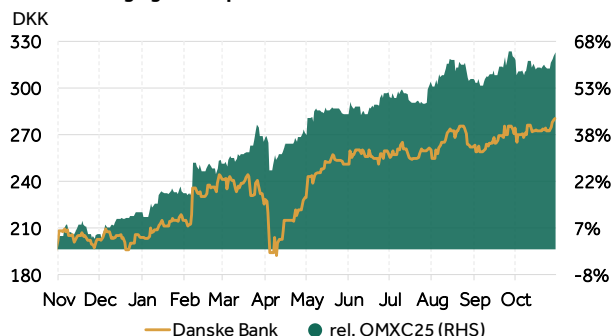
Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Indtj. før skat	31.212	29.509	28.151	28.047
Nettoreultat	23.628	22.208	21.310	21.231
Balance sum	3.540.355	3.591.394	3.681.951	3.768.140
Egenkapital	175.687	181.041	175.853	174.212
Indtjening per aktie (DKK)	28,3	27	27	28
Udbytte per aktie	28,7	23	22	16
P/E (x)	7	10,1	10,3	9,9
K/I (x)	1,0	1,3	1,3	1,3

Kilde: Jyske Bank & Danske Bank

Danske Bank	Hold
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	270
Lukkekurs (DKK)	280,7
Markedsværdi (DKK mio.)	234.383
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

- Udsudte 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

- Nyhederne har ikke smittet af på aktiekursen
- Fokus på salgsudviklingen og bedring i markedsvæksten

Nyhederne har ikke smittet af på aktiekursen

Demant har ikke gjort det store væsen af sig i oktober måned på trods af flere selskabsspecifikke nyheder. Demant kunne på den europæiske høreapparatsmesse løfte sløret for et nyt banebrydende "i-øret" høreapparat, Oticon Zeal, der kan være med til at øge Demants markedandel i ITE-segmentet, hvor Demants markedandel er under gruppeniveau. Den langsomme udrulning og størrelsen af markedet gør dog, at den fulde effekt først vil være synlig i 1. kvartal 2026. Derudover har Demant i oktober meddelt, at de har indgået en aftale om at sælge Oticon Medical til Impilo til en pris på DKK 600 mio. på gældsfri basis. Demant har dog forpligtet sig til at supportere forretningen i en overgangsperiode indtil at Oticon Medical kan stå på egne ben.

Fokus på salgsudviklingen og bedring i markedsvæksten

Demant kommer med deres kvartalsorientering d. 4. november, hvor fokus vil være på salgsudviklingen i 3. kvartal, og hvorvidt der er tegn på bedring i markedsvæksten. Vi forventer fortsat, at Demant vil være i stand til at levere på guidance, men den øvre ende af guidance-intervallet bliver svær at nå, hvis ikke markedsvæksten bedres, hvilket ikke synes at have været tilfældet i juli og august. Vi vil derfor ikke sætte næsen op efter noget prangende resultat i 3. kvartal. Vi forbliver dog køber af aktien i forventning om, at Oticon Zeal og lanceringen af en helt ny høreapparatsplatform i starten af det nye år bør bane vejen for en markant acceleration i væksten i 2026.

Investeringscase

Vi betragter Demant som et veldrevet selskab, der står godt positioneret til at drage fordel af den strukturelle vækst i efterspørgslen efter høreapparater. Denne udvikling understøttes af en stigende andel af ældre over 65 år og mere socialt aktive seniorer. Selv om væksten i 1. halvår har været negativt påvirket af øget makroøkonomisk usikkerhed, der har fået kunderne til at holde igen med at anskaffe sig et nyt høreapparat, er de langsigtede vækstudsigter intakte. Vi forventer således, at væksten vender tilbage på sporet i 2026, understøttet af lanceringen af et nyt høreapparat. Det er ikke fuldt afspejlet i prisen. Prissætningen ser således attraktiv ud – både i forhold til selskabets egen historik og relativt til konkurrenterne.

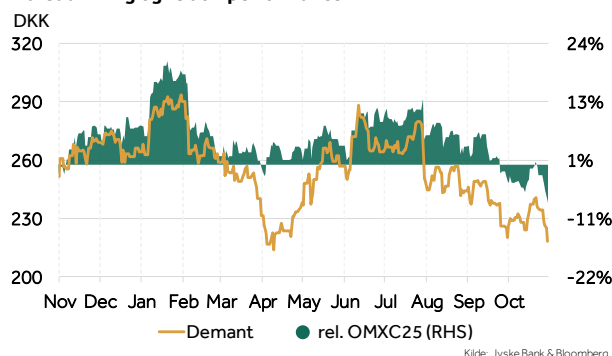
Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	22.419	22.833	24.798	26.730
Res. Primær drift	4.528	4.014	4.642	5.036
Nettoresultat	2.388	2.524	3.017	3.330
Egenkapital	9.564	10.475	11.293	12.243
Indtjening per aktie (DKK)	10,7	12	14	16
P/E (x)	25	20	17	15
K/I (x)	6,1	4,8	4,5	4,1

Kilde: Jyske Bank & Demant

Demant	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	300
Lukkekurs (DKK)	218,2
Markedsværdi (DKK mio.)	46.650
Jyske Quant	Q3
Value score	Q2
Quality score	Q1
Momentum score	Q5

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

Demant er en af verdens førende producenter af høreapparater med en global markedandel, der kun er overgået af Sonova. Demant udvikler, producerer og sælger høreapparater, der spænder over hele pris-spektret 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

- Positive takter overskygger svære markedsforhold
- Opjustering af synergimålsætning lurer i horisonten

Positive takter overskygger svære markedsforhold

Helt som forventet måtte DSV se sig nødsaget til at nedpræcisere deres forventninger til EBIT-resultatet i 2025 til DKK 19,5-20,5 mia. Det skyldes især udfordrende markedsforhold inden for luft- og søfragt. Der var dog flere positive takter, der overskyggede de svære markedsforhold blandt andet bedringstegn for Roads-forretningen. Positivt er det også, at DSV på trods af udfordrende markedsforhold og fokus på integration genererede næsten DKK 4 mia. i frit cashflow, mens man reducerede gældsgraden NIBD/EBITDA til 2,7x. Dermed er DSV godt på vej til at få bragt gearing ratioen ned under 2,0x inden 1. halvår 2027, så man igen kan påbegynde aktietilbagekøb.

Opjustering af synergimålsætning lurer i horisonten

Integrationen af DB Schenker er kommet stærkt fra land. DSV venter nu, at 30% af Schenker integrationen er gennemført i 2025, hvorfor man har opjusteret estimatet for synergier i 2025 til DKK 800 mio. fra tidligere DKK 500-600 mio. Den stærke start på integrationen betyder ligeledes, at DSV nu venter, at 70% af integrationen er gennemført i 2026 fra tidligere 50%. Synergimålsætningen om årlige synergier på DKK 9 mia. fra 2028, når integrationen ventes gennemført, fastholdes dog. Vi ser en overvejende stor sandsynlighed for, at DSV senest til kapitalmarkedsdagen slut marts/start april 2026 opjusterer deres synergimålsætning.

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 vækstrejse, DSV er på. Forude venter dog turbulente farvende og tåge. Ikke nok med, at DSV står over for deres største integration, så har Donald Trumps protektionistiske politik gjort fragtmarkedet mere volatilt og mindre forudsigeligt. DSV har dog tidligere bevist, at de har de nødvendige kompetencer til effektivt at absorbere og integrere større virksomheder, men også til at præstere under volatile markedsforhold.

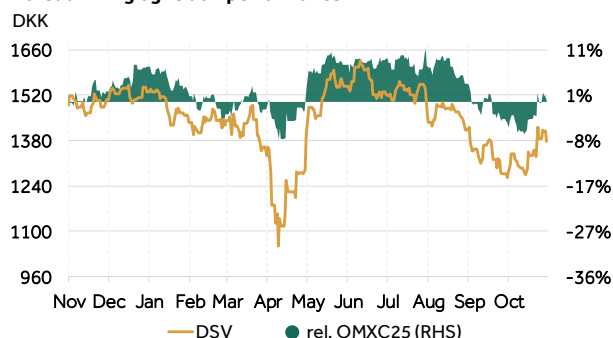
Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	167.106	250.136	296.518	299.962
Res. Primær drift	16.096	19.949	26.128	30.243
Nettoresultat	10.175	10.385	12.114	17.737
Balance sum	236.545	299.781	288.698	277.223
Egenkapital	114.503	113.926	137.957	162.723
Indtjening per aktie (DKK)	43	43	50	74
Udbytte per aktie (DKK)	6	6,5	7,6	11,1
P/E (x)	33	33	28	19
K/I (x)	3,0	3,0	2,5	2,1

Kilde: Jyske Bank & DSV

DSV	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	1800
Lukkekurs (DKK)	1377
Markedsværdi (DKK mio.)	331.092
Jyske Quant	Q5
Value score	Q4
Quality score	Q4
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 frachtselskaber.
- Lovgivningsmæssige og arbejdsretsmæssige ændringer i selskabets vigtige segmenter og regioner.

Senior Analyst, Haider Anjum, Research

Genmab

- Darzalex-salg kan løfte Genmabs forventninger for året
- Konkurrence presser Genmab efter ESMO-konferencen

Darzalex-salg kan løfte Genmabs forventninger for året

Genmab fortsatte den stærke kursudvikling frem til midten af oktober, men aktien faldt derefter tilbage og endte måneden med et samlet fald på 4,6 %. Den positive stemning tidligere på måneden skyldtes især opkøbet af Merus, mens den efterfølgende kursmodvind kom som følge af bekymringer om øget fremtidig konkurrence mod Petosemtamab (Peto) og Rina-S (se næste afsnit). Den 6. november offentliggør Genmab sit kvartalsregnskab, hvor spændingen delvist er reduceret efter, at partnerne Johnson & Johnson og Novartis allerede har rapporteret Darzalex- og Kesimpta-salg over forventningerne, hvilket øger sandsynligheden for, at Genmab kan løfte salgsforventningerne for 2025.

Konkurrence presser Genmab efter ESMO-konferencen

Månedens nyhedsstrøm var domineret af Genmabs igangsatte opkøb af Merus, der skal styrke selskabets pipeline. Glæden over opkøbet blev dog dæmpet af øget konkurrence, da ESMO-konferencen viste nye data fra både Johnson & Johnson, Astra-Zeneca og Eli Lilly, som udfordrer Genmabs RINA-S og petosemtamab i hhv. livmoderhalskræft og hoved- og halskræft. Selvom konkurrenterne leverer lovende data, vurderes Genmab at have et forspring, men ESMO mindede investorerne om, at konkurrencen på ADC-området skærpes. Fokus i november vil være rettet mod regnskabet og eventuel guidance-opjustering.

Investeringscase

Positive studieresultater for kerneprodukterne Rina-S og Epcoritamab, samt opkøbet af Merus og adgangen til kerneproduktet petosemtamab (peto) har skabt af øget optimisme (og sendt aktien nordpå) omkring investorernes største udfordring med Genmab, nemlig hvordan Genmab vil skabe vækst i forretningen efter patentudløbet på Darzalex i 2030. Efter et pænt kurs-run kombineret med et mere afdæmpet nyhedsflow resten af 2025 og starten af 2026 gør, at vi ser et positivt, om end mindre, afkastpotentiale i aktien end tidligere. Genmab-aktien anses nu som mere fair værdiansat end tidligere. Skal aktien fortsætte op kræver det, at Genmab fortsætter det solide vækstmæssige momentum og fortsætter med positive dataannonceringer.

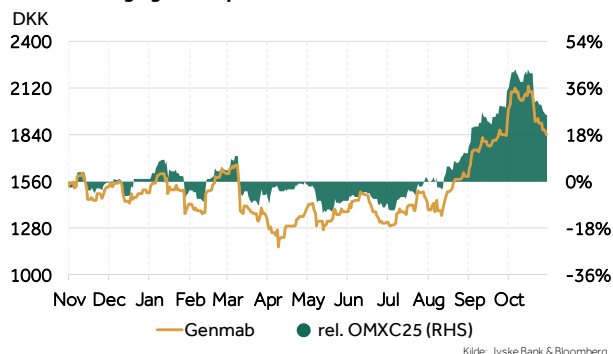
Udvalgte nøgletal

USDm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	3.132	3.597	4.326	4.615
Res. Primær drift	973	1.257	1.334	1.502
Nettoresultat	1.139	1.050	1.116	1.265
Balance sum	6.414	7.464	8.580	9.845
Egenkapital	5.137	6.187	7.303	8.568
Indtjening per aktie (DKK)	17	16	17	20
P/E (x)	13	17	17	15
K/I (x)	2,8	2,9	2,5	2,2

Kilde: Jyske Bank & Genmab

Genmab	Hold
Sektor	Sundhed
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	2000
Lukkekurs (DKK)	1839,5
Markedsværdi (DKK mio.)	118.108
Jyske Quant	Q1
Value score	Q2
Quality score	Q1
Momentum score	Q3

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-Hodgkinlymfom.
- Større end forventet omkostningsstigninger fra R&D.

Senior Analyst, Henrik Hallengreen Laustsen, Research

GN Store Nord

- Stærkt regnskab fra Logitech, men svaghedstegn i USA
- Fokus på salgsudviklingen forud for 3. kvartalsregnskab

Stærkt regnskab fra Logitech, men svaghedstegn i USA

GN Store Nord er steget 8 % den seneste måned. Det er på trods af, at flere af konkurrenterne på den europæiske høreapparatsmesse har præsenteret nye produkter, herunder Demant og Sonova. Vi forventer dog ikke at det får nogen nævneværdig indflydelse på markedsandelene i år. Derudover har Logitech offentliggjort regnskab for 2. kvartal, som overgik markedets forventninger med 20 % målt på driftsindtjeningen. Regnskabet viser en solid underliggende efterspørgsel, men Logitech flager lidt svaghedstegn blandt den amerikanske forbruger, særligt indenfor Gaming, hvor de seneste prisstigninger har påvirket efterspørgslen negativt.

Fokus på salgsudviklingen forud for 3. kvartalsregnskab

GN Store Nord kommer med regnskab d. 6. november, hvor fokus vil være på salgsudviklingen i kvartalet, og hvorvidt der er ændringer at spore i efterspørgslen. Vi forventer, at den stærke performance i Hearing vil fortsætte i 3. kvartal, understøttet af lanceringen af ReSound Vivia, der gør det muligt at tage markedsandele. Samtidig bliver sammenligningstallene i Enterprise forretningen lettere, hvorfor vi forventer at se en sekventiel bedring i væksten sammenlignet med 2. kvartal. Det er dog først i 3. kvartal, at de stigende toldsatser slår fuldt igennem på indtjeningen, og vi mangler fortsat at se de fulde effekter af de stigende priser i USA. Vi forventer derfor, at indtjeningsmarginen vil ligge i den lave ende af guidance-intervallet på 11-13%.

Investeringscase

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

Udvalgte nøgletal

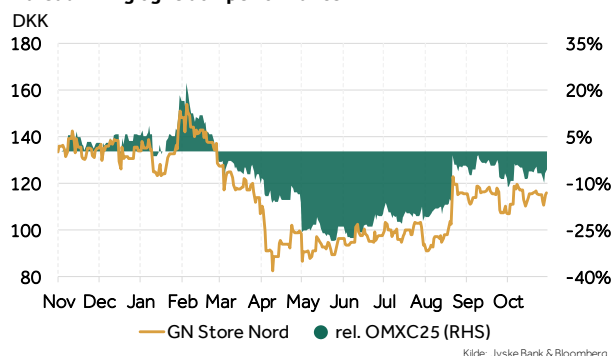
DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	17.985	17.164	18.249	19.299
Res. Primær drift	1.860	1.769	2.256	2.515
Nettoresultat	1.059	904	1.403	1.605
Balance sum	29.946	30.540	30.179	30.632
Egenkapital	10.824	11.668	10.976	10.474
Indtjening per aktie (DKK)	7,0	6,0	9	11
Udbytte pr. aktie (DKK)	0,0	0,0	1,2	1,5
P/E (x)	19	19	12	10
K/I (x)	1,9	1,5	1,6	1,7

Kilde: Jyske Bank & GN Store Nord

GN Store Nord

Køb	
Sektor	Cyklisk forbrug
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	145
Lukkekurs (DKK)	115,75
Markedsværdi (DKK mio.)	17.468
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 headsetts, som markedsføres under brandet, Jabra. GN består af headset divisionen, GN Audio, som er verdens næststørste producent af headsetts 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

ISS

- Kikkerten rettet mod 3. kvartalsregnskab
- Status på store kontrakter for oktober

Kikkerten rettet mod trading update

ISS aflægger trading update for 3. kvartal den 5. november, hvor vi forventer at de leverer en solid, men moderat organisk valutajusteret vækst på 4,6 %. ISS har formået at stabilisere driften og levere solid vækst efter flere år med udfordringer. Denne fremgang drives især af øget aktivitet, nye kontrakter, herunder især den store DWP-kontrakt, som forventes at løfte væksten yderligere i årets sidste kvartal. Vi vurderer, at ISS stadigvæk har et solidt potentiale – på baggrund af stærk cash-flow generering og en mere realistisk værdiansættelse i forhold til konkurrenterne.

Status på store kontrakter for oktober

ISS kunne i oktober måned offentliggøre en enkelt stor kontrakt på DKK 100 mio. Denne kontrakt gik til en finansiel servicevirksomhed i Tyrkiet og bestod af en 3-årig aftale på DKK 100 mio. årligt svarende til 1,5 % af ISS's 2024-omsætning i Tyrkiet. Desuden kunne ISS offentliggøre, at de har reduceret en kontrakt i Storbritannien svarende til et årligt beløb på DKK 200 mio. – eller 1,7 % af den samlede omsætning i Storbritannien i 2024. Den helt store effekt i 4. kvartal 2025 sker dog ved opstart af DWP-kontrakten, som starter den 1. oktober, og vil indbringe DKK 1.200 mio. årligt, svarende til 1,4 % af den samlede 2024 omsætning.

Investeringscase

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

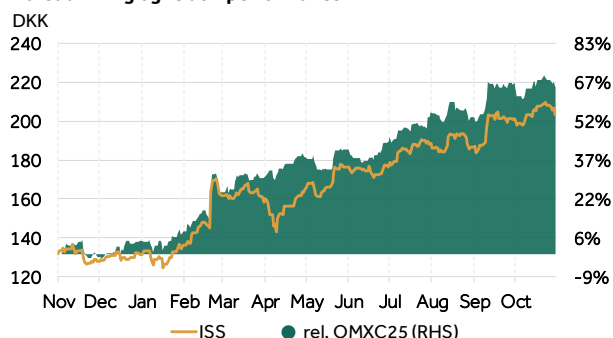
Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	83.761	85.362	88.647	93.080
Res. Primær drift	3.889	4.105	4.323	4.596
Nettoresultat	2.589	2.679	2.842	3.109
Egenkapital	11.913	10.333	10.763	11.315
Indtjening per aktie (DKK)	14,1	16,0	17,9	20,8
Udbytte per aktie	3,1	3,2	3,6	4,2
P/E (x)	9,2	13,1	11,7	10,1
K/I (x)	2,0	3,4	3,1	2,8

Kilde: Jyske Bank & ISS

ISS	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	230
Lukkekurs (DKK)	203,2
Markedsværdi (DKK mio.)	35.397
Jyske Quant	Q1
Value score	Q1
Quality score	Q4
Momentum score	Q1

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

ISS er et globalt Integrated Facility Services-selskab, der leverer en lang række forskellige serviceydelser indenfor hovedområderne rengøring, tekniske opgaver, fødevarer samt arbejdspladser (f.eks. sikkerhed). ISS har mere end 325.000 ansatte og er til stede i 40 lande - størstedelen af omsætningen hentes i Europa på ca. 70%. ISS' primære forretningsområde er deres rengøringsydelser, hvor de er de blandt de største selskaber på verdensplan; rengøringsydelser udgør ca. 42% af deres omsætning.

Risikofaktorer

- Risiko for nedgang i den globale økonomiske vækst, der påvirker den mere cykliske del af forretningen.
- En nedgang i væksten på emerging markets, som leverer vækst og driftsmarginer over gennemsnittet.
- Øget konkurrence, især i single service-markedet, som har relativt lave adgangsbarrierer.
- Nedadgående pres på priserne i forbindelse med fornyelse af store integrerede facility service-kontrakter.
- Lavere offentligt forbrug.

Senior Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

Netcompany

- Fremgang i nøglemarked driver solidt regnskab
- Lancerer nyt system til forsvar og beredskab

Fremgang i nøglemarked driver solidt regnskab

Netcompany leverede den 29. oktober et solidt 3. kvartalsregnskab, som blandt andet bød på en organisk vækst og indtjening en smule over forventningerne. Den organiske vækst steg 8,5% i lokal valuta, drevet af Storbritannien og Netcompany SEE & EU, mens Danmark viste stabil fremgang efter et hårdt 2. kvartal. Profitabiliteten blev fastholdt med en EBITDA-margin på 19%, understøttet af bedre kapacitetsudnyttelse i Storbritannien og Danmark. Generelt trak engangsomkostninger fra SDC-integrationen resultatet ned, men det forventes at give betydelige synergieffekter fremadrettet. Markedet kvitterede med en stigning på 5% på dagen.

Lancerer nyt system til forsvar og beredskab

Netcompany kunne i oktober måned afsløre, at selskabet lancerer systemet Verá, som er et system udviklet til forsvars- og beredskabsområdet. Dermed stempler Netcompany ret tydeligt ind i kampen om at levere systemer til kritisk europæisk infrastruktur. Netcompany har selv udtalt, at Verá sammen med eksisterende systemer til optimering kan udgøre 20-30 % af Netcompanys indtægter indenfor få år – hvilket vi vurderer er meget lovende. Aktien steg 6,7 % på dagen, hvilket må fortolkes som, at markedet ser et potentiale i det nye system.

Investeringscase

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

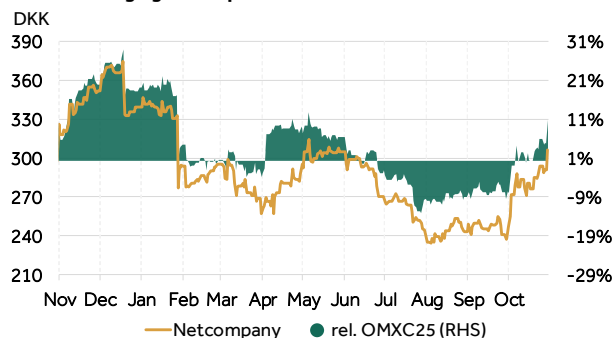
Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	6.540	7.889	9.420	10.110
Res. Primær drift	786	634	1.205	1.378
Nettoresultat	468	350	845	976
Egenkapital	3.615	3.925	3.921	3.921
Indtjening per aktie (DKK)	10	7	19	23
Udbytte per aktie	0,0	0,0	0,0	5,9
P/E (x)	29	39	15	12
K/I (x)	3,8	3,5	3,5	3,5

Kilde: Jyske Bank & Netcompany

Netcompany	Køb
Sektor	IT
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	375
Lukkekurs (DKK)	306,4
Markedsværdi (DKK mio.)	14.554
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

NKT

- Stærk medvind til NKT-aktien i oktober
- 3. kvartalsregnskabet ikke den store kurstrigger

Stærk medvind til NKT-aktien i oktober

NKT er kørt stærkt siden, at selskabet i september meddelte, at de er blevet valgt som foretrukken leverandør til Eastern Green Link 3 projektet i Storbritannien. Aktien er oppe med 19% den seneste måned og hele 43% år til dato. Prissætningen begynder derfor at se mere fair ud, da aktien er gået fra at handle til en rabat på over 50% til det historiske gennemsnit, til nu at handle til en præmie på 12%. Vi ser dog fortsat NKT som en god langsigtet investering, der er understøttet af en stigende efterspørgsel efter højspændingskabler og udsigten til et markant løft i profitabiliteten i takt med, at NKT begynder at eksekvere på ordrer, der er taget ind på højere priser. Vi skal dog ind i 2028 for at se det fulde potentiale udspille sig.

3. kvartalsregnskabet ikke den store kurstrigger

NKT kommer med regnskab d. 19. november, hvor fokus vil være på marginudviklingen i kvartalet, og hvorvidt NKT kan opretholde samme høje lønsomhed som i 2. kvartal. Efterspørgslen efter mellemspændingskabler er fortsat stærk og udbygningen af kapaciteten gør, at der stadig er god vækst i forretningen, også selv om konstruktionsaktiviteten fortsat ligger på et lavt niveau. Vi vil dog ikke sætte næsen op efter samme høje lønsomhed som i 2. kvartal og kommer indtjeningssejnen ind lavere end ventet kan vi ikke afvise, at bekymringerne omkring prispres i markedet kan blusse op på ny.

Investeringscase

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

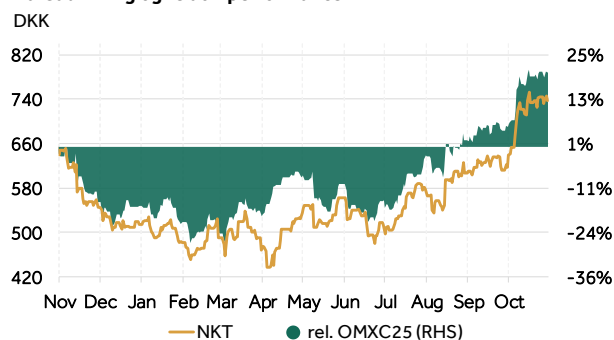
Udvalgte nøgletal

EURm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	3.252	3.589	3.669	4.549
Res. Primær drift	240	256	280	376
Nettoreultat	337	229	227	298
Balance sum	4.859	5.454	5.874	5.285
Egenkapital	1.853	2.082	2.308	2.220
Indtjening per aktie (EUR)	6,3	4,3	4,2	5,5
Udbytte per aktie (EUR)	0,0	0,0	1,4	1,8
P/E (x)	11	19	19	15
K/I (x)	2	2	2	2

Kilde: Jyske Bank & NKT

NKT	Hold
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	770
Lukkekurs (DKK)	737
Markedsværdi (DKK mio.)	39.592
Jyske Quant	Q4
Value score	Q2
Quality score	Q3
Momentum score	Q4

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

- Godkendt kvartalsregnskab
- Fokus på kapitalmarkedsdag

Godkendt kvartalsregnskab

Nordea leverede et solidt 3. kvartalsregnskab, som var præget af et godt kommercielt momentum, stigende udlån og vækst i forvaltede aktiver. Omkostningspresset er aftagende med en omkostningsratio på godkendte 45,7%, og banken har givet en positiv guidance for 2025, hvilket indikerer et lavere omkostningsniveau fremadrettet. Vi forventer desuden en fuld afvikling af hensættelsesbufferen på EUR 291 mio. ovenpå regnskabet, hvilket alt andet lige betyder meget lave nedskrivninger i Q4 2025 og 2026. Bundlinjen landede på EUR 1.228 mio., hvilket var 7 % bedre end ventet, og udlånsvæksten lå organisk på ca. 3 % sammenlignet med sidste år.

Fokus på kapitalmarkedsdag

Nordea afholder kapitalmarkedsdag den 5. november, hvor de ventes at præsentere nye finansielle mål. Vi forventer at dette vil inkludere en ny målsætning for omkostningsratioen på omkring 43-45 % og fastholdelse af ambitionen om en egenkapitalforrentning på over 15 % mod 2028. For at opnå dette, forventes Nordea at bruge AI som et centralt redskab til at øge omkostningseffektiviteten, især gennem automatisering af processer og reduktion af medarbejderbehovet.

Investeringscase

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

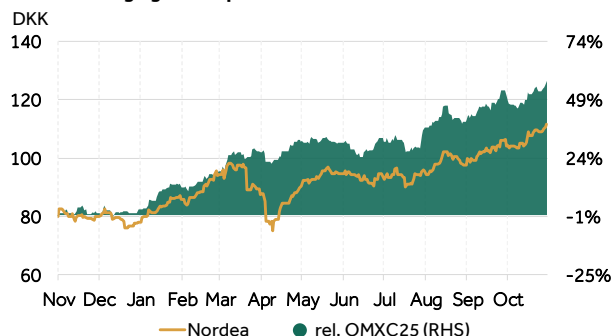
Udvalgte nøgletal

EURm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	7.594	7.168	7.224	7.410
Nettoresultat	5.059	4.873	4.833	4.861
Balance sum	623.365	652.192	662.751	673.730
Egenkapital	32.446	32.460	33.186	33.936
Indtjening per aktie (EUR)	1,4	1,4	1,4	1,5
Udbytte per aktie (EUR)	0,9	0,9	0,9	1,0
P/E (x)	10	10	10,2	9,9
K/I (x)	1,6	1,6	1,5	1,5

Kilde: Jyske Bank & Nordea

Nordea	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	120
Lukkekurs (DKK)	111,65
Markedsværdi (DKK mio.)	385.258
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

- 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

- Svage recepttall og uro i bestyrelsen lagde pres på aktien
- Ledelsesuro skaber tvivl før regnskabet

Svage recepttall og uro i bestyrelsen lagde pres på aktien

Oktober blev ikke den kurstrigger, som Novo Nordisk-investorerne havde håbet på, idet aktien er faldet 6,4 %. Faldet kan delvist tilskrives nyheden om omfattende udskiftninger i bestyrelsen efter interne uenigheder (se næste afsnit) og fortsat svaghed i recepttallene for både Ozempic og Wegovy. Novo afsluttede oktober med at indlede en boksekamp med Pfizer om opkøbet af Metsera, som har et par interessante produkter under udvikling mod fedme. Markedet vender nu deres fokus mod regnskabet for 3. kvartal som annonceres den 5. november. Investorerne vil især fokusere på 1) Hvordan Novo vil genvinde væksten? 2) Signaler for 2026 3) Nye bestyrelse og opkøbsstrategi. Oktober bød også på flere aftaler mellem Trump og medicinalsekskaberne om implementeringen af "Most Favoured Nation" - Pfizer og AstraZeneca indgik aftaler med Trump.

Ledelsesuro skaber tvivl før regnskabet

Den 14. november skal der afholdes en ekstraordinær generalforsamling efter store dele af bestyrelsen trådte tilbage efter uenigheder om tempoet i selskabets transformation, hvor Fonden ønsker hurtigere eksekvering og stærkere US/forbrugerkompetencer. Novo Nordisk Fonden bakker fortsat op om strategien og CEO Mike Doustdar. Bestyrelsesafgangen kan tolkes både positivt og negativt: positivt, fordi det signalerer handlekraft og vilje til forandring, men negativt, fordi det skaber usikkerhed om ledelsens retning.

Investeringscase

Pres fra compounders, nedjusteringer, prispres, politiske reformer i USA, toldrisiko og CagriSema-resultater, der ikke levede op til forventningerne – udfordringerne har ikke været svære at få øje på i Novo det sidste år. Udfordringerne har fyldt meget hos investorerne, og et fremtidigt stemningsskifte kan tage tid – Novo skal genfinde væksten. Trods politisk modvind, konkurrence og prispres vurderer vi fortsat, at vækstpotentialet er attraktivt over de kommende år (dog lavere end tidligere forventet), pipeline er stærk, og kapacitetsmæssigt er Novo i førersædet. Et fremtidigt stemningsskifte kan skabes af: 1) fremgang i recepttallene for Wegovy og Ozempic, 2) positive studieresultater Alzheimers og 3) godkendelse af Wegovy-pillen i 4. kvartal.

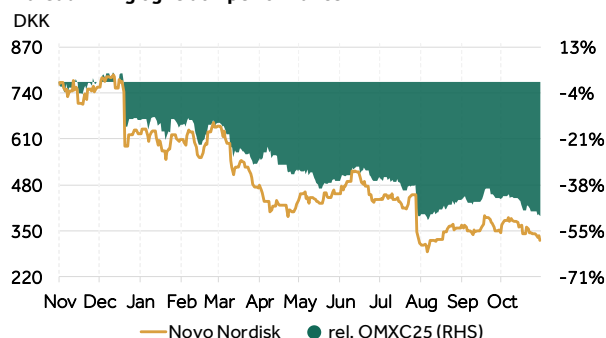
Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	290.403	310.853	319.777	335.358
Res. Primær drift	128.339	129.953	130.241	138.096
Nettoresultat	100.988	102.380	103.912	107.623
Balance sum	465.795	592.343	643.522	664.804
Egenkapital	157.316	221.304	273.413	291.227
Indtjening per aktie (DKK)	23	23	23	24
Udbytte per aktie	11	9	9	10
P/E (x)	15	15	15	14
K/I (x)	18	7	6	5

Kilde: Jyske Bank & Novo Nordisk

Novo Nordisk	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	475
Lukkekurs (DKK)	322,7
Markedsværdi (DKK mio.)	1.440.856
Jyske Quant	Q3
Value score	Q2
Quality score	Q1
Momentum score	Q5

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Henrik Hallengreen Laustsen, Research

Novonesis

- Energy og Human Health viser vejen i stabilt Q3
- Vækstprofil berettiger højere multipler

Energy og Human Health viser vejen i stabilt Q3

Novonesis buldrer ufortrødent videre i højt tempo, hvilket regnskabet for 3. kvartal 2025, der offentliggøres den 6. november, ventes at bekræfte. 3. kvartal kan vise sig at være "bedre end frygtet", for mens flere af konkurrenterne i den seneste tid har været ude og tale udsigterne for 2. halvår ned, oplever Novonesis selv uændrede underliggende forretningstendenser. Household Care ventes at bidrage stabilt med 3,0% organisk vækst, mens Agriculture, Energy & Tech ventes at præstere 10,0% organisk vækst, stærkt understøttet af Energy. I Food & Beverages er det især mejeri, der trækker væksten, mens salget af gære til bryggerisektoren i USA dog er lidt presset. Human Health-divisionen nyder fortsat godt af efterspørgsel på probiotiske løsninger.

Vækstprofil berettiger højere multipler

Med en ambition om at levere en gennemsnitlig årlig organisk vækst på 6-9% frem til 2030 har Novonesis sat baren højt, men det er langt fra uopnåeligt. Målsætningen om en justeret EBITDA-margin på 39% i 2030 ligger i den konservative ende, men netop derfor virker denne målsætning også meget realistisk. Og med aktien under pres, er værdiansættelsen langt mere attraktiv. Formår Novonesis at levere på deres 5-års plan, hvilket vi er overbeviste om, vil selskabet fortsat være "best-in-class", hvorfor vi vurderer, at aktien, givet den stærke vækstprofil og marginudsigterne, bør handle på højere multipler.

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 fortsætte væksteventyret i de kommende år. Novonesis' væksteventyr vil i de kommende år blandt andet være understøttet af den stigende efterspørgsel på bæredygtige og naturlige biologiske løsninger, hvor selskabet qua deres stærke kunderelationer, enorme biologiske værktøjskasse – med mere end 10.000 aktive patenter og 100.000+ enzym- og mikrobielle stammer – et solidt ry, en enorm produktionskapacitet og et konstant fokus på at optimere og udbygge kompetencer har en stærk konkurrencemæssig fordel.

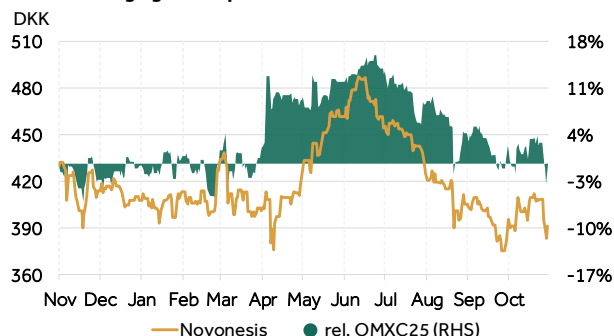
Udvalgte nøgletal

EURm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	3.946	4.181	4.577	4.927
Res. Primær drift	869	1.008	1.327	1.400
Nettoresultat	277	729	963	1.018
Balance sum	15.196	17.174	17.140	17.248
Egenkapital	11.176	11.747	12.225	12.736
Indtjening per aktie (DKK)	1	2	2	2
Udbytte per aktie	1	0	1	1
P/E (x)	82	32	24	23

Kilde: Jyske Bank & Novonesis

Novonesis	Køb
Sektor	Materialer
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	550
Lukkekurs (DKK)	391,1
Markedsværdi (DKK mio.)	183.152
Jyske Quant	Q5
Value score	Q4
Quality score	Q4
Momentum score	Q5

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

Selskabsbeskrivelse

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

Ved at kombinere Novozymes kompetencer inden for enzymer og proteiner med Chr. Hansens enorme teknologiske 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

- Lettelse i aktien efter fald i sølvpriserne
- Fokus på lanceringen af de nye kollektioner

Lettelse i aktien efter fald i sølvpriserne

Pandora er den seneste måned steget 5 % i takt med, at sølvprisen er faldet lidt tilbage. Selskabet har ellers længe været udfordret af stigende sølvpriser, der har sat rekord måned efter måned, hvilket lægger pres på indtjeningen og dermed aktiekursen. Historisk har sølvpriserne dog haft en tendens til at falde tilbage efter perioder med kraftige stigninger, og vi forventer, at det samme vil ske denne gang - om end den præcise timing er svær at forudsige. Vi så dog begyndende svaghedstegn i sølvprisen i oktober, hvor prisen faldt fra et rekordhøjt niveau på USD 54 pr. ounce midt i måneden til omkring USD 49 i dag.

Fokus på lanceringen af de nye kollektioner

Pandora kommer med regnskab d. 5. november, hvor fokus vil være på salgsudviklingen i kvartalet, og hvorvidt Pandora har set en bedring i væksten efter lanceringen af de nye kollektioner i slutningen af august. Pandora har allerede løftet sløret for omsætningsvæksten i de eksisterende butikker i juli måned, der kun var oppe med 2% - en tendens der er fortsat ind i august måned. Vi forventer dog at se en bedring i væksten fra september måned og frem, drevet af lanceringen af de nye kollektioner, Talisman og Minis, der ser ud til at være kommet fint fra start. Vi forbliver derfor køber af aktien, og vil benytte den seneste tids kursfald til at købe op i aktien i forventning om en bedring i væksten fra september måned og frem og en langsom, men gradvis normalisering i sølvpriserne.

Investeringscase

Smykkesalget har været overraskende robust på trods af makroøkonomisk modvind gennem de sidste par år, hvor Pandora har formået at tage markedsandele. Det vidner om, at de markedsføringskampagner, som selskabet har iværksat, har virket yderst effektivt, og at Pandora med lanceringen af nye, mere klassiske kollektioner har formået at trække flere kunder ind i deres butikker. På kort sigt kan den faldende forbrugertillid i USA påvirke salget negativt, ligesom de stigende sølvpriser og højere toldafgifter lægger pres på indtjeningen. Pandora har dog tidligere bevist, at de kan styre flot igennem tider med makroøkonomisk modvind, hvor salget har vist sig at være mere modstandsdygtigt, end vi umiddelbart havde frygtet.

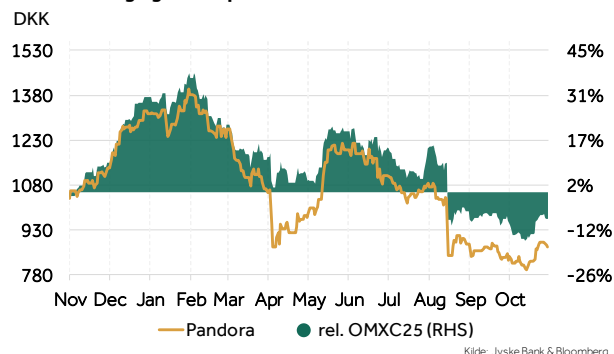
Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	28.136	31.681	33.094	35.500
Res. Primær drift	22.125	25.289	26.351	27.575
Nettoresultat	4.740	5.226	5.189	5.502
Egenkapital	5.356	5.507	5.120	4.288
Indtjening per aktie (DKK)	55	65	68	77
Udbytte per aktie	18	20	23	26
P/E (x)	17	14	13	11
K/I (x)	14	13	13	14

Kilde: Jyske Bank & Pandora

Pandora	Køb
Sektor	Cyklisk forbrug
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	1150
Lukkekurs (DKK)	871,2
Markedsværdi (DKK mio.)	68.825
Jyske Quant	Q1
Value score	Q1
Quality score	Q1
Momentum score	Q4

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

Pandora designer, producerer og markedsfører smykker i høj kvalitets 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.
- Stigende sølvpriser og toldafgifter på varer fra Thailand
- En aggressiv udbygning af butiksnettet kan kanibalisere omsætningen i de eksisterende butikker.
- Kopiprodukter, faldende kundetrafik og stigende guld- og sølvpriser.

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

Rockwool

- Fortsat negativt momentum i Rockwool-aktien
- Fokus på udviklingen i Nordamerika

Fortsat negativt momentum i Rockwool-aktien

Rockwool er den seneste måned nede med små 5 %, og aktien fortsætter dermed den negative kursudvikling siden det skuffende 2. kvartalsregnskab, hvor ledelsen kunne berette om en voldsom opbremsning på det nordamerikanske marked på trods af en fortsat stærk pipeline - noget de kun har set under finanskrisen og corona. Det gav anledning til bekymringer i markedet, hvilket har påvirket sentiment i aktien, hvor aktien nu er tilbage på det laveste niveau siden maj 2024.

Fokus på udviklingen i Nordamerika

Rockwool kommer med regnskab d. 26. november, hvor fokus vil være på salgsudviklingen i 3. kvartal, og hvorvidt der er tegn på bedring i Nordamerika, hvor Rockwool har set en pludselig opbremsning i konstruktionsaktiviteten i august. Selv om der er spæde tegn på bedring i Europa, hvor antallet af byggetilladelser i Tyskland og Frankrig igen begynder at pege pilen opad, så ligger Rockwool relativt sent i konstruktionsfasen, hvorfor vi ikke forventer at se nogen nævneværdig bedring i Europa før hen imod slutningen af året. Vi forventer derfor, at Rockwool fastholder forventningerne til året efter nedjusteringen på 2. kvartalsregnskab.

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 og ser begyndende tegn på bedring i Europa, mens Nordamerika viser svaghedstegn. Aktien er dog faldet markant tilbage og prissætningen begynder derfor at se mere fair ud.

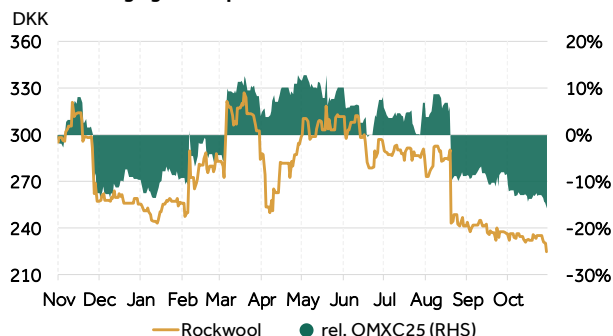
Udvalgte nøgletal

EURm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	3.855	3.813	3.927	4.163
Res. Primær drift	677	597	606	642
Nettoresultat	550	468	474	502
Balance sum	3.805	3.934	4.127	4.368
Egenkapital	3.085	3.216	3.387	3.591
Indtjening per aktie (EUR)	3	2	2	2
Udbytte per aktie (EUR)	0,8	0,7	0,7	0,7
P/E (x)	14	14	15	14
K/I (x)	2,4	2,1	2,0	1,9

Kilde: Jyske Bank & Rockwool

Rockwool	Hold
Sektor	Industri
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	265
Lukkekurs (DKK)	224,7
Markedsværdi (DKK mio.)	47.494
Jyske Quant	Q1
Value score	Q1
Quality score	Q1
Momentum score	Q4

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

- Opbremsning 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. kvartal har været en blandet landhandel
- Fokus på indtjening og langsigtede mål

3. kvartal har været en blandet landhandel

Royal Unibrew offentliggør en handelsopdatering for 3. kvartal den 12. november, og vi forventer at regnskabet vil være neutralt til svagt positivt i tonen. International-forretningen er udfordret af lageropbygning i USA tidligere på året og en svagere dollar, hvilket presser omsætningen, men resten af International opvejer delvist. Italien er under pres, men Unibrew fastholder og vinder markedsandele i nichekategorier med vækst. Forbedringer i Finland og planmæssige lønsomhedsforbedringer i Holland og Norge understøtter casen, mens udviklingen i Norden ventes at være stærk.

Fokus på indtjening og langsigtede mål

Unibrew har frasorteret lavmarginsegmenter, herunder PepsiCo-samarbejdet om snacks i Norden, hvilket reducerer kompleksitet og styrker EBIT-fokus. Tiltaget giver en negativ omsætningseffekt på DKK 500 mio. i 2026, men uden EBIT-effekt. De langsigtede målsætninger er uændrede: organisk EBIT-vækst på 6-8 %, to cifret EPS-vækst og forbedret ROIC. Vi ser fortsat en attraktiv case drevet af effektiviseringer, nicepositionering og robusthed i vækstmarkeder.

Investeringscase

Royal Unibrew har på ingen måder været et prangende bekendtskab for investorer i år. Dette har dog imidlertid gavnet værdiansættelsen, hvorfor aktien nu handler på attraktive niveauer sammenlignet med det historiske gennemsnit. Største usikkerhedspunkt for Unibrew er fortsat forbrugernes reaktion på den makroøkonomiske udvikling samt de igangværende integrationer af Vrumona og San Giorgio. I en tid, hvor væksten i drikkevaresektoren generelt er under pres, særligt salget af traditionel øl, fremstår Royal Unibrew som et stærkt kort med deres ambitiøse langsigtede vækstmålsætninger om en organisk EBIT-vækst på 6-8%. Lykkes det for selskabet af indfri målsætningen, bør det alt andet lige være nok til at løfte aktien tilbage mod historiske værdiansættelsesniveauer.

Udvalgte nøgletal

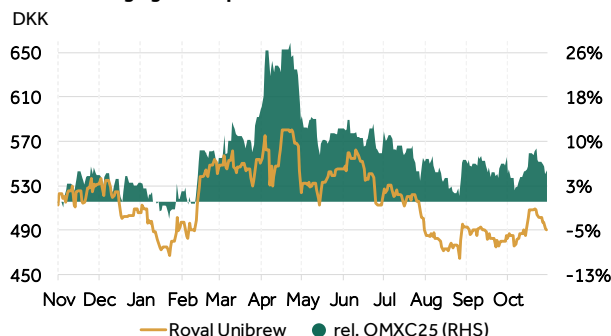
DKKm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	15.036	15.990	16.651	17.333
Res. Primær drift	1.968	2.181	2.358	2.532
Nettoresultat	1.494	1.496	1.638	1.788
Balance sum	17.886	18.546	19.505	20.547
Egenkapital	6.408	6.846	7.665	8.559
Indtjening per aktie (DKK)	29	30	33	36
Udbytte per aktie	15	16	16	18
P/E (x)	17	17	15	14
K/I (x)	4	3,7	3,3	3,0

Kilde: Jyske Bank & Royal Unibrew

Royal Unibrew

Sektor	Stabilt forbrug
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	590
Lukkekurs (DKK)	490
Markedsværdi (DKK mio.)	24.598
Jyske Quant	Q1
Value score	Q3
Quality score	Q2
Momentum score	Q1

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Haider Anjum, Research

Tryg

- Norsk forbedring lægger grundlag for godkendt kvartal
- Ny udvikling i dansk motorskadehyppighed

Norsk forbedring lægger grundlag for godkendt kvartal

Tryg offentliggjorde et godkendt regnskab for 3. kvartal den 10. oktober, som bunder i fortsatte mindre underliggende forbedringer på gruppeniveau, særligt drevet af lavere erstatningsprocenter og stærk fremgang i Norge. Forsikringsresultatet landede en smule lavere end det stærke 2. kvartal på DKK 2.181 mio., mens combined ratio kom ind på 78,6 %. Tryg forventes fremover at skifte fokus fra prisstigninger til vækst gennem øgede kommercielle aktiviteter, hvilket kortvarigt kan påvirke marginerne, men vurderes at skabe kontrolleret og profitabel vækst på sigt. Med en solvensprocent på 204 % og fortsat afvikling af ejendomsporteføljen, burde der være rum for ekstraordinært udbytte annonceret allerede i 4. kvartal.

Ny udvikling i dansk motorskadehyppighed

Udviklingen i motorskadehyppigheden i Danmark så en positiv udvikling for første gang i 8 måneder (justeret for påskeeffekter) i september måned, med en stigning på 2,9 % sammenlignet med sidste år. Knap 3 % er dog et meget medgørligt niveau og bør være indenfor hvad forsikringsselskaberne selv har prisjusteret med på det seneste. Det er dog interessant at se, om der genopbygges en tendens mod stigende motorskader, hvilket alt andet lige vil være negativt for forsikringsselskaberne.

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. Det kan dog blive svært for Tryg at overraske eller overgå markedets forventninger, både på forsikringsdriften i 2025, og perspektiverne for vækst, indtjening og udlodning i den næste strategiske periode fra 2025 til 2027, som blev præsenteret på kapitalmarkedsdagen i december. Tryg er ikke dyrt prisset 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, vækst-udsigter gør, at vi ser afkastpotentialet som behersket positivt i øjeblikket.

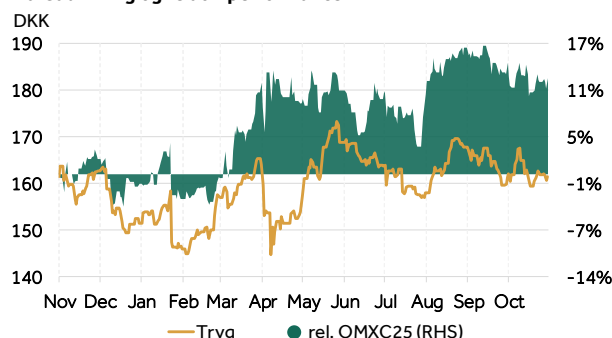
Udvalgte nøgletal

DKKm	2024E	2025E	2026E	2027E
Bruttopræmieindtægter	38.596	40.247	42.014	43.275
Teknisk resultat	7.324	7.933	7.963	8.205
Nettoresultat	5.003	5.516	5.170	5.393
Balance sum	104.375	110.606	113.846	115.323
Egenkapital	38.864	36.920	36.205	35.352
Indtjening per aktie (DKK)	8	9	9	9
Udbytte per aktie	8	8	8	9
P/E (x)	21	19	20	19
K/I (x)	3	3	3	3

Kilde: Jyske Bank & Tryg

Tryg	Hold
Sektor	Finans
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	170
Lukkekurs (DKK)	161,5
Markedsværdi (DKK mio.)	98.737
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

Vestas

- Rekordhøj ordreindgang og opjustering fra Nordex
- Havvindmølleproduktion i fokus før Vestas-regnskab

Rekordhøj ordreindgang og opjustering fra Nordex

Vestas er siden slutningen af september steget 13%, trukket op af et stærkt regnskab fra Nordex, der var ude og opjustere forventningerne til året. Det vidner om en solid underliggende profitabilitet på de landbaserede møller. Samtidig sluttede Vestas 3. kvartal med en rekordhøj ordreindgang på 4 GW – næsten dobbelt så meget som sidste år. Ordreindgangen er trukket op af 1,8 GW i ordrer fra USA, hvor ordrerne igen er begyndt at rulle ind efter at vi har fået afklaring omkring skatterabatordningen.

Havvindmølleproduktion i fokus før Vestas-regnskab

Vestas kommer med regnskab d. 5. november, hvor fokus vil være på marginudviklingen i kvartalet og indkøringen af produktionen på den nye havvindmølle, der er den største enkeltstående risikofaktor i 2025. Vi forventer, at opstart af produktionen er forløbet planmæssigt, men det har kostet flere penge end ventet gående ind i året. Det bliver dog opvejet af en bedre end ventet lønsomhed på de landbaserede møller, hvilket er understøttet af Nordex opjustering. Vi vil dog ikke sætte næsen op efter samme positive overraskelse fra Vestas, da offshore-forretningen trækker ned. Samtidig er indtjeningen i service negativt påvirket af den lavere USD ligesom de stigende toldafgifter påvirker indtjeningen svagt negativt.

Investeringscase

Vestas er på rette vej i forhold til at genetablere indtjeningsevnen, hvor vi forventer en gradvis bedring i profitabiliteten hen over de næste par år i takt med, at kvaliteten af ordrebogen forbedres, og Vestas begynder at eksekvere på ordrer, der er taget ind på højere priser. Samtidig står Vestas med en rekordhøj ordrebog i USA, der er med til at sikre aktivitetsniveauet de næste par år. Og med afklaringen omkring den fremtidige skatterabatordning er der lagt op til en kraftig stigning i ordreindgangen fra USA de kommende kvartaler. Det kan være med til at understøtte stemningen omkring aktien i takt med at ordrerne ruller ind og bekymringer for et fald i aktivitetsniveauet i 2028 glider i baggrunden. Den langsigtede væksthistorie er således intakt, understøttet af en række ambitiøse målsætninger fra verdens førende lande, der forventes at sætte skub i udbygningen af vindkraft både på land og til havs.

Udvalgte nøgletal

EURm	2024	2025E	2026E	2027E
Omsætning	17.295	18.952	21.772	25.589
Res. Primær drift	794	1.108	1.598	2.055
Nettoresultat	494	764	1.151	1.509
Balance sum	23.814	25.852	29.375	34.086
Egenkapital	3.542	4.192	5.297	6.737
Indtjening per aktie (EUR)	0,5	0,8	1,1	1,5
Udbytte per aktie (EUR)	0,0	0,0	0,1	0,1
P/E (x)	27	21	14	11
K/I (x)	3,7	4	3	2,5

Kilde: Jyske Bank & Vestas

Vestas	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	165
Lukkekurs (DKK)	135
Markedsværdi (DKK mio.)	136.332
Jyske Quant	Q4
Value score	Q1
Quality score	Q4
Momentum score	Q5

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

Vestas er verdens største producent af vindmøller med en markedsandel på omkring 20%. Selskabet startede produktionen af vindmøller i 1979 og blev børsnoteret i 1998. Vestas producerer og sælger landbaserede vindmøller i størrelsen fra 2,0 MW til 7,2 MW. Herudover sælger Vestas havvindmøller og 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.
- 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 (30-09-2025)

Selskab	Aktuel kurs	Aktuelt kurs-mål	Tidligere kursmål	Dato for ændring af kursmål	Anbefaling	Tidligere anbefaling	Dato for ændring af anbefaling	Analytiker
A.P. Møller - Mærsk	13360 (DKK)	11000 (DKK)	12000 (DKK)	29-10-2025	Sælg	-	-	Haider Anjum
Alm Brand	18,22 (DKK)	18,5 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Anders Haulund Vollesen
Carlsberg	768 (DKK)	950 (DKK)	1000 (DKK)	20-10-2025	Køb	-	-	Haider Anjum
Coloplast	589,4 (DKK)	720 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Danske Bank	280,7 (DKK)	270 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Anders Haulund Vollesen
Demant	218,2 (DKK)	300 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
DSV	1377 (DKK)	1800 (DKK)	1900 (DKK)	15-10-2025	Køb	-	-	Haider Anjum
Genmab	1839,5 (DKK)	2000 (DKK)	-	-	Hold	Køb	28-10-2025	Henrik Hallengreen Laustsen
GN Store Nord	115,75 (DKK)	145 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
ISS	203,2 (DKK)	230 (DKK)	210 (DKK)	29-10-2025	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Netcompany	306,4 (DKK)	375 (DKK)	325 (DKK)	31-10-2025	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
NKT	737 (DKK)	770 (DKK)	710 (DKK)	29-10-2025	Hold	Køb	29-10-2025	Janne Vincent Kjær
Nordea	111,65 (DKK)	120 (DKK)	115 (DKK)	17-10-2025	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Novo Nordisk	322,7 (DKK)	475 (DKK)	525 (DKK)	23-10-2025	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Novonesis	391,1 (DKK)	550 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Haider Anjum
Pandora	871,2 (DKK)	1150 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
Rockwool	224,7 (DKK)	265 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Janne Vincent Kjær
Royal Unibrew	490 (DKK)	590 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Haider Anjum
Tryg	161,5 (DKK)	170 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Anders Haulund Vollesen

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 anbefalingerne er generelle informationer og ikke personlig rådgivning.

Analysen og anbefalingerne 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, forretningsgang 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 reviderer løbende vores anbefalinger. Det afgørende for, hvornår vi ændrer en anbefaling fra Køb eller Stærkt Køb til Hold eller Sælg, vil være analytikernes vurdering af sekskabet.

Jyske Bank anvender en eller flere af følgende modeller:

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

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

hvor

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

- Dividendemodell: I enkelte tilfælde anvendes en dividendemodell til bestemmelse af sekskabets fundamentale værdi. Ifølge denne modell er værdien af et sekskab den tilbagediskonterede værdi af alle forventede fremtidige udbyttebetalinger.
- Relativ værdiansættelse: Den fundamentale værdi sammenholdes med en relativ værdiansættelse, hvor nøgletal såsom P/E, P/B og EV/EBITDA holdes op imod konkurrenternes. Hvis der er tale om et koncernselskab bestående af flere forskellige forretningsområder kan en sum-of-the-parts værdiansættelse benyttes, hvor sekskabet 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 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 enkeltfondskoder opdateres løbende. Se analysens forside for dato og tidspunkt for offentliggørelse.

Risiko

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

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

Afkast og kursudvikling

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

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

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

Skat

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

MSCI disclaimer

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

Flere informationer

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

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