

29/09/2023 10:00

Danske Aktier



Indholdsfortegnelse

Flyvere: Størst potentiale på kort sigt	3
Dykkere: 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

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

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

Jyske Bank A/S

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

Flyvere: Størst potentiale på kort sigt

Verdensøkonomien har indtil videre været overraskende robust, på trods af enkelte regionale ridser i lakken. Centralbankerne er ved at være færdige med rentestigningerne, men vi skal formentligt vænne os til et nyt mantra: "High for longer", hvilket har presset aktierne. Men så længe inflationen er aftagende, væksten fortsat er robust og renterne ikke stiger yderligere, er der fortsat mulighed for, at aktierne kan fortsætte de moderate stigninger – lidt endnu.

Vi vurderer derfor, at det er for tidligt at positionere sig til en egentlig recession og fastholder en neutral porteføljerisiko. Vi anbefaler, at investorerne søger ly i de stabile forbrugsaktier, der er en klassisk defensiv sektor, som typisk klarer sig bedre end markedet i recessioner, samt tilbyder en god inflationsbeskyttelse. Grundlæggende foretrækker vi aktier, hvor værdiansættelsen ikke er for høj og som har en god evne til at fastholde indtjeningen.

Nedenfor giver vi vores bud på de danske aktier, som vi forventer vil klare sig bedst de kommende én til tre 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.

Royal Unibrew

- 2. kvartal var skuffende, men de fleste udfordringer hører fortiden til og lysere tider er i sigte
- Investorerne kigger nu mod indtjeningsmedvind i 2. halvår 2023 og 2024
- Kvalitetsselskab, som handler på et attraktivt niveau sammenlignet med det historiske

Genmab

- Tiltagende nyhedsflow med GEN1042 og GEN1046 sidst i 2023 og Hexabody-CD38 i 2024
- J&J udnytter optionen for at blive partner på Hexabody-CD38
- Defensivt kvalitetsselskab med attraktive vækstudsigter og til en overkommelig pris

Alm. Brand

- Høj forbedring af profitabilitet i erhvervssegmentet
- Vejrskader ikke rigtigt et problem i 3. kvartal
- Stor multipelrabat til danske peers

Dykkere: Mindst potentiale på kort sigt

Her giver vi vores bud på de danske aktier, som vi forventer vil klare sig dårligst de kommende tre 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.

Demant

- Aktien er kørt stærkt i år, hvilket ikke står mål med størrelsen af estimatændringerne
- Prissætningen begynder at se mere anstrengt ud
- Konsensus for 2024 ligger for højt. Vi ser en risiko for, at væksten bremser op gående ind i 2024.

Novo Nordisk

- Et stærkt forretningsmomentum og perfekte resultater fra SELECT-studiet har betydet at aktien er kørt stærkt og høje forventninger er nu indbygget i kursen - øget risiko for skuffelse
- I 2. halvår er der udsigt til øget konkurrence i både Diabetes og Fedme fra Eli Lilly's Mounjaro, som lanceres i fedme og genlanceres i Diabetes.

A.P. Møller - Mærsk

Urolige farvande med turbulens i sigte

- Stigende bunkerpriser og faldende fragtrater
- Urimeligt billigt prisfastsat aktie

Stigende bunkerpriser og faldende fragtrater

Det er næppe gået nogens næse forbi, at Mærsk-aktien har været under pres i år med en tilbagegang på omkring 20% år til dato. Den seneste måned har ikke været nogen undtagelse, hvor aktien er nede med 3%, presset af flere faktorer, heriblandt forsinkelser i Panama-kanalen grundet tørke, stigende markedsrenter, fortsat faldende fragtrater, stigende oliepriser og fortsat makroøkonomisk usikkerhed. Alene i september er fragtraterne, målt på Drewry World Container Index, faldet med knap 15%, mens prisen på bunkerolie i tilsvarende periode er steget med lidt over 4%. Under normale omstændigheder og i et marked i bedre balance mellem udbud af og efterspørgsel efter plads på containerskibene, burde rederierne bunker adjustment factor føre til stigende fragtrater når bunkerpriserne steg. Imidlertid har modsatte scenarie udspillet sig i år, med stigende bunkerpriser og faldende fragtrater, hvilket sætter containerrederierne marginer under pres.

Urimeligt billigt prisfast aktie

På trods af modvinden på kort sigt vurderer vi dog fortsat, at Mærsk er en attraktiv investering for den langsigtede køber. Mærsk-aktien handler således for indeværende til en 23E P/B på 0,52x, hvilket virker urimeligt billigt givet selskabets stærke balance og udsigten til markant dividende i de kommende år. Derudover har Mærsk bundet sig til at købe aktier tilbage for DKK 16 mia. om året frem til 2025, svarende til ca. DKK 900 per aktie om året.

Investeringscase

Hvis vi tager de langsigtede briller på, så er vi ikke i tvivl om, at Mærsk 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. den faldende økonomiske aktivitet. På lidt længere sigt har Mærsk en meget stærk balance og en høj andel af volumen på kontrakt, hvilket fjerner en del af usikkerheden.

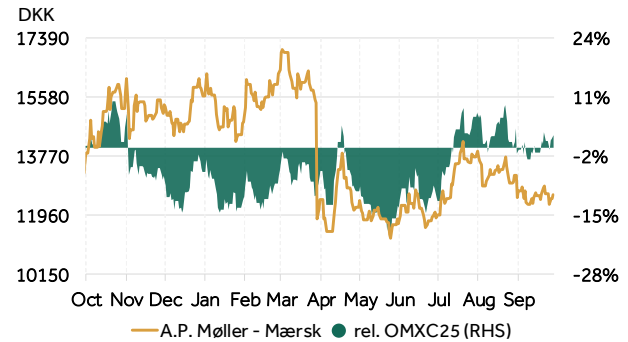
Udvalgte nøgletal

USDm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	81.529	50.915	49.162	51.438
Res. Primær drift	30.860	3.728	1.706	1.539
Nettoresultat	29.321	3.264	833	680
Balance sum	93.680	91.654	90.781	90.742
Egenkapital	65.032	63.563	62.002	63.135
Indtjening per aktie (USD)	1.600,0	1.259,8	321,7	262,5
Udbytte per aktie (USD)	640,0	503,9	160,8	131,3
P/E (x)	1,3	1,5	5,7	7,0
K/I (x)	1,5	0,5	0,5	0,5

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

A.P. Møller - Mærsk		Køb
Sektor		Industri
Risiko		Mellem
12-m. kursmål (DKK)		17000
Lukkekurs (DKK)		12605
Markedsværdi (DKK mio.)		219.596
Jyske Quant		Q1
Value score		Q1
Quality score		Q1
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

- 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 priskrig til følge.

Senior Analyst, Morten Holm Enggaard, Research

Alm. Brand

Gode takter lover godt for fremtiden

- "Problembarnet" leverer flot fremgang
- Sommerens vejr har været en storm i et glas vand

"Problembarnet" leverer flot fremgang

Alm. Brand viste med deres 2. kvartalsregnskab at man var tilbage på sporet igen efter et udfordrende 1. kvartalsregnskab. Profitabiliteten i erhvervssegmentet er løftet pænt, hvilket vi ser som meget tilfredsstillende, da erhvervssegmentet typisk er blevet betragtet som "problembarnet" i investeringscasen, pga. høj volatilitet og lav profitabilitet. Bagsiden af medaljen har senest dog været en forventning hos Alm. Brand om en permanent højere skadesfrekvens i privatsegmentet på bilforsikringer, men vi forventer, at Alm. Brand over tid vil kunne løfte profitabiliteten på dette område igen.

Sommerens vejr har været en storm i et glas vand

Til trods for massiv mediedækning af sommerens vejrfænomener i Danmark og Europa har de faktiske forsikringsrelaterede skader i Alm. Brand ifølge selskabet været indenfor et normalt niveau i kvartalet (typisk 2-3% af bruttopræmieindtægterne, formentligt i den høje ende dette kvartal). Dette kan være gået under radaren for nogle investorer, og er også en lidt mere neutral melding på vejrskaderne end hos nogle af Alm. Brands konkurrenter. Alm. Brand har ikke eksponering udenfor Danmark, og vil i løbet af sommermånederne helt naturligt opleve et niveau af vejrrelaterede skader, typisk relateret til skybrud.

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.

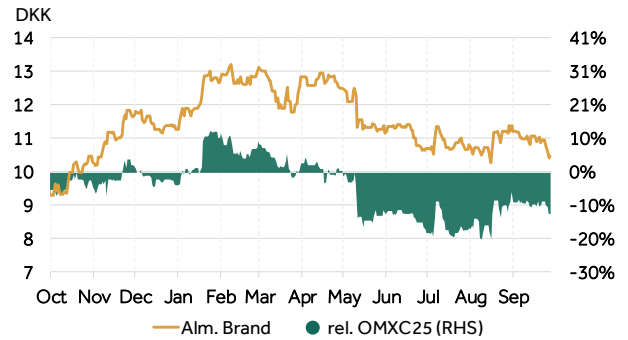
Udvalgte nøgletal

DKKm	2022	2023E	2024E	2025E
Bruttopræmieindtægter	9.591	11.699	12.135	12.543
Teknisk resultat	1.164	1.587	1.980	2.240
Nettoresultat	507	768	1.081	1.371
Balance sum	36.869	17.339	40.904	41.576
Egenkapital	13.765	13.285	12.979	12.809
Indtjening per aktie (DKK)	0,3	0,5	0,7	0,9
Udbytte per aktie	0,3	0,8	0,9	1,0
P/E (x)	31,2	21	15	12
K/I (x)	1,1	1,2	1,2	1,3

Kilde: Jyske Bank & Alm. Brand

Alm. Brand	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	16
Lukkekurs (DKK)	10,45
Markedsværdi (DKK mio.)	16.105
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 service- rer 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

- De annoncerede synergieffekter ved opkøbet bliver ikke realiseret.
- Profitabilitetsinitiativerne i Codan slår ikke tilstræk- keligt igennem med høj combined ratio til følge.
- Prispress 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

Medvinde er indregnet i markedet

- Flere med- end modvind i 2024 for bryggerierne
- Relativt dyr værdiansættelse

Flere med- end modvind i 2024 for bryggerierne

Udsigten til aftagende omkostningspres, højere salgspriser og stabil positiv volumenvækst i 2024 lyder attraktiv. Udfordringen er, at markedet allerede har indregnet dette, og vi ser derfor en risiko for skuffelser. Efter et par år med massiv omkostningsmodvind fra stigende input- og råvarepriser ser vinden nu ud til at vende og blive til medvind for bryggerierne i 2024 – stormen bliver dog samtidigt til en mild brise. Vejrskiftet vil dog alt andet lige gavne indtjeningen i 2024. Vi vurderer dog, at markedet overvurderer styrken af medvinden – særligt for Carlsberg. Samtidigt forventer bryggerierne at fortsætte med at gennemføre prisstigninger, dog i mindre grad end i 2023. Det største usikkerhedspunkt i den resterende del af 2023 og gående ind i 2024 bliver forbrugernes reaktion på fortsatte prisstigninger. Det er vores vurdering, at markedet har indregnet en begrænset negativ effekt og at risikoen derfor er på ned-siden.

Relativt dyr værdiansættelse

Flere år med stærk performance har medført, at Carlsberg nu handler med en discount til konkurrenter på 0,8%, hvor den historisk har handlet med en relativ rabat på 12%. Det vil altså sige, at den på nuværende tidspunkt er relativt uattraktiv sammenlignet med de andre bryggerier i markedet.

Investeringscase

En stærk start på 2023, hvor Carlsberg igen viser, at de mestrer at styre omkostningerne, og hvor udsigten til aftagende omkostningspres, højere salgspriser og stabil positiv volumenvækst i 2024 lyder attraktiv. Udfordringen er, at markedet allerede har indregnet dette, og vi ser derfor en risiko for skuffelser. Samtidigt handler aktien med en præmie til konkurrenter. Kombinationen af en uattraktiv relativ værdiansættelse, downside til konsensus på organisk EBIT-vækst i 2024 samt risiko fra forbrugernes købsadfærd i Europa og Kina gør at vi fortsat bliver på sidelinjen, på trods af at aktien har sat sig 22%, siden den toppede i maj.

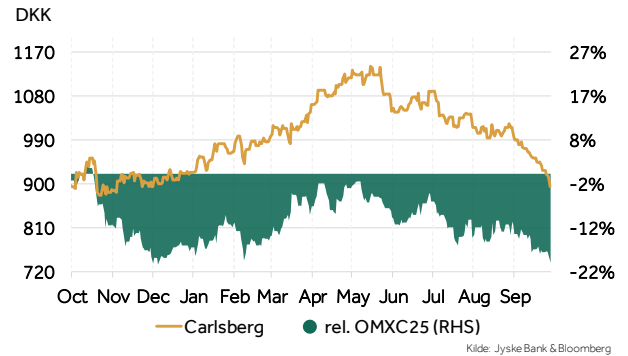
Udvalgte nøgletal

DKKm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	70.265	75.103	77.915	81.279
Res. Primær drift	11.470	11.509	12.389	13.514
Nettoresultat	108	8.405	9.125	9.880
Balance sum	115.341	124.453	125.791	127.333
Egenkapital	34.722	41.925	42.320	42.736
Indtjening per aktie (DKK)	-7,6	30	55	60
Udbytte per aktie	27	27	29	31
P/E (x)	-124	29	16	15
K/I (x)	3,8	3,2	3,1	3,1

Kilde: Jyske Bank & Carlsberg

Carlsberg	Hold
Sektor	Stabilt forbrug
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	1045
Lukkekurs (DKK)	894,4
Markedsværdi (DKK mio.)	132.982
Jyske Quant	Q3
Value score	Q2
Quality score	Q4
Momentum score	Q2

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 volumenvæksten og markedsandele.
- Lovgivningsmæssige ændringer, der har til formål at reducere alkoholforbruget

Senior Analyst, Henrik Hallengreen Laustsen, Research

Coloplast

Markedet bør se fremad mod bedre tider

- Kerecis opkøbet endeligt gennemført
- Markedet bør se fremad mod bedre tider

Kerecis opkøbet endeligt gennemført

Coloplast startede september med endegyldigt at gennemføre opkøbet af Kerecis og dermed udstede 12,2 nye aktier. Kerecis kommer dermed til at indgå i regnskabet for 22/23 med 1 måneds effekt under Hud- & Sårpleje. Med opkøbet tilføjer Coloplast endnu en vækstmotor til forretningen, men som de kommende år vil presse indtjeningen og reducerer EPS-forventningerne en smule (lav-encifret). På den lange bane er vi positive på opkøbet, og ser det som et godt aktiv for Coloplast

Markedet bør se fremad mod bedre tider

Coloplast-aktien har overraskede noget også været presset efter aktieudvidelsen som følge af Kerecis-opkøbet blev gennemført. Aktien nu handler lidt under placing kursen på 755 kr. Efter vores opfattelse er der udsigt til bedre markedsforhold for Coloplast med bedring i Kina, generelt stærkt momentum på tværs af forretningsområderne, indtjeningen vil styrkes af mindre valutamodvind, faldende fragt- og elpriser og mindre modvind fra stigende råvarepriser.

Investeringscase

Aktieemissionen har ligget som en tung sky over aktien siden annonceringen af opkøbet af Kerecis den 7. juli, men gennemførelsen af kapitaludvidelsen kan betyde, at skyen letter. Vi forventer ikke et kraftigt rebound i aktien, men fokus kan nu vender tilbage til den underliggende forretning, hvor vi har udsigt til vækst og indtjeningsfremgang i 2023/24. Tiltagende vækstmomentum og marginfremgang er to af hovedårsagerne til, at vi anser Coloplast som en god investering. Samtidigt handler aktien på relativt attraktive niveauer både i forhold til egen historik og til konkurrenterne. Sidst men ikke mindst anses den defensive profil og de gode vækstudsigter som attraktive egenskaber i et aktiemarked, som er præget af uro – særligt af investorer, som foretrækker Kvalitet- frem for Value-eksponering.

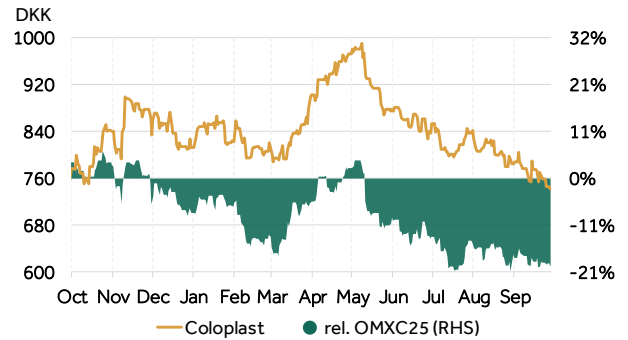
Udvalgte nøgletal

DKKm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	22.579	24.501	26.172	28.290
Res. Primær drift	6.439	6.934	7.760	8.529
Nettoresultat	4.706	4.858	5.330	5.871
Balance sum	51.315	35.074	35.274	35.470
Egenkapital	8.292	8.466	8.586	8.679
Indtjening per aktie (DKK)	22	23	25	28
Udbytte per aktie	19	20	22	25
P/E (x)	38	32	30	27
K/I (x)	22	20	20	20

Kilde: Jyske Bank & Coloplast

Coloplast	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	950
Lukkekurs (DKK)	742
Markedsværdi (DKK mio.)	169.324
Jyske Quant	Q4
Value score	Q4
Quality score	Q3
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 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

Højt udlodningspotentiale

- Intet overraskende i positive renter på indlånskonti
- Udsigt til udbytte er ikke længere et fatamorgana

Intet overraskende i positive renter på indlånskonti

I kølvandet på Nationalbankens renteforhøjelse har Danske Bank hævet renten på deres almindelige lønkonti med 0,25% hvilket er en moderat stigning sammenlignet med konkurrenterne. Vi anser dog ikke indlånsrenter på lønkonti som værende en væsentlig konkurrenceparameter, og det er en naturlig udvikling at bankerne igen tilbyder svagt positive renter på indlån. Danske Banks balancesammensætning, med hold-to-collect-porteføljen og svenske og finske boliglån der gradvist bliver priset til højere renter, vil være med til at understøtte nettorenteindtægterne de kommende år, og dermed en stabilisere indtjeningen.

Udsigt til udbytte er ikke længere et fatamorgana

Danske Bank ligger i øjeblikket inde med omkring DKK 23 mia. i overskydende kapital, hvilket sat i procent af bankens markedsværdi er blandt de nordiske banker med den højeste værdi. Vi betragter derfor øget udlodning med henblik på at optimere bankens kapitalposition som værende en logisk handling. Dette, i samspil med de stabile, høje nettorenteindtægter, gør at vi ser anser aktien som værende en attraktiv investering i øjeblikket.

Investeringscase

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

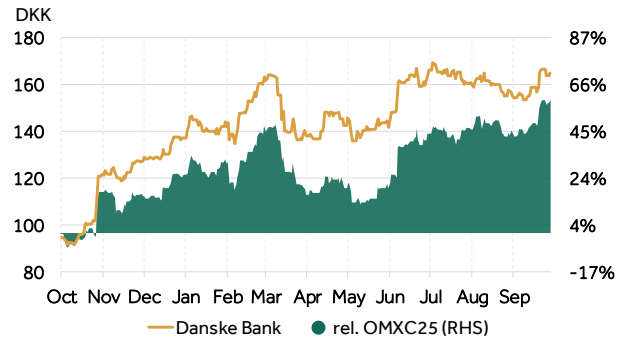
Udvalgte nøgletal

DKKm	2022	2023E	2024E	2025E
Indtj. før skat	-2.284	26.012	27.296	26.806
Nettoresultat	-5.068	20.193	20.745	20.373
Balance sum	3.602.682	3.491.432	3.533.898	3.581.757
Egenkapital	160.318	178.744	176.503	172.407
Indtjening per aktie (DKK)	-5,9	23	24	25
Udbytte per aktie	0,0	15	16	17
P/E (x)	-28	7,0	6,9	6,5
K/I (x)	0,9	0,8	0,8	0,8

Kilde: Jyske Bank & Danske Bank

Danske Bank	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	200
Lukkekurs (DKK)	165
Markedsværdi (DKK mio.)	142.260
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, 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

Tid til at trække stikket

- Prissætningen begynder at se mere anstrengt ud
- Forventningerne til 2024 ligger for højt

Prissætningen begynder at se mere anstrengt ud

Aktien er kørt stærkt i år, hvor aktien er steget med hele 51% år til dato – vel og mærke uden at estimerterne er fulgt med i samme grad. Prissætningen begynder derfor at se mere anstrengt ud, hvor aktien er gået fra at handle til en rabat på 20-30% i starten af året til nu at handle tæt på det historiske gennemsnit. Samtidig handler Demant for første gang i flere år til en lille præmie i forhold til Sonova. Markedet synes således at antage, at Demant kan fortsætte med at tage markedsandele gående ind i 2024, hvilket vi tvivler på. Vi ser derfor ikke længere noget upside i aktien og vurderer, at det er tid til at trække stikket.

Forventningerne til 2024 ligger for højt

Vi tvivler på, at Demant kan fortsætte det stærke momentum gående ind i 2024, da medvinden fra lanceringen af Oticon Real aftager og Sonova må formodes at vende tilbage til Costco kanalen. Det kan i værste fald trække væksten i engrossalget af høreapparater ned med over 4 p.p. Samtidig har det historisk vist sig at være vanskeligt at fastholde markedsandelen i VA-kanalen, når produkterne bliver over 6 måneder gamle og konkurrenterne lancerer nye produkter, hvilket vi forventer sker i løbet af 2024. Vi ser derfor en risiko for, at konsensusforventningerne ligger for højt.

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, men vi ser 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 konsensusforventningerne ligger for højt. Samtidig begynder prissætningen at se mere anstrengt ud, hvorfor vi ikke længere ser noget upside i aktien.

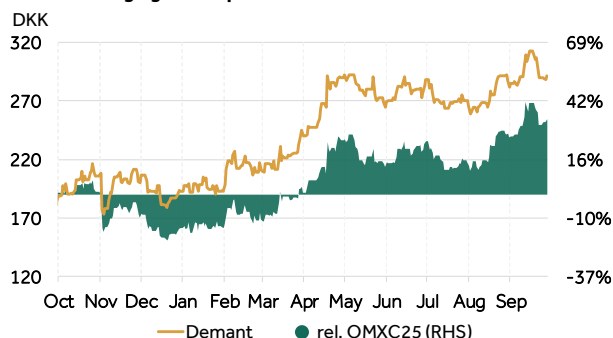
Udvalgte nøgletal

DKKm	2022	2023E	2024E	2025E
omsætning	19.705	22.284	23.077	24.279
Res. Primær drift	3.207	4.224	4.565	4.833
Nettoresultat	2.084	1.833	2.980	3.184
Egenkapital	8.561	8.096	7.603	7.198
Indtjening per aktie (DKK)	9,2	8	13	15
P/E (x)	33	36	22	20
K/I (x)	8,1	8,1	8,6	9,1

Kilde: Jyske Bank & Demant

Demant	Sælg
Sektor	Sundhed
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	290
Lukkekurs (DKK)	291,6
Markedsværdi (DKK mio.)	65.301
Jyske Quant	Q3
Value score	Q4
Quality score	Q2
Momentum score	Q4

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 forhandler-nettet 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

Hvem løber med DB Schenker?

- Stille september uden de store kursudsving
- Opkøbsracet er skudt i gang

Stille september uden de store kursudsving

Det har været en stille måned på nyhedsfronten for DSV, hvilket også har afspejlet sig i kursudviklingen. Mens opmærksomheden i den seneste tid har været centreret omkring de potentielle overvejelser om at opkøbe DB Schenker, nærmer datoen for offentliggørelsen af 3. kvartalsregnskabet sig. I den forbindelse har investorerne haft konkurrentregnskaber at skele til. Tidligere på måneden offentliggjorde FedEx deres regnskab for 1Q'23/24, hvor selskabet præsterede en indtjening per aktie på 4,55 USD, hvilket var noget bedre end konsensus' forventninger på 3,73 USD. Det stærke resultat var drevet af lavere omkostninger, god prisstyring og tilgangen af nye kunder. Konkurrenten UPS var hen over sommeren udfordret af en potentiel strejke blandt medarbejderne, hvilket FedEx har draget fordel af.

Opkøbsracet er skudt i gang

Deutsche Bahns intentioner om at frasælge DB Schenker er ingen statshemmelighed, og det er også åbenlyst, at DSV er en af de interesserede parter i dette opkøbsløb. Deutsche Bahns bestyrelse består imidlertid af en række tidligere tyske politikere, der har gjort det klart, at pengene fra opkøbet skal gå direkte til Deutsche Bahn samtidig med, at en potentiel køber skal stille en ansættelsesgaranti for samtlige medarbejdere i DB Schenker. I forlængelse heraf er det værd at bemærke, at DSV i forbindelse med de seneste tre store opkøb, nemlig ITU, Panalpina og Gil, efterfølgende afskedigede omkring 45% af de nye medarbejdere, når funktioner, stabe og divisioner blev integreret med den eksisterende forretning i den danske koncern. DSV har gode forudsætninger for at blive køber af DB Schenker, da de har nogle af de højeste marginer blandt de store i branchen, og så har de historisk vist, at de kan skabe værdi gennem opkøb.

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 vækststrejse, DSV er på.

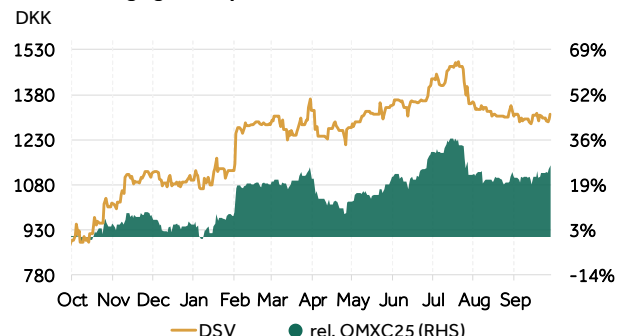
Udvalgte nøgletal

DKKm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	235.655	157.605	162.723	169.247
Res. Primær drift	25.204	18.324	17.677	17.624
Nettoresultat	17.671	13.067	12.583	12.544
Balance sum	159.045	155.488	152.244	149.279
Egenkapital	71.741	67.231	67.158	67.152
Indtjening per aktie (DKK)	84	62	60	59
Udbytte per aktie (DKK)	13	9,3	9,0	8,9
P/E (x)	13	21	22	22
K/I (x)	3,3	4,3	4,3	4,3

Kilde: Jyske Bank & DSV

DSV	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	1550
Lukkekurs (DKK)	1315,5
Markedsværdi (DKK mio.)	288.095
Jyske Quant	Q1
Value score	Q3
Quality score	Q1
Momentum score	Q1

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.
- 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

Svagt negative salgstal for Darzalex

- Lancering af EPKINLY og Hexabody-CD38 følger planen
- Darzalex-salget i august viser små svaghedstegn

Lancering af EPKINLY og Hexabody-CD38 følger planen

Genmab talte positivt om EPKINLY-lanceringen i USA på Morgan Stanleys Healthcare konference i starten af september. Det tyder på at lanceringen går godt og produktet får positiv feedback fra både læger og patienter. EPKINLY blev senere i september, helt som forventet, blevet godkendt i Japan og EU. Derudover, var de på konferencen fokus på Hexabody-CD38, hvor Genmab udviser meget stor optimisme. Hos Genmab bliver højdepunktet i 2024 datapræsentationen for head-to-head-studiet mod Darzalex, samt J&J's afgørelse på partnerskabsoptionen, som kommer i kølvandet på data-præsentationen.

Darzalex-salget i august viser igen svaghedstegn

Salgstallene for Darzalex og EPKINLY var til den svage side både i august. Darzalex-salget i USA fra Symphony Health var på USD 588,3 mio., hvilket svarer til en månedlig vækst på -1%. Samlet set, svarer det til en årlig vækst på 29,1% mod et gennemsnit på 33,6% for 2022. Det indikerer et Darzalex-salg på USD 5,170 mia. for 2023, hvilket er 3,0% under markedet, der forventer et salg på USD 5,329 mia. i USA.

Investeringscase

Kursfaldet i slutningen af 2022 og starten af 2023 gavner upside-potentiale og risk/reward. Investeringscasen drives fortsat af stærkt Darzalex-salg, positiv lancering af EPKINLY samt positive data for Hexabody-CD38 i 2024. 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	16.149	18.557	22.519
Res. Primær drift	6.357	5.289	7.052	9.571
Nettoresultat	5.522	4.299	5.703	7.702
Balance sum	30.278	34.854	40.557	48.259
Egenkapital	27.718	32.017	37.720	45.422
Indtjening per aktie (DKK)	84	65	86	117
P/E (x)	31	40	30	22
K/I (x)	7,0	5,3	4,5	3,8

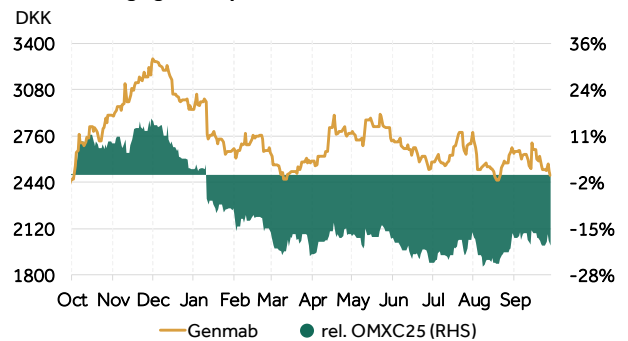
Kilde: Jyske Bank & Genmab

Udvalgte nøgletal

DKKm	2022	2023E	2024E	2025E
omsætning	14.595	16.149	18.557	22.519
Res. Primær drift	6.357	5.289	7.052	9.571
Nettoresultat	5.522	4.299	5.703	7.702
Balance sum	30.278	34.854	40.557	48.259
Egenkapital	27.718	32.017	37.720	45.422
Indtjening per aktie (DKK)	84	65	86	117
P/E (x)	31	38	29	21
K/I (x)	7,0	5,1	4,4	3,6

Genmab	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	3225
Lukkekurs (DKK)	2491
Markedsværdi (DKK mio.)	164.574
Jyske Quant	Q3
Value score	Q4
Quality score	Q1
Momentum score	Q4

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

Genmab A/S er et internationalt biotekselskab, som har specialiseret sig i udvikling af 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 Epcoritamb, 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

Simplificering får hård modtagelse

- Selskabsstrukturen simplificeres
- Ny generation af høreapparater ser dagens lys

Selskabsstrukturen simplificeres

GN har haft det hårdt den seneste måned hvor aktien er nede med 11% efter, at GN i starten af september meddelte, at de har besluttet at simplificere selskabsstrukturen. Dette indebærer, at der fremadrettet kun vil være én koncernchef, i form af Peter Karlstromer, med ansvaret for både GN Audio og GN Hearing. Denne udmelding blev taget negativt op af aktionærerne, hvor enkelte stadig havde håbet på en opsplittning eller et delvist frasalg af virksomheden. Vi ser dog beslutningen, som et naturligt skridt i forhold til at udnytte de synergier der er på tværs af de to forretninger, og samtidig forenkle ledelsesstrukturen med de omkostningsbesparelser, der ligger heri. GN Store Nord står dog med et helt nyt ledelsesteam på et tidspunkt, hvor de kæmper med store udfordringer. Det er aldrig optimalt.

Ny generation af høreapparater ser dagens lys

Salgstallene fra VA-kanalen i august måned viste en stigning på 6,3% - en stabil udvikling sammenlignet med juli måned hvor salget steg med 5,8%. Det lover godt for væksten i 3. kvartal. GN meddelte tidligere i denne uge, at de kommer med en ny generation af høreapparater i oktober, der går under navnet ReSound Nexia. Det sker kun 14 måneder efter lanceringen af ReSound OMNIA, hvilket betyder, at GN nu står med det nyeste høreapparat på markedet.

Investeringscase

Markedet for høreapparater er kendetegnet ved stabil volumen-vækst, der er relativt modstandsdygtig over for en økonomisk opbremsning. Væksten forventes at holde sig på et fornuftigt niveau i 2023, understøttet af en positiv demografisk udvikling og et ophobet behov for høreapparater. Markedet for headsets er dog udfordrende, da virksomhederne i stigende grad holder igen på deres IT-budgetter. Væksten i Audio bliver derfor negativ i 2023, men vi har fortsat tiltro til de langsigtede vækstudsigter og forventer, at væksten vender tilbage på fuld styrke i 2024. Vi ser derfor prissætningen som yderst attraktiv og med den nye finansieringsplan på plads, er risikoen i aktien blevet væsentligt reduceret.

Udvalgte nøgletal

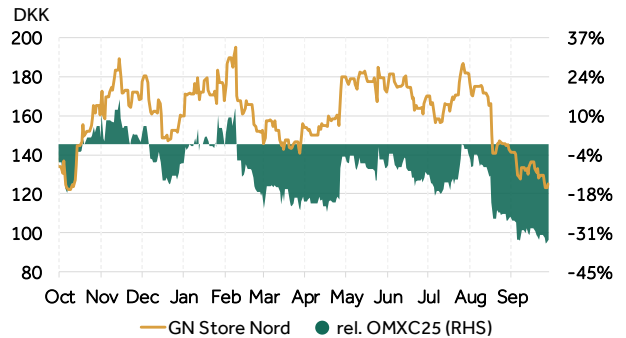
DKKm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	18.686	18.403	19.884	21.442
Res. Primær drift	1.111	1.278	2.651	3.170
Nettoresultat	571	689	1.653	2.002
Balance sum	30.080	31.317	33.018	34.932
Egenkapital	6.800	9.473	10.872	12.467
Indtjening per aktie (DKK)	4,1	4,8	11	13
Udbytte pr. aktie (DKK)	0,0	0,6	1,3	1,6
P/E (x)	30	26	11	9
K/I (x)	2,5	2,0	1,7	1,5

Kilde: Jyske Bank & GN Store Nord

GN Store Nord

	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	200
Lukkekurs (DKK)	125,15
Markedsværdi (DKK mio.)	18.887
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

Netcompany

Fuld fart på de udenlandske markeder

- Ny aftale understøtter fortsat udenlandsk momentum
- Investering åbner nye døre

Ny aftale understøtter fortsat udenlandsk momentum

Netcompany vandt i den forgangene måned en rammeaftale hos det hollandske finanstilsyn på omkring DKK 150 mio. til applikationsudvikling. Vi dette som en aftale af en pæn størrelse, set i lyset af Netcompanys' størrelse i Holland (indtægter op DKK 31 mio. i 2. kvartal). Vi anser derfor også aftalen som en bekræftelse af et fortsat stærkt vækstmomentum på Netcompanys udenlandske markeder, der kommer i forlængelse af 2. kvartalsregnskab, hvor der blev rapporteret +25% å/å vækst på alle udenlandske markeder. Vi forventer at Netcompany vil være i stand til at bibeholde dette flotte momentum og at de udenlandske markeder fremover vil være kanaler for vækst.

Investering åbner nye døre

En investering i det danske selskab Festina Finance, der udvikler software til pensions- og banksektoren, positionerer Netcompany stærkt i branchen for softwareudvikling til finanssektoren. Investeringen bringer derfor Netcompany tættere på projektudbud i finanssektoren, som er et vigtigt marked for Netcompany med stort potentiale. Dette, i samspil med en fortsat vellykket integration af Intrasoftware bekræfter os i at opkøb kan være grobund for fremtidig vækst og rentabilitet.

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. Netcompanys M&A-ambition skaber dog en smule usikkerhed omkring fremtidig værdiskabelse, men vi ser Intrasoftware-opkøbet som en god rettesnor for potentialet af fremtidige opkøb. Værdiansættelsen ser lav ud i øjeblikket, og vi vurderer, at aktien bør kunne stige, uden at dette er foranlediget af positive estimatændringer.

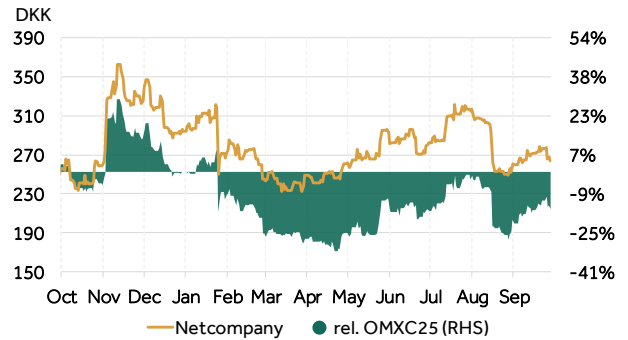
Udvalgte nøgletal

DKKm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	5.545	6.213	6.930	7.723
Res. Primær drift	841	706	974	1.113
Nettoresultat	603	468	683	814
Egenkapital	3.527	4.003	4.106	4.309
Indtjening per aktie (DKK)	12	9	14	18
Udbytte per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	22	28	18	15
K/I (x)	3,7	3,3	3,2	3,1

Kilde: Jyske Bank & Netcompany

Netcompany	Køb
Sektor	IT
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	400
Lukkekurs (DKK)	263,8
Markedsværdi (DKK mio.)	13.190
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 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

Indtjeningen er robust

- Renterne stiger, nu også på indlånskonti
- Markedet undervurderer bankens potentiale

Renterne stiger, nu også på indlånskonti

Som reaktion på at Nationalbanken hævede den ledende rente med 0,25% kan man som privatkunde i Nordea Danmark nu se frem til en at få en rente på 0,25% på sin normale lønkonto. Vi anser dog ikke indlånsrenter på lønkonti som værende en væsentlig konkurrenceparameter blandt de nordiske banker, og det er en naturlig udvikling at bankerne igen tilbyder svagt positive renter på indlån. Vi har således ikke ændret vores forventninger til nettorenteindtægterne hos Nordea de kommende år, som også vil blive understøttet af at nogle udlån først i løbet af de næste 2-3 år bliver genforhandlet til højere renter.

Markedet undervurderer bankens potentiale

Markedet har stadig anlagt et – i vores optik – lidt for pessimistisk syn på bankerne, som handler på meget lave multipler sammenlignet med deres historiske niveau. Selvom renteniveauet kommer lidt ned herfra og nedskrivningerne normaliseres, ser vi en bæredygtigt høj indtjening og egenkapitalforrentning i Nordea. Vi mener derfor at det nuværende prisniveau for sektoren, og i særdeleshed Nordea-aktien, skal betragtes som en opkøbsmulighed i en veldrevet bank med en stabil høj indtjening og udlodning.

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. Nordes 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.

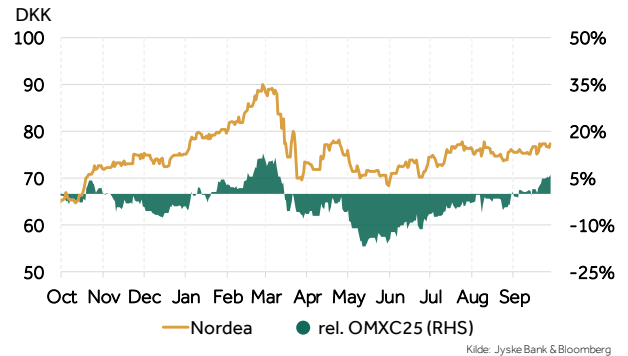
Udvalgte nøgletal

EURm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	5.664	7.432	7.506	7.250
Nettoresultat	3.587	5.063	5.151	4.976
Balance sum	594.896	609.265	626.507	644.401
Egenkapital	31.456	30.313	31.301	31.780
Indtjening per aktie (EUR)	1,0	1,5	1,6	1,6
Udbytte per aktie (EUR)	0,7	0,9	1,1	1,2
P/E (x)	10	7	6,6	6,7
K/I (x)	1,2	1,2	1,2	1,2

Kilde: Jyske Bank & Nordea

Nordea	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	100
Lukkekurs (DKK)	77,28
Markedsværdi (DKK mio.)	274.920
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

Ikke plads til skuffelser

- Kurs mod endnu et godt 3. kvartal
- Letter 483-brev fra FDA viser aktiens høje følsomhed

Kurs mod endnu et godt 3. kvartal

En efterspørgsel så massiv at det skaber leveringsproblemer, må siges at være et positivt problem – Dette er netop tilfældet for Novo, som forsat oplever massiv efterspørgsel efter deres kerneprodukter, Ozempic i diabetes og fedme-medicinet, Wegovy. 3. kvartal ligner endnu et godt kvartal for Novo, men muligvis ikke bliver helt lige så imponerende som 2. kvartal pga. Leveringsbegrænsninger. Fokus i 3. kvartalsregnskabet bliver på leveringsudfordringerne af fedme-medicinen Wegovy. Vi forventer begrænset nyt, og at Novo forsat vil lidt igen med udbudet. Yderligere forventer vi ikke, at Novo sætter en dato på løsningen af leveringsproblemerne, men i stedet at forbedringer sker gradvist. Foruden regnskabet vil fokus i den kommende tid være på AHA-konferencen til november, hvor Novo præsenterer yderligere data fra SELECT-studiet, hvor vi kan få lidt yderligere information om sikkerhedsprofilen og 2. endpoints.

Letter 483-brev fra FDA viser aktiens følsomhed

Novo-aktien har i løbet af september været en smule under pres på grund af et såkaldt 483-brev, som er et skriftligt feedback-brev fra FDA efter et besøg på fabrikken i Clayton i juli måned. Der er som sådan intet unormalt ved disse FDA-besøg, og Novo har offentligt udtalt at fabrikken kører videre, men for os vidner presset på aktien om, at prissætningen på Novo-aktien gør aktien meget følsom over for selv små negative nyheder.

Investeringscase

Stærkt forretningsmomentum, solide vækstudsigter samt aktiens defensive profil kan sikre, at Novo-aktien fortsætter med at imponere, men vi vurderer forsat, at høje forventninger er indregnet i aktien. Novo har siden 2021 leveret imponerende resultater, drevet af et solidt vækstmomentum i både GLP-1 (Ozempic) og Fedme (Wegovy). Resultaterne er heller ikke gået ubemærket hen, da Novo-aktien er steget over 200% siden starten af 2021. Risikoelementerne er de høje forventninger indbygget i kursen, høj værdiansættelse og øget konkurrence i både Diabetes og Fedme fra bl.a. Mounjaro.

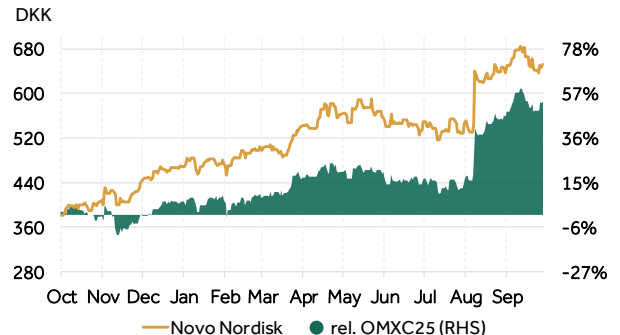
Udvalgte nøgletal

DKKm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	176.954	223.157	263.273	303.155
Res. Primær drift	74.809	97.408	116.630	134.904
Nettoresultat	55.525	80.146	93.104	107.823
Balance sum	241.257	311.578	351.538	399.010
Egenkapital	115.148	125.221	140.362	163.160
Indtjening per aktie (DKK)	25	36	41	48
Udbytte per aktie	12	18	19	19
P/E (x)	51	18	16	14
K/I (x)	18	23	21	18

Kilde: Jyske Bank & Novo Nordisk

Novo Nordisk	Hold
Sektor	Sundhed
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	662,5
Lukkekurs (DKK)	651,5
Markedsværdi (DKK mio.)	2.938.265
Jyske Quant	Q1
Value score	Q5
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 presse væksten i Ozempic i diabetes og/eller Wegovy for fedme, hvis de anvendes off-label.
- Værre end forventet prispres pga. f.eks. regulering, biosimilær konkurrence, patentudløb.
- Skuffende markedsvekst for væksthåbene i GLP-1 og/eller fedme.
- Øget konkurrence i GLP-1 og fedme fra bl.a. Eli Lilly.
- Skuffende kliniske resultater.
- Negative valutabevægelser, særligt USD/DKK.

Senior Analyst, Henrik Hallengreen Laustsen, Research

Pandora

Kapitalmarkedsdagen i fokus

- Kapitalmarkedsdagen kan være en trigger
- Detailsalgstallene viste lille bedring i smykkosalget

Kapitalmarkedsdagen kan være en trigger

Pandora er kørt stærkt på det seneste, og aktien er oppe med små 50% år til dato uden, at estimerterne er fulgt med. Det er markant mere end de øvrige forhandlere af tøj, smykker og andre luksusgoder, der er steget med 4-8% år til dato. Den seneste tids kursstigninger gør dog, at vi ikke længere ser det samme upside i aktien. Kapitalmarkedsdagen kan dog være en positiv trigger for aktien, da markedet forventer en relativt begrænset forbedring i driftsmarginen frem mod 2025. Det vurderer vi er for konservativt.

Detailsalgstallene viste lille bedring i smykkosalget

De seneste detailsalgstal fra USA viste et fald på 2,7% i smykkosalget i juli måned. Det er en lille bedring sammenlignet med 2. kvartal, hvor detailsalget faldt med 4,3%. Der er således ikke noget, der tyder på nogen forværring – snarere tvært imod var der en lille bedring at spore i smykkosalget. Dette er i tråd med Pandoras udmeldinger i forbindelse med regnskabet, hvor de flagede en bedring i kundetrafikken hen over sommerferieperioden. Vi er dog varsomme med at antage, at denne trend fortsætter året ud.

Investeringscase

Pandora har formået at få væksten tilbage i forretningen efter en periode med negative vækstrater i 2018-2020. På kort sigt er der en risiko for, at væksten bremses op i takt med at forbrugerne bliver 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 ser derfor en god mulighed for, at Pandora slutter året i den øvre ende af guidance-intervallet. Vi forventer således, at Pandora formår at styre fornuftigt igennem den økonomiske vækststopbremsning, og selskabet er væsentlig bedre polsteret end mange andre detailhandlere takket være selskabets høje bruttomargin, lave gældsætning og stærke cash flow generering, hvilket gør det muligt at sende op imod DKK 6,4 mia. tilbage til aktionærene årligt i form af udbytte og aktietilbagekøb. Det ser vi som et klart kvalitetsstempel.

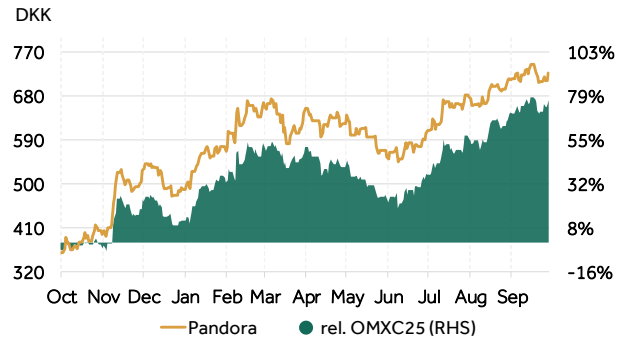
Udvalgte nøgletal

DKKm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	26.463	27.412	29.057	30.801
Res. Primær drift	20.190	21.380	22.808	24.177
Nettoresultat	5.029	5.049	5.616	6.183
Egenkapital	6.500	2.076	675	1.275
Indtjening per aktie (DKK)	42	54	57	67
Udbytte per aktie	15	16	20	23
P/E (x)	13	14	13	11
K/I (x)	13	31	96	51

Kilde: Jyske Bank & Pandora

Pandora	Køb
Sektor	Cyklisk forbrug
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	760
Lukkekurs (DKK)	726,6
Markedsværdi (DKK mio.)	64.667
Jyske Quant	Q1
Value score	Q2
Quality score	Q1
Momentum score	Q2

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

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

Rockwool

Uretfærdigt behandlet

- Ingen belønning for opjusteringerne
- Stabil udvikling i salgspriserne

Ingen belønning for opjusteringerne

Rockwool er nede 5,7% i september måned, hvilket står i skarp kontrast til estimaterne, der er blevet revideret op med 10% siden regnskabet d. 30. august og hele 23%, hvis man sammenligner med konsensus forud for opjusteringen i juli. Aktien er således ikke blevet belønnet for de seneste to opjusteringer, der vidner om, at Rockwool formår at styre flot igennem det lavere aktivitetsniveau. På kort sigt står Rockwool stadig overfor et udfordrende konstruktionsmarked, men vi vurderer, at det værste er overstået hvad angår volumenedgangen. Dette er ikke afspejlet i prisen, hvor Rockwool er gået fra at handle til en præmie på 30% i forhold til konkurrenterne til en rabat på 10%. Det har vi svært ved at retfærdiggøre.

Stabil udvikling i salgspriserne

En gennemgang af udvalgte listepriser for Rockwool viser, at listepriserne i Danmark i juli er uændret, mens Rockwool har hævet priserne i Storbritannien med 8,5%. Det er i tråd med Rockwools udmeldinger om en stabil udvikling i salgspriserne sammenlignet med 1. kvartal og en lille marginal stigning sammenlignet med slutningen af 2022. Vi vil dog være varsomme med at overtolke tallene, da der kun er tale om to prispunkter.

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 væk fra plasticbaserede materialer over imod mere naturlige produkter som stenuld. På kort sigt ser vi dog en risiko for, at de kraftigt stigende materialepriser vil påvirke aktivitetsniveauet negativt, hvor særligt nybygningsaktiviteten forventes at blive hårdt ramt, men de lavere energipriser bør gøre det muligt for Rockwool at styre fornuftigt igennem det lavere aktivitetsniveau.

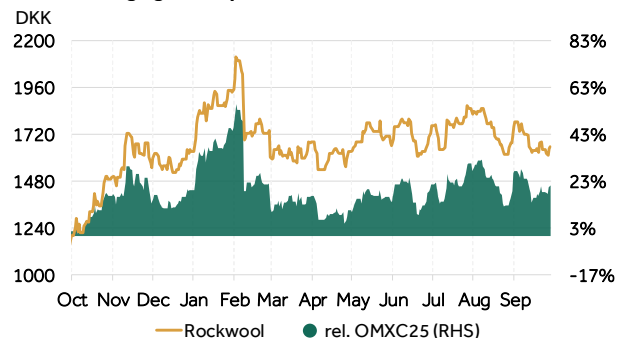
Udvalgte nøgletal

EURm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	3.907	3.594	3.702	3.924
Res. Primær drift	402	485	504	544
Nettoresultat	273	383	398	429
Balance sum	3.343	3.459	3.758	4.104
Egenkapital	2.580	2.827	3.108	3.415
Indtjening per aktie (EUR)	13	18	19	20
Udbytte per aktie (EUR)	4,8	5,6	5,8	6,2
P/E (x)	19	12	12	11
K/I (x)	1,9	1,7	1,5	1,4

Kilde: Jyske Bank & Rockwool

Rockwool	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	2250
Lukkekurs (DKK)	1657,5
Markedsværdi (DKK mio.)	35.885
Jyske Quant	Q1
Value score	Q2
Quality score	Q2
Momentum score	Q1

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Udsigt til medvinde i 2024

- Et relativt attraktivt køb oven på klare forbedringer
- Finansieringen af Vrumona

Et relativt attraktivt køb oven på klare forbedringer

2. kvartal var skuffende, men de fleste udfordringer hører fortiden til. Lagerproblemerne i Italien er løst og samtidigt er den politiske uro i Afrika i bedring. Vi venter derfor, at investorerne vil begynde at se mod indtjeningsmedvind i resten af 2023 og for 2024. På trods af udsigten til fremgang har aktien har sat sig ca. 18% siden toppen i april, hvilket har gavnet værdiansættelsen, og aktien handler nu til en EV/EBITDA på 12,5x, hvilket er 23% under det historiske gennemsnit. Den mere attraktive værdiansættelse relativt til Carlsberg gør, at vi fortsat foretrækker Unibrew.

Finansieringen af Vrumona

Royal Unibrew kunne i starten af juli annoncere, at man havde indgået en aftale om opkøbet af hollandske Vrumona for EUR 300 millioner. Som en del af den samlede finansieringspakke var Unibrew i midten af september ude i markedet og sælge 430.000 eksisterende aktier fra selskabets egen beholdning. Aktierne solgte med rabat for 583 kr. per aktie, hvilket har givet et provenu på 250,7 mio. kr.

Investeringscase

2. kvartal var skuffende, men de fleste udfordringer hører fortiden til. Vi vurderer, at 2. kvartalsregnskabet kan være et positivt vendepunkt for investorstemningen omkring Unibrew. Aktien har sat sig ganske pænt siden regnskabet for 1. kvartal, hvilket har gavnet værdiansættelsen, og aktien handler nu på attraktive niveauer sammenlignet med det historiske gennemsnit. Største usikkerhedspunkt for Unibrew i 2023 er, hvordan forbrugeren reagerer på de stigende renter og den generelt høje inflation. Vores basisscenarie er, at forbrugsmønstret ikke ændres markant.

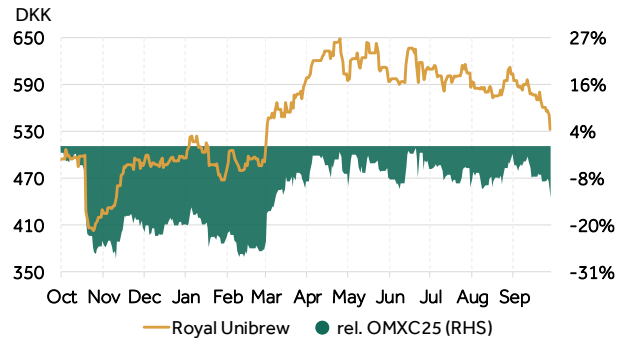
Udvalgte nøgletal

DKKm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	11.487	13.149	13.753	14.234
Res. Primær drift	1.515	1.700	2.058	2.378
Nettoresultat	1.491	1.182	1.456	1.709
Balance sum	14.474	15.671	16.288	16.831
Egenkapital	5.158	5.332	5.736	6.109
Indtjening per aktie (DKK)	23	24	30	35
Udbytte per aktie	15	14	15	18
P/E (x)	26	22	18	15
K/I (x)	5	5,0	4,7	4,4

Kilde: Jyske Bank & Royal Unibrew

Royal Unibrew	Køb
Sektor	Stabilt forbrug
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	680
Lukkekurs (DKK)	532,4
Markedsværdi (DKK mio.)	26.726
Jyske Quant	Q3
Value score	Q3
Quality score	Q2
Momentum score	Q4

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 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

Vildt vejr vejer tungere end normalt

- Vildt vejr i Norge betyder ekstraregning
- Højere genforsikringsrater gør lidt ondt - på kort sigt

Vildt vejr i Norge betyder ekstraregning

Stormen "Hans", som over sommeren ramte Norge, har efterladt skader anslået for over NOK 1,8 mia., hvoraf NOK 1,1 mia. kan henføres til den norske naturskadepool, som forsikringsselskaberne betaler til proportionalt med deres markedsandel. Udover stormen Hans i Norge melder Tryg om et lidt forhøjet niveau af vejrskader i Danmark og Sverige (bl.a. forskyldt af haglstormen der ramte danske turister i Italien), og vi venter derfor et overnormalt niveau af samlede vejrrelaterede skader for Tryg i 3. kvartal på DKK 500-600 mio. som ellers under normale forhold ligger på ca. DKK 160 mio.

Højere genforsikringsrater gør lidt ondt - på kort sigt

De danske skadesforsikringselskaber har fra årets start set et lille pres på combined ratio (ca. 1%) fra højere genforsikringsrater. Vi ser dog ikke som en selvfølge at de danske skadesforsikringselskaber vil blive udsat for endnu en runde markante præmiestigninger ved starten af 2024, da genforsikringsselskaberne generelt efter 1. halvår har rapporteret tilfredsstillende regnskaber, specifikt hjulpet af de gennemførte prisinitiativer. Under alle omstændigheder forventer vi at skadesforsikringselskaberne over tid vil lykkes med at sende præmieforhøjelserne videre til kunderne og dermed normalisere forsikringsindtjeningen.

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 garant for. Risikoen for, at Tryg ikke kan levere de forventede synergieffekter frem mod 2024, er til stede, men erfaringerne fra det succesfulde Alka-opkøb bør alt andet lige øge troværdigheden omkring Trygs evne til at levere som lovet.

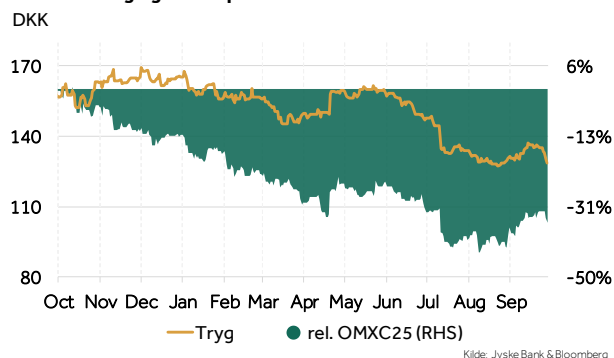
Udvalgte nøgletal

DKKm	2022	2023E	2024E	2025E
Bruttopræmieindtægter	36.923	37.571	38.319	0
Teknisk resultat	6.913	7.364	7.460	0
Nettoresultat	4.241	5.010	5.230	0
Balance sum	108.495	115.961	116.758	0
Egenkapital	39.968	39.594	38.863	0
Indtjening per aktie (DKK)	6,8	8,0	8,4	0,0
Udbytte per aktie	7,3	7,7	8,1	0,0
P/E (x)	21	16	15	n/m
K/I (x)	8,5	2,1	2,1	n/m

Kilde: Jyske Bank & Tryg

Tryg	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	170
Lukkekurs (DKK)	128,4
Markedsværdi (DKK mio.)	81.513
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 palet 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

Blæst omkuld af tvivl på havvind

- Markedet tvivler på havvind – en overreaktion
- Udsigt til en bedring i profitabiliteten i 2024

Markedet tvivler på havvind – en overreaktion

Vestas er faldet med 7% siden starten af september og over 25% siden slutningen af maj. Markedet har således fjernet over 75% af værdien af Vestas' offshore-forretning siden bekymringerne omkring havvind satte ind i slutningen af juli. Det har vi svært ved at retfærdiggøre, da vi forsat har tiltro til det langsigtede potentiale indenfor havvind, der er afgørende for at politikerne kan indfri de ambitiøse klimamål frem mod 2030. Dette blev også underbygget af, at Vestas i går kunne annoncere en 1140 MW stor havvindmølleordre i Polen. Vi ser derfor kursfaldet som en overreaktion og anbefaler at købe op i aktien. Samtidig tyder det på, at ordrene på landbaseret vind i USA igen begynder at rulle ind, hvilket understøtter aktivitetsniveauet i 2024.

Udsigt til en bedring i profitabiliteten i 2024

På kort sigt er Vestas fortsat udfordret af overleveringen af en række dårlige projekter, som er taget ind på alt for lave priser sammenlignet med det faktiske omkostningsniveau. Vi vurderer dog, at det værste er ved at være overstået, og forventer en bedring i indtjeningsevnen i 2024, i takt med at kvaliteten af ordrebogen forbedres og Vestas begynder at eksekvere på de ordrer, der er taget ind på højere priser.

Investeringscase

Vestas står overfor endnu et udfordrende år i 2023 med udsigt til et lavere aktivitetsniveau. Samtidig forventes det inflationære pres fortsat at lægge låg på indtjeningsevnen, hvilket også er afspejlet i selskabets guidance om en EBIT-margin på -2% til 3%. Vestas har dog vist stor disciplin i forhold til at hæve priserne, hvilket lover godt for selskabets muligheder for at genetablere lønsomheden gående fremad. De højere priser har dog ramt ordreindgangen, men vi ser mulighed for en kraftig bedring i ordreindgangen hen imod slutningen af året, anført af USA, hvor forlængelsen af skatterabatordningen åbner op for en kraftig stigning i installationsniveauet hen over de næste 1-2 år. Den langsigtede væksthistorie er derfor intakt, understøttet af ambitiøse målsætninger fra en række af verdens førende lande og forlængelsen af PTC-ordningen i USA, der kan sætte ekstra skub i udbygningen af vindkraft.

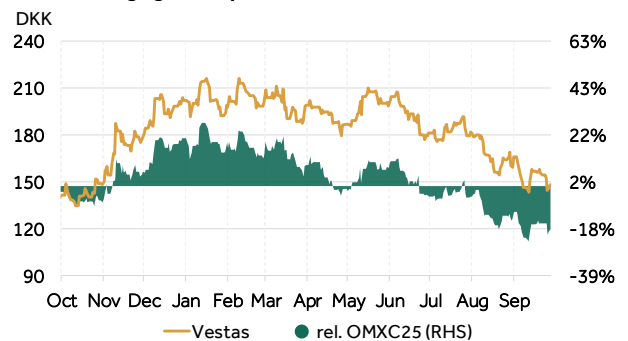
Udvalgte nøgletal

EURm	2022	2023E	2024E	2025E
omsætning	14.486	15.197	17.802	22.140
Res. Primær drift	-1.596	227	1.070	1.734
Nettoresultat	-1.572	156	806	1.317
Balance sum	19.913	20.719	23.394	28.372
Egenkapital	3.060	3.250	4.001	5.270
Indtjening per aktie (EUR)	-1,6	0,2	0,8	1,3
Udbytte per aktie (EUR)	0,1	0,0	0,1	0,0
P/E (x)	-12	128	25	15
K/I (x)	6,4	6	5	3,8

Kilde: Jyske Bank & Vestas

Vestas	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	185
Lukkekurs (DKK)	148,5
Markedsværdi (DKK mio.)	149.965
Jyske Quant	Q5
Value score	Q5
Quality score	Q5
Momentum score	Q4

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

Danske aktier – Ændringer den seneste måned

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	12605 (DKK)	17000 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Morten Holm Enggaard
Alm Brand	10,45 (DKK)	16 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Carlsberg	894,4 (DKK)	1045 (DKK)	1075 (DKK)	19-09-2023	Hold	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Coloplast	742 (DKK)	950 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Danske Bank	165 (DKK)	200 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Demant	291,6 (DKK)	290 (DKK)	300 (DKK)	22-09-2023	Sælg	-	-	Janne Vincent Kjær
DSV	1315,5 (DKK)	1550 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Morten Holm Enggaard
Genmab	2491 (DKK)	3225 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
GN Store Nord	125,15 (DKK)	200 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
Netcompany	263,8 (DKK)	400 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Nordea	77,28 (DKK)	100 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Novo Nordisk	651,5 (DKK)	662,5 (DKK)	1325 (DKK)	13-09-2023	Hold	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Pandora	726,6 (DKK)	760 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
Rockwool	1657,5 (DKK)	2250 (DKK)	2200 (DKK)	01-09-2023	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
Royal Unibrew	532,4 (DKK)	680 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Tryg	128,4 (DKK)	170 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Vestas	148,5 (DKK)	185 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær

Kilde: Jyske Bank

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 meraffkast. Modellen ekskluderer Finans og Forsyning, da begge sektorer vurderes at være signifikant anderledes end andre sektorer. Blandt andet som følge af regulering og selskabernes typiske kapitalstruktur. Samtidig er der store forskelle mellem industrierne inden for disse sektorer. Jyske Bank foretager ikke en fundamental vurdering eller en risikovurdering af selskabet, hvorfor der ej heller stilles et kursmål for aktien.

Fundamentale anbefalinger på enkeltsselskaber

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

Jyske Bank anvender en eller flere af følgende modeller:

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

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

hvor:

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

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

EV = Estimeret værdi (både egenkapital og rentebærende gæld)

- Dividendemodell: I enkelte tilfælde anvendes en dividendemodell til bestemmelse af selskabets fundamentale værdi. Ifølge denne modell er værdien af et selskab den tilbagelidiskonterede 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 enkelt-fondskoder opdateres løbende. Se analysens forside for dato og tidspunkt for offentliggørelse.

Risiko

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

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.

Risikomærkning

Grøn: En type af investeringsprodukt er i kategorien grøn, hvis risikoen for at tabe hele det investerede beløb må betragtes som meget lille, og produkttypen ikke er vanskelig at gennemskue.

Gul: En type af investeringsprodukt er i kategorien gul, hvis der er risiko for, at det investerede beløb kan tabes helt eller delvist, og produkttypen ikke er vanskelig at gennemskue.

Rød: En type af investeringsprodukt er i kategorien rød, hvis der er en risiko for at tabe mere end det investerede beløb, eller hvis produkttypen er vanskelig at gennemskue.

Kompleksitet

For at et produkt kan betegnes som "ikke-kompleks":

- Skal det kunne afhændes, indløses eller på anden måde realiseres til en offentligt tilgængelig kurs.
- Skal det ikke indebære en faktisk eller potentiel forpligtelse for kunden, som overstiger udgiften ved erhvervelsen.
- Skal prissætning fastsættes uden reference til andre værdipapirers priser, samt andre indekser og mål.
- Skal der findes let forståelige, offentligt tilgængelige oplysninger om produktets karakteristika.
- Må produktet ikke være et derivat.

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.