

22/12/2023 08:55

Danske Aktier



Indholdsfortegnelse

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

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

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

Jyske Bank A/S

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

Overperformere: Størst potentiale på kort sigt

Lavere inflationstal og faldende renter har givet et løft til aktierne på forventning om, at rentetoppen er nået og centralbankerne kommer til at sænke renterne i første halvdel af 2024. Pengepolitikken og markedsmiljøet peger dog på, at vi er sent i den økonomiske konjunkturcyklus, og vi vurderer ikke, at USA kan udgå en mild recession, hvilket markedet i modsætning til sidste år ikke er forberedt på. Vi positionerer os derfor til en vækstafmatning.

Vi anbefaler, at investorerne søger ly i sundheds- og stabile forbrugsaktier, der er klassisk defensive sektorer, som typisk klarer sig bedre end markedet i recessioner samt tilbyder en god inflationsbeskyttelse. Grundlæggende foretrækker vi kvalitetsaktier, hvor værdiansættelsen er attraktiv, og som har en god evne til at fastholde indtjeningen.

Her giver vi vores bud på de danske aktier, som vi forventer vil klare sig bedst de kommende 1-3 måneder. De udvalgte aktier følger så vidt muligt vores strategi, men undtagelser kan gøres på baggrund af specielle omstændigheder som f.eks. opkøbskandidater, markant underperformance osv.

Carlsberg

- Kursfald giver attraktiv opsamlingsmulighed
- Attraktiv værdiansættelse som det billigste europæiske bryggeri
- Står stærkt relativt til konkurrenterne både i relation til risikoen for downtrading og omkostningspres

Genmab

- Aktien har været under pres MEN god opsamlingsmulighed
- 2024 byder på stigende nyhedsflow, hvilket kan drive aktien
- J&J udnytter optionen og bliver partner på Hexabody-CD38

Alm. Brand

- Fastholdt guidance trods høje vejrligsskader i 2. halvår vidner om god underliggende udvikling
- Højere genforsikringsrater kompenseres fuldt ud af prisjusteringer, allerede synligt fra 4. kvartal
- Alt for stor multipelrabat til nærmeste peers

Underperformere: Mindst potentiale på kort sigt

Her giver vi vores bud på de danske aktier, som vi forventer vil klare sig dårligst de kommende 1-3 måneder. De udvalgte aktier følger så vidt muligt vores strategi, men undtagelser kan gøres på baggrund af specielle omstændigheder som f.eks. selskabsspecifik risiko, overperformance osv.

Pandora

- Aktien er steget med over 90% år til dato uden, at estimerne er fulgt med i samme grad
- Prissætningen ser mere fair ud – handler for første gang i flere år på niveau med industrigruppen
- Risiko for en afmatning i forbrugslysten i 2024 kan få Pandora til at melde forsigtigt ud

Coloplast

- Aktien er kørt stærkt de sidste måneder på trods af et skuffende regnskab og svag guidance
- 2023/24 bliver backend-loaded mht. både vækst og indtjening

Jyske Bank ønsker alle en glædelig jul og et rigtig godt nytår!

A.P. Møller - Mærsk

Tilbage til virkeligheden

- Fra stærk til svag indtjening i 2023
- Overkapacitet vil præge 2024 med Rødehavet som joker

Fra stærk til svag indtjening i 2023

Fragtraterne var allerede mere eller mindre normaliseret i starten af 2023, og skriften på væggen var dermed allerede tydelig. Mærskes fokus på kontrakter gjorde dog, at effekten af de faldende fragtrater kom mere gradvist. Mærskes indtjening i første halvår 2023 var dermed stadig stærkere end normalt, men fra Q3'23 ramte virkeligheden. Mærskes fokus nu er på klargøring til en periode med overkapacitet i markedet, hvilket de blandt andet gør ved at overveje, om de skal fortsætte deres aktietilbagekøbsprogram. Dertil vil de øge fokus på omkostningsbesparelser og effektivitetsforbedringer. Dette skal sikre, at Mærsk kommer godt igennem 2024.

Overkapacitet vil præge 2024 med Rødehavet som joker

Der forventes at være markant overkapacitet i det globale containershipping marked i 2024 – Alphaliner forventer, at kapaciteten vil vokse med ca. 9%, mens containervolumen vil vokse med ca. 2%. Situationen i Rødehavet, hvor skibe bliver angrebet fra Yemen, kan dog ændre situationen, da containerrederierne af sikkerhedsmæssige årsager bliver nødt til at sejle den lange vej ned omkring Afrika på vejen til Europa. Dette sænker den effektive kapacitet i markedet, hvilket vil være en understøttende faktor for fragtraterne. Det er dog værd at bemærke, at USA og deres allierede vil indsætte en flåde i Rødehavet for at sikre skibene, men om det vil lykkes er et åbent spørgsmål.

Investeringscase

Hvis vi tager de langsigtede briller på, så er vi ikke i tvivl om, at Maersk er blandt de absolut bedste i containershipping-industrien, og at de står stærkt rustet til fremtiden. Mærsk havde et rekordår i 2022, men på kort sigt er der sorte skyer forude pga. øget fragtkapacitet på markedet. På længere sigt har Maersk en meget stærk balance og en høj andel af volumen på kontrakt, hvilket fjerner en del af usikkerheden.

Udvalgte nøgletal

USDm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	81.529	50.252	41.164	43.595
Res. Primær drift	30.860	3.916	-2.766	-1.067
Nettoresultat	29.321	4.042	-3.280	-1.717
Balance sum	93.680	91.016	90.212	90.217
Egenkapital	65.032	59.834	57.999	59.261
Indtjening per aktie (USD)	1.600,0	1.625,2	-1.319,0	-690,5
Udbytte per aktie (USD)	640,0	650,1	-659,5	-345,3
P/E (x)	1,3	14,5	-17,9	-34,2
K/I (x)	1,5	0,6	0,7	0,7

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

A.P. Møller - Mærsk

Køb	
Sektor	Industri
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	13000
Lukkekurs (DKK)	12440
Markedsværdi (DKK mio.)	216.243
Jyske Quant	
Value score	Q1
Quality score	Q1
Momentum score	Q3

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

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

- COVID-19 eller eskalerende handelskrig skaber vedvarende lav økonomisk aktivitet og verdenshandel.
- Hvis de globalt dominerende containerrederier ikke har en disciplineret tilgang og øger konkurrencen med prisrig til følge.

Senior Analyst, Morten Holm Enggaard, Research

Alm. Brand

Svære driftsbetingelser i 2023

- Fin aktieperformance trods svære driftsbetingelser
- 2024 - et (stort) skridt nærmere 2025-mål

Fin aktieperformance trods svære driftsbetingelser

Alm. Brand har i 2023 været udfordret af skadesinflation og usædvanligt høje vejrskader, særligt i 2. halvår. Det har presset forventningen til indtjeningen i 2023 ned med ca. 14% i løbet af året. Alligevel har aktien klaret sig tilfredsstillende med et totalafkast på 7,8% år til dato. Forklaringen er formentlig, at markedet har været i stand til at se gennem fingrene med de mere midlertidige udsving i inflationen og vejret og i stedet fokusere på værdiansættelsen, som stadig er lav relativ til konkurrenterne. Samtidig har udviklingen i den underliggende drift været godkendt med en fin stigning i præmierne og gode synergieffekter fra købet af Codan.

2024 bliver et (stort) skridt nærmere mod 2025-mål

Alm. Brand kigger ind i et 2024, hvor man skal tage et (stort) skridt nærmere 2025-målsætningerne (bl.a. forsikringsresultat på over DKK 2,1 mia.). Prisinitiativer på tværs af kundesegmenter bliver en vigtig faktor for at modsvare skadesinflationen og forbedre lønsomheden, og Alm. Brand skal desuden bygge videre på – og levere på – synergihøsten, så man ved udgangen af 2024 har nået DKK 450 mio. i akkumulerede årlige synergieffekter. Lykkes selskabet med det, ser vi gode muligheder for, at aktien vil lukke noget af det hul, man har til konkurrenterne målt på forskellige værdiansættelsesmultipler, hvor Alm. Brand ligger markant lavere end peergruppen.

Investeringscase

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

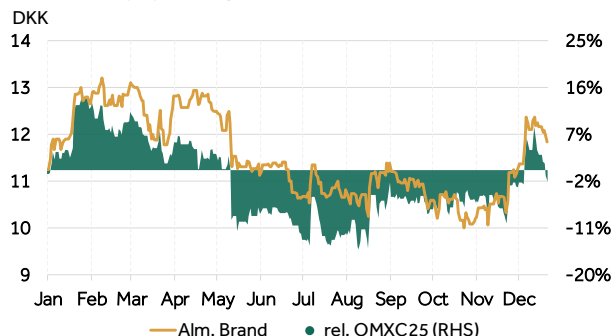
Udvalgte nøgletal

DKKm	2022	2023E	2024E	2025E
Bruttopræmieindtægter	9.591	11.793	12.232	12.644
Teknisk resultat	1.164	1.441	1.922	2.160
Nettoresultat	507	647	1.031	1.312
Balance sum	36.869	17.769	37.474	38.375
Egenkapital	13.765	13.418	13.418	13.188
Indtjening per aktie (DKK)	0,3	0,4	0,7	0,9
Udbytte per aktie	0,3	0,8	0,9	1,0
P/E (x)	31,7	28	18	14
K/I (x)	1,2	1,4	1,4	1,4

Kilde: Jyske Bank & Alm. Brand

Alm. Brand	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	16
Lukkekurs (DKK)	11,84
Markedsværdi (DKK mio.)	18.247
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

Carlsberg

Det billigste bryggeri i Europa

- 2023 blev lidt af en rutsjebanetur for Carlsberg
- Forventninger til 2024

2023 blev lidt af en rutsjebanetur for Carlsberg

2023 blev et begivenhedsrigt år for Carlsberg, hvor et potentiel salg af de russiske aktiver blev ændret til, at russerne satte aktiverne under national administration. Året bød også på et farvel til Cees't Hart som blev erstattet af Jacob Aarup-Andersen. Sidst, men ikke mindst var 2023 også et år som var præget af dårligt sommervejr og modvind fra downtrading hen over året. Aktieåret var todelt, med en solid start, hvor aktien var oppe over 20% i maj, men dårligt sommervejr, stigende pres på forbrugernes pengepung og aktiens høje værdiansættelse sendte aktien 30% ned fra toppen. Kursfaldet har betydet, at Carlsberg nu er det billigste af de europæiske bryggerier.

Forventninger til 2024

2024 byder forsat på usikkerheder omkring forbrugernes forbrugsmønstre i både Kina og Europa, hvilket kan hæmme væksten. Vi vurderer dog, at Carlsberg står stærkt relativt til konkurrenterne i forhold til risikoen for downtrading (Unibrew har mere "cykliske" produktkategorier, og ABI/Heineken har højere priser pr. hektoliter). Væksten bør boostes af bedre sommervejr (forhåbentligt), EM i fodbold, OL, og højere salgspriser, mens indtjeningen gavnes yderligere af aftagende omkostningspres. Samlet set vurderer vi, at Carlsberg går et fornuftigt 2024 i møde, hvor vi forventer en organisk volumen-, salgs- og EBIT-vækst på hhv. 2,1%, 4,2% og 8,8%. 2024 byder formentligt også på en opdatering af SAIL'27-strategien, hvor Jacob Aarup-Andersen vil sætte sit eget præg på strategien.

Investeringscase

Carlsberg er det billigste af de europæiske bryggerier, selvom de igennem de seneste år har leveret stærkt - også relativt til konkurrenterne. Samtidig er forventningerne til 2024 kommet pænt ned, og vi ser nu en upside-mulighed, Usikkerheden fra forbrugertilliden i Kina og Europa er forsat til stede. Men vi vurderer, at Carlsberg står stærkt både i relation til risikoen for downtrading som følge af svækket forbrugertillid og risikoen fra omkostningspres, som fortsætter på højere niveauer end tidligere antaget.

Udvalgte nøgletal

DKKm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	70.265	73.854	76.912	80.193
Res. Primær drift	11.470	11.586	12.494	13.329
Nettoresultat	108	8.417	9.134	9.644
Balance sum	115.341	124.040	125.459	126.839
Egenkapital	34.722	41.931	42.325	42.605
Indtjening per aktie (DKK)	-7,6	1	55	59
Udbytte per aktie	27	27	29	31
P/E (x)	-110	631	15	14
K/I (x)	3,8	2,9	2,9	2,9

Kilde: Jyske Bank & Carlsberg

Carlsberg	Køb
Sektor	Stabilt forbrug
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	1015
Lukkekurs (DKK)	842,2
Markedsværdi (DKK mio.)	121.505
Jyske Quant	Q5
Value score	Q2
Quality score	Q4
Momentum score	Q5

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Henrik Hallengreen Laustsen, Research

Coloplast

Udsigt til svær start på 2024

- 2023 bør på endnu et stort opkøb
- Svær start på 2024, men udsigt til gradvis bedring

2023 bør på endnu et stort opkøb

Coloplast-aktien har haft et volatilt år med +20% i starten af maj til -2,1% for året pt. Det store vendepunkt for aktien var ved nedpræciseringen af indtjeningsforventningerne i 2. kvartal, hvilket primært var drevet af valutamodvind. Nedpræciseringen vendte investorernes optimisme til pessimisme. Udfordringerne var dog ikke slut og resten af året har budt på flere udfordringer med restordre og Kina, samt en 5% kapitaludvidelse i forbindelse med opkøbet af sårplejefirmaet, Kerecis. Et opkøb som giver god strategisk mening, men som de kommende år kommer til at hæmme indtjeningsmarginen i Coloplast.

Svær start på 2024, men udsigt til gradvis bedring

Coloplast fremlagde i november deres forventninger til regnskabsåret 23/24, med en forventning på "omkring 8%" vækst i fast valuta uden opkøb – "omkring 8%" tolkes som et interval på 7,5% til 8,5%, hertil skal ligges +4% vækst fra opkøbet af Kerecis. Indtjeningsmæssigt forventes en EBIT-margin på 27-28%. Coloplast forventer at starte året svagt og leverer i bunden af guidance-intervallet for både vækst og indtjening i første halvår og accelererende mod toppen i andet halvår. Den svære start skyldes primært et sammenligningsgrundlag i Urologi, fortsatte udfordringer i Kina, og valutamodvind. Derudover bliver indtjeningen yderligere presset af omkostningsinflationen (energi) og marginmodvind fra Kerecis-opkøbet.

Investeringscase

Flere skuffelser i 2023, en svag guidance for 2023/24 og ordlyden om at vækst og indtjeningen det kommende år bliver back-end-loaded betyder, at vi ser begrænsede positive triggere og vurderer, at aktien kommer til at bevæge sig sidelæns i den kommende tid - på trods af at aktien er faldet 30% siden maj. Kursfaldet har gjort værdiansættelsen mere spiselig, hvor aktien handler på fornuftige niveauer. Vi anser fortsat Coloplast som et kvalitetsselskab med gode vækstudsigter, men de seneste års opkøb (Atos og Kerecis) skabt usikkerhed om de langsigtede marginmål og sat investorernes tålmodighed på prøve.

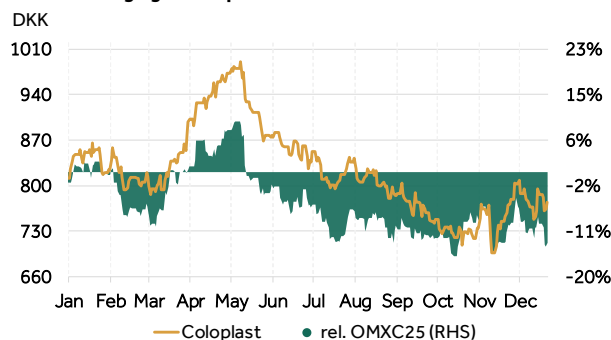
Udvalgte nøgletal

DKKm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	24.500	27.352	29.756	32.313
Res. Primær drift	6.771	7.491	8.395	9.172
Nettoresultat	4.783	5.160	5.968	6.587
Balance sum	48.159	49.242	50.656	52.262
Egenkapital	17.299	18.353	19.650	21.133
Indtjening per aktie (DKK)	23	24	28	31
Udbytte per aktie	21	17	20	22
P/E (x)	33	32	28	25
K/I (x)	9	10	9	8

Kilde: Jyske Bank & Coloplast

Coloplast	Hold
Sektor	Sundhed
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	830
Lukkekurs (DKK)	774,2
Markedsværdi (DKK mio.)	176.672
Jyske Quant	Q5
Value score	Q4
Quality score	Q3
Momentum score	Q5

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

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 vækstsmål.
- 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

Et godt år, og udsigt til mere i 2024

- Perfekte betingelser for indtjeningen i 2023
- Renteindtægterne skal ned – men ikke for Danske Bank

Perfekte betingelser for indtjeningen i 2023

Danske Bank har ikke bare klaret sig godt i absolutte termer med et afkast på 34% år til dato, banken har også leveret det bedste afkast af alle større nordiske banker. Årsagerne har været positivt momentum fra den endelige afklaring af Estland-sagen, annonceringen af ambitiøse finansielle målsætninger på kapitalmarkedsdagen i juni og endelig, at banken har fået bredt budskabet om de positive effekter på nettorenteindtægterne de kommende år fra styring af renterisiko godt ud til markedet. Derudover har bankerne generelt været begunstiget af bedre end ventede økonomiske nøgletal i løbet af året, der har holdt risikoen for en hård økonomisk opbremsning (med tab på udlån og lav indtjening til følge) for døren.

Renteindtægterne skal ned – men ikke for Danske Bank

Markedsrenterne kommer formentligt til at falde tilbage i løbet af 2024, hvilket betyder, at banksektorens kvartalsvise renteindtægter ligger omkring toppen i øjeblikket og vil falde i løbet af året. Danske Banks særlige balancesammensætning, med en del "ældre" obligationer, der gradvist erstattes til det nye højere renteniveau, gør dog, at vi tror renteindtægterne vil fortsætte op i 2024 i modsætning til banksektoren generelt. Derfor bør Danske Banks indtjening også være godt beskyttet i 2024, selv hvis nedskrivningsniveauet stiger til mere normale niveauer pga. mere afdæmpet økonomisk vækst i Norden.

Investeringscase

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

Udvalgte nøgletal

DKKm	2022	2023E	2024E	2025E
Indtj. før skat	-2.284	26.594	29.689	29.298
Nettoresultat	-5.068	20.986	22.563	22.267
Balance sum	3.602.682	3.674.584	3.645.914	3.685.590
Egenkapital	160.318	174.113	179.253	172.266
Indtjening per aktie (DKK)	-5,9	24	28	30
Udbytte per aktie	0,0	15	17	18
P/E (x)	-27	7,2	6,3	5,8
K/l (x)	0,9	0,9	0,8	0,9

Kilde: Jyske Bank & Danske Bank

Danske Bank	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	200
Lukkekurs (DKK)	176,25
Markedsværdi (DKK mio.)	151.960
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

Selskabsbeskrivelse

Danske Bank er den største bank i Danmark med markedsandele på udlån og indlån mellem 25 og 30%. Danske Bank har også en betydelig international tilstedeværelse som en af de største banker i Norden med omkring 3 millioner kunder og afdelinger i 16 lande. Banken servicerer privatkunder, erhvervs-kunder og institutionelle kunder, og udover traditionelle bankrelaterede serviceydelser, tilbyder banken livsforsikring og pension, realkredit, formueforvaltning, samt bolig- og leasing ydelser.

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

Demant

2023 et stærkt år for Demant

- Stærkt momentum i salget af høreapparater
- Væksten forventes at bremse op

Stærkt momentum i salget af høreapparater

Demant har haft et stærkt 2023, hvor aktien er oppe med 50% år til dato drevet af en tilbagevenden til positive vækstrater i USA, hvor høreapparatsmarkedet igen viser solide takter efter en svag afslutning på 2022. Salget af høreapparater har således vist sig at være relativt modstandsdygtigt overfor en økonomisk afmatning. Samtidig har Demant formået at tage massive markedsandele anført af lanceringen af Oticon Real og Sonova's tilbagebetaling fra Costco kanalen. Det har givet medvind til væksten i 2023, hvor Demant slutter året med en organisk vækst på 12-13% - markant mere end markedet.

Væksten forventes at bremse op

Vi tvivler på, at Demant kan fortsætte det stærke momentum gående ind i 2024, da medvinden fra lanceringen af Oticon Real aftager i takt med at konkurrencen intensiveres. WSA lancerede i september deres nye produkt, Signia Integrated Xperience og GN har ligeledes meldt sig på banen med et nyt high-end produkt, ReSound Nexia. Samtidig må Sonova formodes at vende tilbage til Costco kanalen i løbet af 2024, hvilket vil trække væksten i Hearing Aids ned. Dette er ikke fuldt afspejlet i forventningerne i markedet, der ligger med en forventning om en organisk vækst på 6,3% i Hearing Healthcare i 2024 – over 2 p.p. mere end markedsvæksten.

Investeringscase

Vi ser Demant som et veldrevet selskab, der står godt positioneret til at drage fordel af et stigende behov for høreapparater, der er understøttet af en stigende andel af ældre og mere socialt aktive seniorer. Antallet af solgte høreapparater forventes således at stige med 4-6% om året på tværs af de økonomiske konjunkturer. Demant har i 2023 fået medvind fra lanceringen af Oticon Real, der har gjort det muligt at tage markedsandele. Vi ser dog en risiko for, at væksten bremser op i 2024 i takt med at medvinden fra lanceringen af Oticon Real aftager, og Sonova forventes at komme tilbage til Costco kanalen. Vi vurderer derfor, at konsensus-forventningerne ligger for højt. Samtidig er aktien kørt stærkt, hvorfor vi ser begrænset med upside i aktien.

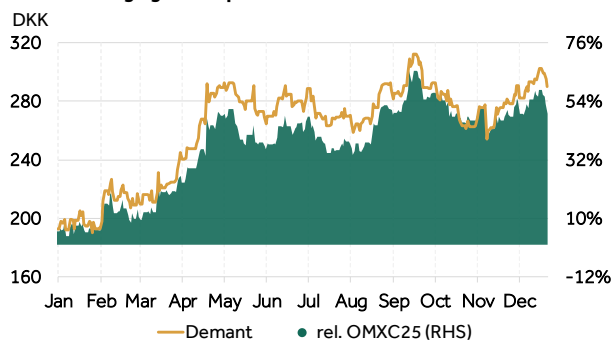
Udvalgte nøgletal

DKKm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	19.705	22.220	23.011	24.208
Res. Primær drift	3.207	4.173	4.561	4.847
Nettoresultat	2.084	1.869	2.977	3.194
Egenkapital	8.561	8.159	7.664	7.258
Indtjening per aktie (DKK)	9,2	8	13	15
P/E (x)	32	35	22	20
K/I (x)	7,9	8,0	8,5	8,9

Kilde: Jyske Bank & Demant

Demant	Hold
Sektor	Sundhed
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	290
Lukkekurs (DKK)	289,9
Markedsværdi (DKK mio.)	64.920
Jyske Quant	Q3
Value score	Q4
Quality score	Q2
Momentum score	Q2

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

- Øget makroøkonomisk usikkerhed kan kortvarigt påvirke efterspørgslen efter høreapparater.
- Fortsat fald i gennemsnitsprisen som følge af produktmiks, offentlige licitationer, konsolidering i forhandlernettet samt større fokus på pris.
- Fortsat konsolidering i detailledet kan mindske producenternes forhandlingsstyrke.
- Mangel på nye banebrydende high end produkter vil 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

Normalisering prægede 2023

- Joint-Venture i Saudi-Arabien stjal fokus
- DB Schenker er jokeren i 2024

Joint-Venture i Saudi-Arabien stjal fokus

Overordnet set stod 2023 i normaliseringens tegn efter Corona - Faldende fragtrater, faldende volumen og deraf faldende indtjening pr. Enhed for DSV. Det var alt sammen ventet i markedet, og DSV har flere gang overrasket positivt ift. at fastholde indtjeningen pr. enhed på et højere niveau end ventet. Efter Q3'23 regnskabet var fokus dog mere rettet mod DSV's joint-venture med byudviklingsprojektet NEOM i Saudi-Arabien. Aktiekursen faldt markant ovenpå offentliggørelsen, selvom aftalen tilsyneladende er meget lukrativ for DSV. Det skyldes formentlig primært, at projektet er en afvigelse fra DSV's historisk og øget ESG-risiko. DSV har efterfølgende forsøgt at mane usikkerhederne i jorden, hvilket i vores optik er lykket, men aktiekursen har endnu ikke genvundet det tabte.

DB Schenker er jokeren i 2024

Rygterne har længe sviret om, at Deutsche Bahn gerne vil sælge DB Schenker, og i december meldte Deutsche Bahn officielt ud, at salget formentlig kommer i starten af 2024. DSV vil være en oplagt køber af DB Schenker. Det vil kunne fordoble DSV's volumen, og formentlig skabe stor værdi for aktionærerne afhængigt af prisen.

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.

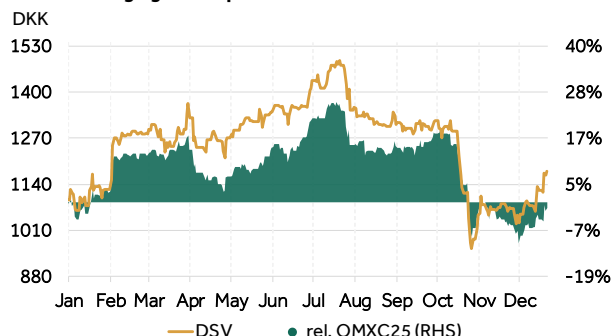
Udvalgte nøgletal

DKKm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	235.655	149.739	152.950	159.083
Res. Primær drift	25.204	18.151	17.501	18.174
Nettoresultat	17.671	12.265	11.778	12.282
Balance sum	159.045	158.594	158.262	157.968
Egenkapital	71.741	70.930	70.857	70.933
Indtjening per aktie (DKK)	84	58	56	58
Udbytte per aktie (DKK)	13	8,7	8,4	8,7
P/E (x)	13	20	21	20
K/I (x)	3,3	3,6	3,6	3,6

Kilde: Jyske Bank & DSV

DSV	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	1550
Lukkekurs (DKK)	1176,5
Markedsværdi (DKK mio.)	257.654
Jyske Quant	Q1
Value score	Q2
Quality score	Q1
Momentum score	Q3

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

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.
- At coronavirussen og/eller handelskrigen fører til et fald i verdenshandlen og afledt heraf faldende volumen samt stigende konkurrence blandt de førende fragtselskaber.
- Lovgivningsmæssige og arbejdsretsmæssige ændringer i selskabets vigtige segmenter og regioner.

Senior Analyst, Morten Holm Enggaard, Research

Genmab

Årets afslutning var rig på nyheder

- 2023 var et svært år for Genmab-aktionærerne
- Fortsat fokus på Hexabody-CD38 og Darzalex

2023 var et svært år for Genmab-aktionærerne

Genmab har haft et svært 2023 med det næstdårligste afkast år til dato i OMXC25-indekset (Ørsted dårligst). Presset på aktien har været drevet af rentestigninger og tabt voldgiftssag (nummer 2 mod Johnson&Johnson) i starten af året. Voldgiftssagen er dog ikke helt lukket, da Genmab har anket sagen. Derudover har 2023 været præget af et relativt begrænset nyhedsflow og et stigende fokus på omkostningsniveauet, hvor Genmab investerer massivt i fremtidig vækst. Året blev afsluttet med, hvad markedet vurderede, som lidt skuffende data på Darzalex-arvetageren i knoglemarvskræft, Hexabody-CD38, som fik markedet til at spekulere i sandsynligheden for, at Johnson&Johnson ville udnytte deres option for en partnerskabsaftale på produktet. Det positive element for 2023 var dog, at Genmab fik godkendt yderligere 2 produkter (Epkinly i lymfekræft og Talvey i knoglemarvskræft). Genmab har nu 8 godkendte produkter på markedet.

2024 kan byde på endnu en stor partnerskabsaftale

Hovedattraktionen for 2024 bliver head-to-head studiet mellem Darzalex-arvetageren i knoglemarvskræft Hexabody-CD38 og Darzalex, som vi forventer resultater fra i 2. halvår 2024. Data fra dette studie, bliver afgørende for om Johnson&Johnson vælger at udnytte deres partnerskabsoption. Udnyttelse forventes at give aktien et markant løft, da det fjerne bekymringerne om patentudløb på Darzalex i 2030. Yderligere vil fokus være på fase 2-data for GEN1046 i lungekraft som kommer i første halvår af 2024.

Investeringscase

Aktien har haft det svært i 2023, hvilket har gavnet risk/reward. Investeringscasen drives fortsat af stærkt Darzalex-salg, positiv lancering af EPKINLY, samt positive pipelinedata for bl.a. GEN1042 i H1'24 og Hexabody-CD38 i H2'24. Vi anbefaler, at investorerne stille og roligt begynder at stige ombord på toget, inden det kører. I 2022 nød Genmab-aktien godt af investorernes fokus på defensive kvalitetsselskaber med positivt momentum, hvilket kan vende tilbage, såfremt markedsuroen vender tilbage.

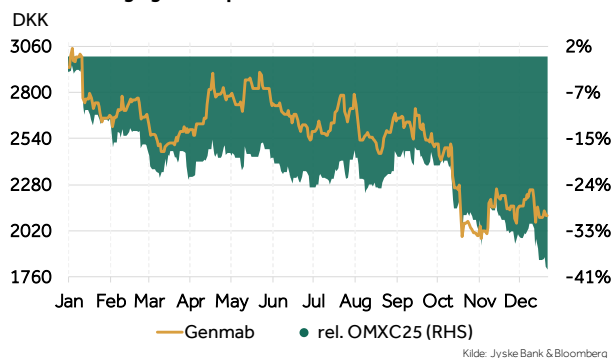
Udvalgte nøgletal

DKKm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	14.595	16.375	19.671	23.889
Res. Primær drift	6.357	5.286	6.983	9.556
Nettoresultat	5.522	4.340	5.805	7.868
Balance sum	30.278	35.295	41.100	48.968
Egenkapital	27.718	32.058	37.863	45.731
Indtjening per aktie (DKK)	84	66	88	119
P/E (x)	28	32	24	18
K/I (x)	7,0	4,3	3,7	3,0

Kilde: Jyske Bank & Genmab

Genmab	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	3225
Lukkekurs (DKK)	2104
Markedsværdi (DKK mio.)	139.021
Jyske Quant	Q2
Value score	Q3
Quality score	Q2
Momentum score	Q2

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Henrik Hallengreen Laustsen, Research

GN Store Nord

Det værste ligger bag os

- Begyndende tegn på stabilisering i Audio
- Lanceringen af ReSound Nexia lover godt for 2024

Begyndende tegn på stabilisering i Audio

GN har haft et turbulent 2023 med usikkerhed omkring gælds-situationen, kapitaludvidelse og store udfordringer i Audio. På trods af dette slutter GN året af med en stigning på 10% efter en stærk slutspurt i kølvandet på 3. kvartalsregnskabet, der viste begyndende tegn på stabilisering i Audio. Det værste er således ved at være overstået, og vi forventer, at væksten vender tilbage til svagt positivt territorium i løbet af 2024. Dette understøttes af antallet af google-søgninger på Jabra, der viser en klar bedring sammenlignet med 3. kvartal. Vi vil dog være varsomme med at overtolke tallene på nuværende tidspunkt, da december måned er den største måned rent salgsmæssigt pga. julehandlen, men tallene understøtter vores forventning om, at væksten vil vende tilbage til svagt positivt territorium i 2024.

Lanceringen af ReSound Nexia lover godt for 2024

GN lancerede i oktober deres nyeste generation af høreapparat ReSound Nexia, kun 14 måneder efter lanceringen af OMNIA. GN står derfor godt rustet til at tage markedsandele i 2024, også selv om Sonova skulle komme tilbage i Costco kanalen. Det bør sammen med lavere enhedsomkostninger og omkostningssynergier bane vejen for en kraftig bedring i indtjeningsmarginen i 2024 – også mere end hvad, der er afspejlet i estimaterne. Der er således pænt upside til konsensus, hvis det lykkedes GN at levere på målsætningen om en EBITA-margin på 20%.

Investeringscase

Markedet for høreapparater er kendetegnet ved stabil volumen-vækst, der er relativt modstandsdygtig over for en økonomisk opbremsning. Vi forventer således, at væksten holder sig på et fornuftigt niveau i 2024, understøttet af en positiv demografisk udvikling og lanceringen af ReSound Nexia. Markedet for headsets er fortsat udfordrende, men vi vurderer, at det værste er overstået, og at væksten vil vende tilbage til svagt positivt territorium i 2024. Vi har således fortsat tiltro til de langsigtede vækstudsigter i både Audio og Hearing og ser derfor prissætningen som yderst attraktiv. Med den nye finansieringsplan på plads, er risikoen i aktien væsentligt reduceret.

Udvalgte nøgletal

DKKm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	18.687	18.141	19.474	20.942
Res. Primær drift	1.111	1.039	2.766	3.363
Nettoresultat	571	507	1.739	2.149
Balance sum	30.080	31.101	32.870	34.886
Egenkapital	6.800	9.310	10.808	12.524
Indtjening per aktie (DKK)	4,1	3,5	12	14
Udbytte pr. aktie (DKK)	0,0	0,4	1,4	1,7
P/E (x)	43	50	15	12
K/I (x)	3,6	2,9	2,5	2,1

Kilde: Jyske Bank & GN Store Nord

GN Store Nord

	Køb
Sektor	Cyklisk forbrug
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	200
Lukkekurs (DKK)	175,9
Markedsværdi (DKK mio.)	26.546
Jyske Quant	Q4
Value score	Q4
Quality score	Q4
Momentum score	Q3

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

Netcompany

Svært år giver afsæt til forbedringer

- Et år fyldt med udfordringer (og enkelte lyspunkter)
- Det kan næsten kun gå fremad i 2024

Et år fyldt med udfordringer (og enkelte lyspunkter)

Netcompany har haft et særdeles udfordret 2023, hvilket primært har været drevet af en total opbremsning af væksten i det vigtige danske marked ledsaget af en bunke (på forhånd varslede) marginudvædende effekter. Resultatet har været en usædvanligt lav driftsmargin før afskrivninger på kun 14,6% år til dato, indtjeningsestimater for 2023, der er blevet næsten halveret og en aktiekurs, der har leveret et totalafkast på -23,6% år til dato. Der har dog også været nævneværdige lyspunkter; blandt andet at samtlige udenlandske markeder har leveret vækstrater over 20% å/å, og Netcompany's nominering på den historisk store DALAS-rammeaftale i Storbritannien.

Det kan næsten kun gå fremad i 2024

Det kan næsten kun gå fremad for Netcompany i 2024. Vi forventer et gradvist tilbagevendende vækstmomentum i Danmark i takt med at privatsektoren starter flere projekter op efter lidt tilbageholdenhed i et usikkert makro- og rentemiljø. Væksten i Storbritannien og Netcompany-Intrasoft bør ligeledes have basis for at fortsætte i højt gear året ud. Nogle af de marginudvædende forhold for 2023 bør være ude af bøgerne i 2024, hvilket sammen med bedre kapacitetsudnyttelse og flere arbejdsdage i kalenderåret også er årsagen til, at vi tror på, at driftsmarginen før afskrivninger kan stige fra 15,2% i 2023 til 18,6% i 2024.

Investeringscase

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

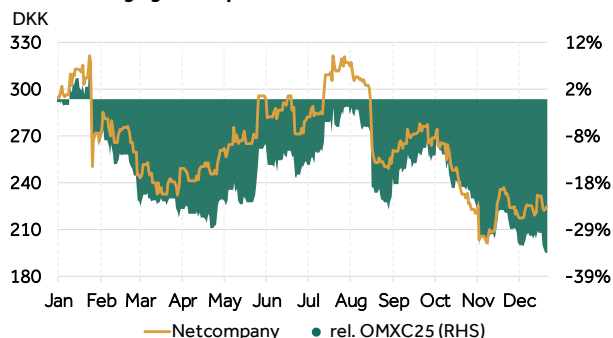
Udvalgte nøgletal

DKKm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	5.545	6.019	6.746	7.532
Res. Primær drift	841	590	930	1.113
Nettoresultat	603	349	620	763
Egenkapital	3.527	3.864	3.873	4.064
Indtjening per aktie (DKK)	12	7	13	17
Udbytte per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	17	32	17	13
K/I (x)	2,9	2,9	2,9	2,8

Kilde: Jyske Bank & Netcompany

Netcompany	Køb
Sektor	IT
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	350
Lukkekurs (DKK)	224,8
Markedsværdi (DKK mio.)	11.240
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

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 2021 en omsætning på DKK 3.632 mio. og mere end 5400 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

Nordea

De gode resultater kan fortsætte

- Egenkapitalforrentning markant over 2025-mål
- Stabile renteindtægter i 2024 trods lavere renteniveau

Egenkapitalforrentning markant over 2025-mål

Nordea har haft glimrende forretningsbetingelser i 2023, hvor stadigt stigende central- og nationalbankrenter har løftet bankens indtjening og profitabilitet til usædvanligt høje niveauer. Nordeas egenkapitalforrentning er år til dato på 17,8% markant højere end målsætningen for 2025 på > 13%. Banken har desuden navigeret sikkert gennem usikkerheden ifm. udlån på svenske erhvervsjendomme, som er særligt negativt eksponeret mod det højere rentemiljø og lavere efterspørgsel post-COVID-19. Nordea har således år til dato nedskrevet, hvad der svarer til ca. 3 basispoint af udlånporteføljen, markant lavere end de 10 basispoint Nordea ser som et normaliseret niveau.

Stabile renteindtægter i 2024 trods lavere renteniveau

Markedsrenterne kommer formentligt til at falde tilbage i løbet af 2024. Nordea er dog en af de få banker, der begrænser sin renterisiko, hvilket betyder, at banken forgår noget renteindtægt i opadgående rentemiljøer, men også rammes mindre hårdt i nedadgående retning. Dette vil gøre sig gældende i 2024, hvor vi spår en lille stigning i renteindtægterne på 2% å/å. Afdæmpet vækst i den nordiske økonomi betyder, at vi ser begrænset fremgang i udlån og i gebyraktiviteten. Nedskrivningsniveauet er altid en "joker", men vi ser ikke grund til, at niveauet overstiger 10 basispoint (~EUR 340 mio.) i 2024, hvilket i forvejen er et ret lavt niveau.

Investeringscase

Med afsæt i det flotte forretningsmomentum, Nordea har realiseret de seneste år, samt en overbevisende eksekvering på seneste transformationsprogram, ser vi det som realistisk, at Nordea når i mål med 2025-målsætningerne. Lykkes dette, vil det bringe banken op blandt de mest profitable store banker i Norden og med et betydeligt 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 skala-fordele, som vil kunne øge profitabiliteten yderligere.

Udvalgte nøgletal

EURm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	5.664	7.441	7.693	7.375
Nettoresultat	3.587	5.114	5.249	4.920
Balance sum	594.896	613.424	621.520	632.678
Egenkapital	31.456	31.666	31.314	30.603
Indtjening per aktie (EUR)	1,0	1,4	1,6	1,5
Udbytte per aktie (EUR)	0,7	1,0	1,1	1,1
P/E (x)	11	8	7,1	7,1
K/I (x)	1,3	1,2	1,2	1,3

Kilde: Jyske Bank & Nordea

Nordea	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	100
Lukkekurs (DKK)	82,45
Markedsværdi (DKK mio.)	290.907
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 erhvervs-kunder.

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

Novo Nordisk

Fedt år for Novo igen igen

- 2023 blev endnu et fedt år for Novo
- 2024 ser ud til at blive endnu et år med solid vækst

2023 blev endnu et fedt år for Novo

2023 ser ud til at blive 3. år i træk Novo-aktien leverer et afkast på 30% eller mere – aktien er pt. oppe 49% i 2023. Hovedoverskriften for 2023 har været "Fedme". Den kraftige efterspørgsel efter anti-fedme-medicin blev yderligere boostet af SELECT-resultaterne, som bekræfter at fedme er en kronisk sygdom og ikke blot kosmetisk. Den massive interesse efter anti-fedme medicin skaber leveringsudfordringer for Novo, som ikke kan følge med efterspørgslen. Væksten i Fedme var også en af hovedårsagerne til at Novo har kunne opjustere forventningerne til salgsvæksten hele 3 gange. Mod slutning af 2023 meldte den første konkurrent på det attraktive fedme-marked sin ankomst, da Eli Lilly fik godkendt Zepbound, hvilket har vist sig at være et billigere og bedre alternativ til sammenligning.

2024 ser ud til at blive endnu et år med solid vækst

Væksten i fedme-markedet ser ikke ud til at slutte lige med det samme, og noget tyder på at 2024 bliver endnu et solidt vækstsår for Novo. Novo indikerer, at væksten for 2024 igen kunne blive dobbeltcifret (15-20%) plus lidt medvind fra ekstra kapacitet. Foruden solid vækst byder 2024 også på massive investeringer i kapacitetsudvidelser (lavt dobbeltcifret andel af salget de kommende år), for at kunne følge med efterspørgslen. På nyhedsfronten starter 2024 relativt roligt for Novo, hvor årets højdepunkt er data for Novo's nye håb i Fedme, Cagri-Sema, som forventes i slutningen af 2024. Året starter dog med en forventet godkendelse af den ugentlige insulin, Icodec, og Ozempic-data for patienter med diabetes og kronisk nyresygdom (FLOW).

Investeringscase

Stærkt forretningsmomentum, solide vækstudsigter samt aktiens defensive profil kan sikre, at Novo-aktien fortsætter med at imponere, men vi vurderer fortsat, at høje forventninger er indregnet i aktien, men så længe Novo fortsætter med at overgå vores og egne forventninger, kan aktien drives op. Risikoelementerne er de høje forventninger, der er indbygget i kursen og øget konkurrence i både Diabetes og Fedme.

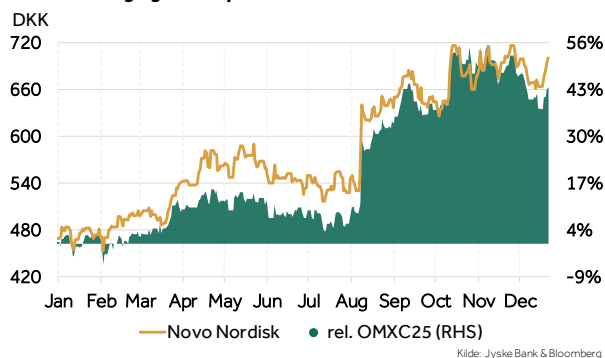
Udvalgte nøgletal

DKKm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	176.954	230.932	281.937	324.902
Res. Primær drift	74.809	103.227	125.321	145.069
Nettoresultat	55.525	83.861	100.057	115.955
Balance sum	241.257	318.246	367.096	418.225
Egenkapital	115.148	127.079	144.372	168.920
Indtjening per aktie (DKK)	25	19	22	26
Udbytte per aktie	12	9	10	10
P/E (x)	29	38	31	27
K/I (x)	18	25	22	19

Kilde: Jyske Bank & Novo Nordisk

Novo Nordisk	Hold
Sektor	Sundhed
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	745
Lukkekurs (DKK)	700,3
Markedsværdi (DKK mio.)	3.158.353
Jyske Quant	Q1
Value score	Q4
Quality score	Q1
Momentum score	Q2

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Henrik Hallengreen Laustsen, Research

Pandora

Tid til at rydde ud i smykkeskabet?

- Aktien er kørt stærkt i 2023
- Usikkerhed kan få Pandora til at melde forsigtigt ud for 2024

Aktien er kørt stærkt i 2023

Pandora er en af de bedst performende aktier i 2023 med et totalafkast på hele 98% år til dato. Stigningen skal ses i lyset af, at Pandora har formået at styre overraskende flot igennem den makroøkonomiske modvind, hvilket har gjort det muligt at opjustere forventningerne af flere omgange. Pandora slutter således året med en organisk vækst på 5-6% - markant bedre end ventet gående ind i året. Aktiekursen nærmer sig dog all-time high, hvorfor prissætningen begynder at se mere fair ud. Pandora er gået fra at handle til en multipelrabat på over 30% i starten af året til nu at handle til en præmie i forhold til det historiske gennemsnit. Vi ser derfor ikke længere samme upside i aktien.

Usikkerhed kan få Pandora til at melde forsigtigt ud

Usikkerheden gående ind i 2024 er stor med udsigt til en mild recession i USA. Og selv om vi forventer, at Pandora vil styre fornuftigt igennem den makroøkonomiske modvind, er Pandora ikke immun overfor en opbremsning i forbrugslysten. Vi ser derfor en risiko for, at Pandora kommer til at melde forsigtigt ud for 2024, hvilket kan blive taget negativt op af markedet, der har købt ind på, at Pandora kan levere en organisk vækst på 7-9% om året frem mod 2026.

Investeringscase

Pandora har formået at få væksten tilbage i forretningen efter en periode med negative vækstrater i 2018-2020. Væksten er dog bremsset lidt op i 2023, i takt med at forbrugerne er blevet mere tilbageholdende i deres købsadfærd, men indtil videre har salget ud af butikkerne holdt sig oppe på et fornuftigt niveau. Det vidner om, at salget er mere modstandsdygtigt, end vi umiddelbart havde frygtet. Vi forventer således, at Pandora formår at styre fornuftigt igennem den makroøkonomiske modvind, og selskabet er væsentlig bedre polsteret end mange andre detailhandlere takket være selskabets lave gældsætning og stærke cash flow generering. Det ser vi som et klart kvalitetsstempel. Samtidig vidner selskabets nye finansielle mål for 2026 om, at Pandora går ind i en ny vækstfase med udsigt til en organisk vækst på 7-9% om året.

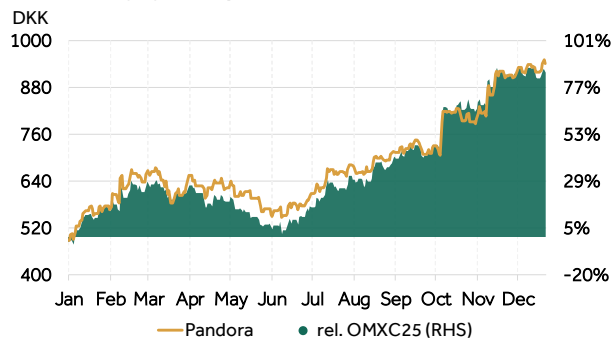
Udvalgte nøgletal

DKKm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	26.463	27.890	30.302	32.794
Res. Primær drift	20.190	21.894	23.787	25.743
Nettoresultat	5.029	5.031	5.508	6.254
Egenkapital	6.500	5.140	3.700	3.875
Indtjening per aktie (DKK)	42	53	57	67
Udbytte per aktie	15	16	20	24
P/E (x)	18	18	17	14
K/I (x)	13	16	23	22

Kilde: Jyske Bank & Pandora

Pandora	Hold
Sektor	Cyklisk forbrug
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	1000
Lukkekurs (DKK)	942
Markedsværdi (DKK mio.)	83.838
Jyske Quant	Q1
Value score	Q3
Quality score	Q1
Momentum score	Q2

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

Rockwool

Har styret flot igennem 2023

- Begyndende tegn på bedring
- Fortsat stor usikkerhed gående ind i 2024

Begyndende tegn på bedring

Rockwool har styret flot igennem det lave aktivitetsniveau i 2023, hvilket har resulteret i hele 4 opjusteringer. Det har sendt aktien op med over 20% år til dato. Vi er imponeret over den stærke eksekvering i 2023 - vel og mærke i et marked, hvor volumen har været under pres som følge af den lave nybygningsaktivitet. Vi ser dog begyndende tegn på bedring i volumen, hvilket vidner om, at det værste er ved at være overstået, hvad angår volumenfaldet. Samtidig har Rockwool formået at holde salgspriserne oppe på et stabilt niveau på trods af lav volumen.

Fortsat stor usikkerhed gående ind i 2024

Usikkerheden gående ind i 2024 er stor, og vi forventer, at aktiviteten i Europa fortsat vil være svag, mens udsigterne for Nordamerika, Asien og Storbritannien ser mere lovende ud. Vi forventer derfor, at volumenvæksten i 2024 vil ligge og balancere omkring 0% for herefter at vende tilbage til positivt territorium i 2025, understøttet af et øget fokus på energieffektivitet. Holder dette stik, og undgår Rockwool irrational adfærd fra konkurrenterne i forhold til at sænke priserne, ser vi ingen grund til, at Rockwool ikke skulle kunne fastholde indtjeningsevnen i 2024. Usikkerheden er dog stor og med masser af tilgængelig kapacitet i markedet, kan vi ikke afvise, at enkelte af konkurrenterne kan blive fristet til at sænke priserne.

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; 2) et øget fokus på brandsikkerhed; 3) en øget urbanisering og 4) en substitution over imod mere naturlige produkter som stenuld. På kort sigt ser vi dog en risiko for, at de stigende renter og højere materialepriser vil påvirke aktivitetsniveauet negativt, hvor særligt nybygningsaktiviteten forventes at blive hårdt ramt, men de lavere energipriser og stigende salgspriser bør gøre det muligt for Rockwool at styre fornuftigt igennem det lave aktivitetsniveau.

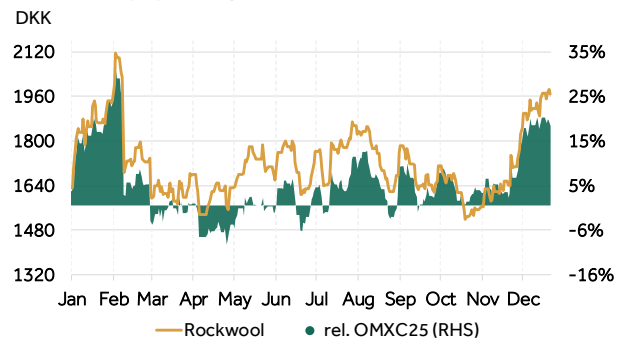
Udvalgte nøgletal

EURm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	3.907	3.602	3.620	3.837
Res. Primær drift	402	513	508	555
Nettoresultat	273	403	389	426
Balance sum	3.343	3.480	3.750	4.095
Egenkapital	2.580	2.847	3.113	3.420
Indtjening per aktie (EUR)	13	19	18	20
Udbytte per aktie (EUR)	4,8	5,8	5,7	6,2
P/E (x)	20	14	14	13
K/I (x)	2,1	2,0	1,8	1,7

Kilde: Jyske Bank & Rockwool

Rockwool	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	2250
Lukkekurs (DKK)	1969
Markedsværdi (DKK mio.)	42.237
Jyske Quant	Q1
Value score	Q2
Quality score	Q2
Momentum score	Q2

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

- Opbremsning i den globale vækst.
- Lav kapacitetsudnyttelse vil lægge pres på margin.
- Prispres 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

Tilliden skal genvindes i 2024

- Dårligt sommervejr og udfordringer i Italien i 2023
- Tilliden skal genvindes i 2024 efter flere skuffelser i 2023

Dårligt sommervejr og udfordringer i Italien i 2023

2023 var et år som var præget af dårligt sommervejr og skuffende kvartalsregnskaber, der delvist var drevet af modvind fra downtrading hen over året. Skuffelserne kulminerede med regnskabet for 3. kvartal, hvor investorerne sendte aktien ned med 12%. Aktieåret har været todelt, med en solid start, hvor aktien var oppe over 30% i slutningen af april, men dårligt sommervejr, stigende pres på forbrugernes pengepung, opkøb, og skuffende regnskaber med problemer i Italien og Afrika sendte aktien 30% ned fra toppen.

Tilliden skal genvindes i 2024 efter flere skuffelser i 2023

Ovenpå skuffelserne i 2023 begynder markedet nu at kigge frem mod 2024. Agendaen for 2024 byder på usikkerheder omkring de europæiske forbrugeres forbrugsmønstre og integration af flere opkøb, som har hæmmet indtjeningsmarginen i 2023. For 2024 har Unibrew indikeret en flad til svagt positiv volumenvækst for 2024, positivt hjulpet af bedre sommervejr (forhåbentligt), EM i fodbold, OL, let sammenligningsgrundlag i Italien, bedre produktions-setup (pga. øget kapacitet) og højere salgspriser. Indtjeningen gavnnes yderligere af aftagende omkostningspres. 2024 byder ligeledes på en opdatering af de mellemrange indtjeningsmål i kølvandet på flere opkøb.

Investeringscase

Skuffelserne var ikke ovre endnu fra Royal Unibrew, og på trods af nedpræciseringen betyder det svage 3. kvartal, at buen er spændt i 4. kvartal – Unibrew får ikke nemt ved at nå i mål. Skuffelserne i 2023 får nu investorerne til at kigge mod 2024, som byder på fortsat svaghed hos forbrugerne, flad udvikling i de samlede omkostninger pr. hektoliter og integration af flere opkøb, som hæmmer indtjeningsmarginen. Aktien handler dog nu til en EV/EBITDA på 11,2x, hvilket kun er sket 2 gange før i de seneste fem år under COVID-19 i marts 2020 og i oktober 2022 – begge gange efterfuldt af en markant rebound i aktien. Situationen kan dog være anderledes denne gang. En potentiel trigger kan være opdateringen af de langsigtede EBIT-mål ved årsregnskabet til februar.

Udvalgte nøgletal

DKKm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	11.487	12.370	14.296	14.872
Res. Primær drift	1.515	1.550	1.950	2.219
Nettoresultat	1.491	1.049	1.321	1.536
Balance sum	14.474	16.887	18.065	18.636
Egenkapital	5.158	5.279	5.940	6.444
Indtjening per aktie (DKK)	23	21	27	31
Udbytte per aktie	15	13	13	16
P/E (x)	20	21	17	14
K/I (x)	5	4,3	3,8	3,5

Kilde: Jyske Bank & Royal Unibrew

Royal Unibrew	Køb
Sektor	Stabilt forbrug
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	610
Lukkekurs (DKK)	450,1
Markedsværdi (DKK mio.)	22.595
Jyske Quant	Q5
Value score	Q3
Quality score	Q3
Momentum score	Q5

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, Kildelvæld, 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 indelt i tre regioner: "Nordeuropa", "Vesteuropa" og "International". På individuelt landniveau er Unibrew i høj grad eksponeret mod markederne Danmark, Finland, Norge, Italien og de baltiske lande.

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Henrik Hallengreen Laustsen, Research

Tryg

Nu skal der leveres på 2024-mål

- Flot underliggende udvikling i 2023
- Vi tror på, at Tryg lykkes med 2024-målsætninger

Flot underliggende udvikling i 2023

Tryg har haft et begivenhedsrigt år med udskiftning af selskabets CEO og CFO, fortsat integration af Trygg-Hansa og Codan Norge, og undervejs bekæmpelse af skadesinflation og et højt niveau af vejrskader. Kigger man på den underliggende erstatningsprocent (justeret for vejr- og storskader, afløbsresultat og diskontering) har Tryg forbedret sig i løbet af året med mellem 0,5-0,7% å/å, hvilket er meget imponerende i lyset af det inflationsnære pres, der tynger sektoren generelt. Selvom indtjeningsestimaterne for 2023 er kommet ned med 17% år til dato (primært pga. vejrskader og valuta) har aktien derfor "kun" leveret et behersket negativt totalafkast på -7,3% år til dato.

Vi tror på at Tryg lykkes med 2024-målsætninger

Tryg præsenterede tilbage i 2021 sine finansielle målsætninger for 2024, som der nu skal leveres på. Vigtigst er måske forsikringsresultatet som ventes mellem DKK 7,2-7,6 mia. Vi tror Tryg kommer i mål med dette i fraværet af usædvanlige store negative begivenheder (vejr- eller storskaderelateret), men fokus vil mod slutningen af året vendes mod de nye mål for 2027 (præsenteret i december), hvor vejrskadenniveauet igen kan blive et tema.

Investeringscase

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

Udvalgte nøgletal

DKKm	2022	2023E	2024E	2025E
Bruttopræmieindtægter	33.569	36.878	37.743	38.673
Teknisk resultat	6.114	6.438	7.452	7.468
Nettoresultat	2.248	3.810	4.934	5.104
Balance sum	114.110	108.727	117.334	119.653
Egenkapital	42.502	40.159	39.438	38.777
Indtjening per aktie (DKK)	3,5	6,1	8,0	8,3
Udbytte per aktie	6,5	7,3	7,6	8,0
P/E (x)	43	24	18	18
K/I (x)	4,7	2,3	2,3	2,4

Kilde: Jyske Bank & Tryg

Tryg	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	170
Lukkekurs (DKK)	145,95
Markedsværdi (DKK mio.)	92.654
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

Vestas

Tilbage med sorte tal på bundlinjen

- Vinden blæser i den rigtige retning trods problemer
- Markant fremgang udebliver

Vinden blæser i den rigtige retning trods problemer

2023 har været endnu et udfordrende år for Vestas med overlevering af en række dårlige projekter, der er taget ind på alt for lave priser sammenlignet med det faktiske omkostningsniveau. Det har lagt pres på indtjeningen i 2023, hvor Vestas ikke har formået at tjene penge på selve møllerne. Vestas var dog tilbage med sorte tal på bundlinjen i 3. kvartaler, hvilket vidner om, at det værste er ved at være overstået. Vestas aktionærer har haft et turbulent år, hvor aktien en overgang var nede med over 30% på bekymringer omkring det fremtidige potentiale for havvind, efter at en række store projekter blev annulleret. Aktien er dog kommet stærkt igen og er nu tilbage på niveauet fra slutningen af juli inden bekymringerne omkring havvind for alvor satte ind.

Markant fremgang udebliver

Vestas er ikke ude af problemerne, da der fortsat ligger nogle dårlige projekter i ordrebogen, som rækker ind i 2024. Indtjeningsevnen vil derfor ikke være tilbage på et fuldt normaliseret niveau næste år. Samtidig tyder meget på, at det fulde potentiale i USA først kommer til at udspille sig i 2025/26, hvorfor vi ikke vil sætte næsen op efter en markant stigning i aktivitetsniveauet allerede næste år. Vi forventer en stigning i antallet af overleverede MW på 8% i 2024 – en anelse lavere end konsensus, der ligger med en forventning om en stigning i volumen på 11%. Vi ser derfor downside til konsensus for 2024.

Investeringscase

På kort sigt er Vestas fortsat udfordret af overleveringen af en række dårlige projekter, der er taget ind på alt for lave priser sammenlignet med det faktiske omkostningsniveau. Vi vurderer dog, at det værste er overstået og forventer en gradvis bedring i indtjeningsevnen hen over de kommende år i takt med, at kvaliteten af ordrebogen forbedres, og Vestas begynder at ekskere på ordrer, der er taget ind på højere priser. Samtidig tyder meget på, at ordrene igen begynder at rulle ind i USA, hvor forlængelsen af skatterabatordningen åbner op for en markant stigning i installationsniveauet hen over de næste par år. Den langsigtede væksthistorie er derfor intakt.

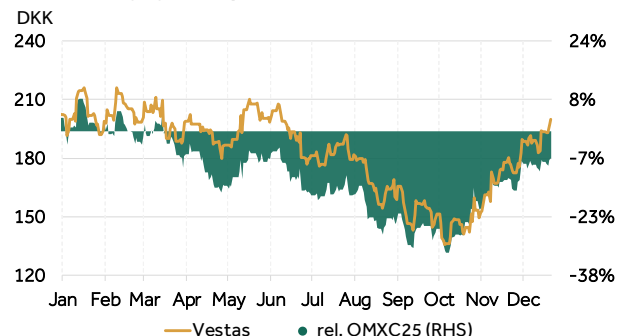
Udvalgte nøgletal

EURm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	14.486	15.215	17.197	22.757
Res. Primær drift	-1.596	227	855	1.804
Nettoresultat	-1.572	156	639	1.371
Balance sum	19.913	20.735	22.710	28.797
Egenkapital	3.060	3.250	3.836	5.168
Indtjening per aktie (EUR)	-1,6	0,2	0,6	1,4
Udbytte per aktie (EUR)	0,1	0,0	0,1	0,0
P/E (x)	-17	172	42	20
K/I (x)	8,7	8	7	5,2

Kilde: Jyske Bank & Vestas

Vestas	Hold
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	185
Lukkekurs (DKK)	199,64
Markedsværdi (DKK mio.)	201.610
Jyske Quant	Q5
Value score	Q5
Quality score	Q5
Momentum score	Q3

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

Danske aktier – Ændringer siden sidst (30-11-2023)

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	12440 (DKK)	13000 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Morten Holm Enggaard
Alm Brand	11,84 (DKK)	16 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Carlsberg	842,2 (DKK)	1015 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Coloplast	774,2 (DKK)	830 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Danske Bank	176,25 (DKK)	200 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Demant	289,9 (DKK)	290 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Janne Vincent Kjær
DSV	1176,5 (DKK)	1550 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Morten Holm Enggaard
Genmab	2104 (DKK)	3225 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
GN Store Nord	175,9 (DKK)	200 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
Netcompany	224,8 (DKK)	350 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Nordea	82,45 (DKK)	100 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Novo Nordisk	700,3 (DKK)	745 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Pandora	942 (DKK)	1000 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Janne Vincent Kjær
Rockwool	1969 (DKK)	2250 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
Royal Unibrew	450,1 (DKK)	610 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Tryg	145,95 (DKK)	170 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Vestas	199,64 (DKK)	185 (DKK)	-	-	Hold	Køb	14-12-2023	Janne Vincent Kjær

Kilde: Jyske Bank

Se historiske anbefalingsændringer [her](#)

Vigtig Investorinformation

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

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

Analysen og anbefalinger er generelle informationer og ikke personlig rådgivning.

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

Interessekonflikter

Jyske Bank har udarbejdet procedurer, der skal forebygge og undgå interessekonflikter, og dermed sikre en objektiv udarbejdelse af analyser. Disse procedurer er indarbejdet i forretningsgangene, der omfatter analyseaktiviteterne i Jyske Markets, der er en forretningsenhed i Jyske Bank. Herudover må analytikere i Jyske Bank ikke have positioner i de papirer, som de udarbejder analyser om. Dækker en analytiker ind for den ansvarlige analytiker ifbm. sygdom, forretninger o.l. så må denne ikke handle i det pågældende papir på dagen for publicering af analysen og dagen efter. Jyske Bank kan tillige have positioner i de papirer, der analyseres og vil ofte have et forretningsmæssigt forhold til de analyserede virksomheder eller udstedere af de analyserede papirer. Analytikerne modtager ikke betaling fra enheder med interesse i analysen.

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

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

Læs mere om Jyske Banks politik om interessekonflikter på:
<https://www.jyskebank.dk/produkter/investering/investeringsinfo>

Modeller

Kvantitative anbefalinger på enkeltsselskaber

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

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

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

Fundamentale anbefalinger på enkeltsselskaber

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

Jyske Bank anvender en eller flere af følgende modeller:

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

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

hvor:

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

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

Anbefalingsbegreber

Kvantitative anbefalinger på enkeltsselskaber

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

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

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

Fundamentale anbefalinger på enkeltsselskaber

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

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

Kilde: Jyske Bank

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

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

For uddybning af vores anbefalingsbegreber henvises til:

<https://jyskebank.dk/aktieanbefalingsstruktur>

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. Handels 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.

Afkast og kursudvikling

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

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

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

Skat

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

Flere informationer

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

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