

31/08/2023 09:55

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, men nøgletallene i Europa har på det seneste skuffet, og særligt industrien viser tegn på afmatning. Vi vurderer dog, at det er for tidligt at positionere sig til en egentlig recession. Så længe inflationen er aftagende og renterne ikke stiger yderligere, er der fortsat mulighed for, at aktierne kan fortsætte de moderate stigninger – lidt endnu.

Vi fastholder en neutral porteføljerisiko, men anbefaler, at man søger ly i de stabile forbrugsaktier, der er en klassisk defensiv sektor, som typisk klarer sig bedre end markedet i recessioner. Det kan med fordel krydres med finansaktier, hvor kursudviklingen ikke står mål med den forbedring, vi har set i indtjeningen. Samtidig er bankerne godt gearret til at håndtere de stigende renter, værdiansættelsen ser attraktiv ud og kreditkvaliteten er robust. Bankerne er derfor væsentlig bedre rustet til at håndtere den næste krise, end tilfældet var under finanskrisen.

Nedenfor giver vi vores bud på de danske aktier, som vi forventer vil klare sig bedst de kommende en 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 fra faldende inputpriser og medvind fra stigende ølpriser
- Aktien handler på attraktive niveauer sammenlignet med det historiske gennemsnit

Danske Bank

- Nettorenteindtægterne står til at stige nogle kvartaler endnu og ser derefter ud til at forblive på et højt niveau de kommende år.
- Bankens kreditkvalitet er god og en væsentlig del af de hensættelser til tab på udlån banken har foretaget, er i form af "buffer". Det sætter banken endnu stærkere ind i en evt. økonomisk nedgang.
- Danske Banks egenkapitalforrentning ser strukturelt forbedret ud, og kalder på en højere værdiansættelse af aktien end det nuværende leje.

Alm. Brand

- Alm. Brand viste med et stærkt 2. kvartalsregnskab, at man er tilbage på sporet igen efter et 1. kvartal der var præget af negative/uheldige engangsforhold. Vejret har desuden været gunstigt for Alm. Brand indtil videre i 3. kvartal, hvilket måske er fløjet lidt under radaren for nogle investorer.
- Løftet til profitabilitet i erhvervssegmentet og bedre end ventede synergieffekter er en fjer i hatten til Alm. Brand ledelsen og vidner om en stærk eksekvering af Codan-opkøbet.

Dykkere: Mindst potentiale på kort sigt

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

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.

Demant

- Aktien er kørt stærkt på det seneste, hvilket ikke står mål med størrelsen af estimatændringerne
- Vi ser en risiko for, at væksten bremser op gående ind i 2024, hvor medvinden fra lanceringen af Oticon More aftager og Sonova forventes at komme tilbage til Costco kanalen. Det er ikke fuldt afspejlet i forventningerne i markedet.

A.P. Møller - Mærsk

2. kvartal overraskede positivt

- Udsigt til højere indtjening i 2023 end først ventet
- Lagernedbringelser peger mod stadigt lavere volumen

Udsigt til højere indtjening i 2023 end først ventet

Mærsk offentliggjorde i starten af august deres regnskab for 2. kvartal 2023, der overordnet set var bedre end ventet. Mærsk leverede således et resultat af primær drift (EBITDA) i kvartalet på 2,91 mia. dollar, hvilket var imponerende 21% højere end konsensus' forventninger. Det var især Ocean, der overraskede positivt. Den stærke performance i kvartalet udløste en opjustering af forventningerne for 2023. Mærsk venter nu, at de i 2023 vil være i stand til at præstere et resultat fra primær drift på 9,5-11 mia. dollar mod tidligere 8-11 mia. dollar.

Lagernedbringelser peger mod stadigt lavere volumen

Alt var dog ikke fryd og gammen, for i forlængelse af det solide kvartalsregnskab meldte Mærsk om faldende volumen, hvor selskabet fortsat ikke så tegn på en væsentlig genopretning af volumen i 2. halvår 2023 på trods af 2. måneders udsyn. Markedet for containerfragt og logistik er fortsat udfordret af recessionsfrygt og lagernedbringelser, hvorfor Mærsk i forlængelse af kvartalsregnskabet så sig nødsaget til at nedjustere forventningerne til væksten i den globale containervolumen i 2023 til -1% til -4% fra tidligere +0,5% til -2,5%. Mærsk arbejder fortsat på at absorbere effekten af normaliseringen af fragtraterne og den udfordrende volumenudvikling, men volumen på kontrakt, omkostningsbesparende tiltag og flådejusteringer er med til at holde hånden under indtjeningen. Samtidigt ser selskabet fortsat en fin disciplin i markedet og en lav sandsynlighed for væsentlige markedsforstyrrelser.

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. den faldende økonomiske aktivitet. På lidt længere sigt har Maersk en meget stærk balance og en høj andel af volumen på kontrakt, hvilket fjerner en del af usikkerheden.

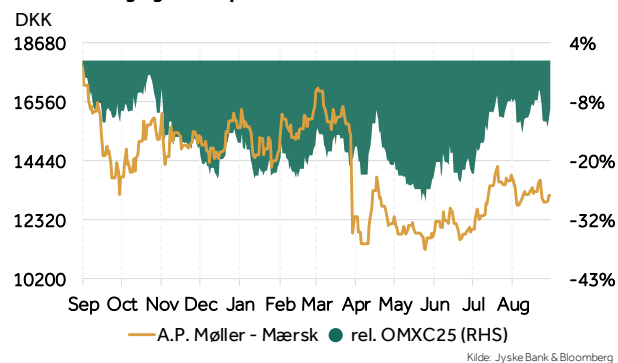
Udvalgte nøgletal

USDm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	81.529	50.915	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	5,9	7,3
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)	13190
Markedsværdi (DKK mio.)	229.218
Jyske Quant	Q1
Value score	Q1
Quality score	Q1
Momentum score	Q3

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 prisrig til følge.

Senior Analyst, Morten Holm Enggaard, Research

Alm. Brand

Brandgodt 2. kvartalsregnskab

- Flot forsikringsresultat opvejer sløje investeringer
- Privat skuffer mens Erhverv (endelig) leverer flot

Flot forsikringsresultat opvejer sløje investeringer

Alm. Brands forsikringsresultat landede i kvartalet på DKK 507 mio., 17% bedre end ventet. Resultatet var drevet af brutto-præmier der var præcis som ventet, på DKK 2.909 mio., og en combined ratio på 82,6% som var 2,5%-point bedre end ventet. Udviklingen i combined ratio var blandt andet påvirket positivt af lavere stor- og vejrskader samt et lidt bedre end ventet afløbsresultat, tilsammen ca. 1% på combined ratio. Investeringsresultatet på DKK 19 mio. var lavere end de ventede DKK 45 mio., men pga. det stærke forsikringsresultat landede resultatet efter skat på DKK 250 mio., 23% bedre end ventet. Selskabet venter et forsikringsresultat på DKK 1,35-1,45 mia. ekskl. afløb i 2. halvår, men sænker den implicite forventning på bruttopræmieindtægterne med 1%.

Privat skuffer mens Erhverv (endelig) leverer flot

Privatsegmentet kom lidt svagt ind med en combined ratio på 87,7% (4,2%-point højere å/å), mens Erhverv leverede en flot combined ratio på 78,5% (6,2%-point lavere å/å). Den underliggende erstatningsprocent faldt med 2,2%-point å/å, drevet af et højere renteniveau og en positiv udvikling i Codan. Selskabet vil arbejde med at modvirke den høje skadesfrekvens man har observeret på bilforsikring og som ses som værende af mere permanent karakter, mens man ser en positiv udvikling i Erhverv som følge af profitabilitetsinitiativer. Erhverv har længe været "problembarnet" i Alm. Brand, så resultaterne er positive.

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.

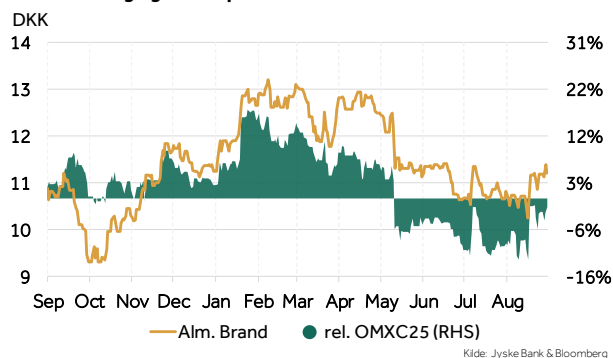
Udvalgte nøgletal

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	23	16	13
K/l (x)	1,1	1,3	1,3	1,3

Kilde: Jyske Bank & Alm. Brand

Alm. Brand	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	16
Lukkekurs (DKK)	11,21
Markedsværdi (DKK mio.)	17.276
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

Carlsberg

Solid start med mulighed for mere

- Solid start på 2023 og mulighed for yderligere medvind
- ... men aktien er stadig ikke et røverkøb

Solid start på 2023 og mulighed for yderligere medvind

Carlsberg har fået en solid start på 2023, og på trods af en opjustering, virker forventningerne til 2023 fortsat konservative. Vi forventer, at Carlsberg ender i toppen af det nye interval givet af ledelsen, men værdiansættelsen af Carlsberg efterlader ikke plads til skuffelser. I 2. kvartal opnåede Carlsberg en organisk vækst i volumen og salget på henholdsvis 0,8% og 11,2%. Selvom væksten kom ind på linje med forventningerne, var den drevet udelukkende af Vesteuropa, mens væksttoget Kina skuffede – et ufordelagtigt miks for investorerne. På den positive side beviser Carlsberg igen deres evne til at styre omkostningerne, som sammen med fortsat optimisme omkring væksten i Kina i 2023 og mindre omkostningsmodvind betyder, at forventningerne for 2023 virker forsigtige.

... men aktien er stadig ikke et røverkøb.

Siden aktien toppede i maj, har den sat sig knap 12%, men Carlsberg er dyrere end konkurrenterne, og købsadfærden hos de Europæiske og Kinesiske forbrugere er stadig usikker, om end de opjusterede forventninger fra ledelsen kunne tyde på at kunderne ikke kigger helt så meget på billigere produkter end først frygtet.

Investeringscase

En stærk start på 2023, hvor Carlsberg igen viser, at de mestrer at styre omkostningerne, og hvor udsigten til et lettere sammenligningsgrundlag i 2. halvår for både vækst og indtjening betyder, at guidance for 2023 virker forsigtig. Vi sigter mod toppen. De største risici er de europæiske og kinesiske forbrugeres forbrugsmønster som følge af inflationen og makroøkonomisk usikkerhed. Carlsberg leverer godt, men markedet er vanskeligt. På trods af at aktien er faldet knap 12%, siden den toppede i maj, hvilket har gavnet risk/reward og afkastpotentialet, så fastholder vi vores Hold-anbefaling på Carlsberg - primært pga. af en utiltalende relativ værdiansættelse. Aktien handler til en EV/EBITDA på 10,9x, hvilket er en præmie på 2% relativt til konkurrenterne mod en historisk rabat på 12%.

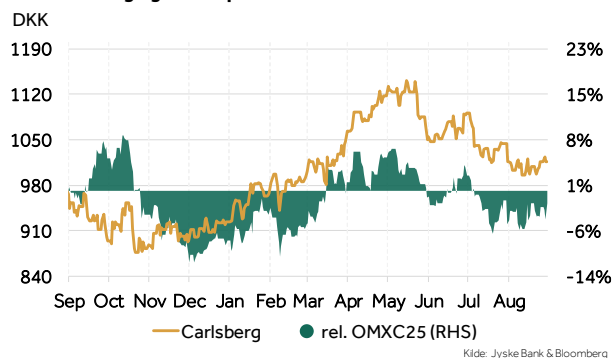
Udvalgte nøgletal

DKKm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	70.265	75.177	78.700	81.984
Res. Primær drift	11.470	11.499	12.525	13.635
Nettoresultat	108	8.397	9.225	9.968
Balance sum	115.341	124.473	126.109	127.618
Egenkapital	34.722	41.921	42.376	42.785
Indtjening per aktie (DKK)	-7,6	30	56	61
Udbytte per aktie	27	27	29	32
P/E (x)	-131	34	18	17
K/I (x)	3,8	3,6	3,6	3,5

Kilde: Jyske Bank & Carlsberg

Carlsberg	Hold
Sektor	Stabilt forbrug
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	1075
Lukkekurs (DKK)	1015,5
Markedsværdi (DKK mio.)	150.758
Jyske Quant	Q3
Value score	Q2
Quality score	Q4
Momentum score	Q3

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

Carlsberg er et af verdens største bryggerier med en produkt-palette 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 forbrugere.
- Opbremssning i det vigtige asiatiske vækstmarked.
- Hårdere konkurrence, som vil presse volumenvæksten og markedsansende.
- Lovgivningsmæssige ændringer, der har til formål at reducere alkoholforbruget

Senior Analyst, Henrik Hallengreen Laustsen, Research

Coloplast

Emissionsskyen over aktien letter

- 3. kvartals regnskab var endnu en lille skuffelse
- Finansiering af Kerecis opkøb sikret ved aktieemission

3. kvartals regnskab var endnu en lille skuffelse

Regnskabet skuffelse var dog primært drevet af valutamodvind, og fortsat udfordringer med restorder i Sårpleje, som hører fortiden til. Vækst- og indtjeningsudsigterne lysner allerede fra næste kvartal, og i 2023/24 forventes fremgangen at tiltage. I 2024 gavnes væksten af tiltagende vækstmomentum i Kina, løste udfordringer med restorder og stærkt momentum på tværs af forretningsområderne, mens indtjeningen vil styrkes af mindre valutamodvind samt faldende el- og fragtpriiser.

Finansiering af Kerecis opkøb sikret ved aktieemission

Coloplast annoncerede og gennemførte onsdag d. 30. august den længe ventede aktieemission af 12,2 mio. nye aktier, svarende til 5,6%, som skal finansiere opkøbet af Kerecis. Gennemførelsen skete til en udbudspris på 755 kr. per aktie, hvilket er en rabat på 4,3% i forhold til foregående lukkekurs – en rabat, vi vurderer er rimelig. Efterspørgslen har været stor, da bogen var overtegnet flere gange, og ifølge Bloomberg tog det blot 30 minutter at samle investorer nok til at dække udbuddet. På forhånd havde Coloplast sikret 907 mio. kr. fra Coloplasts største aktionær, Niels Peter Louis-Hansen & familiemedlemmer; samt Fertram Sigurjonsson, grundlægger og administrerende direktør for Kerecis.

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.

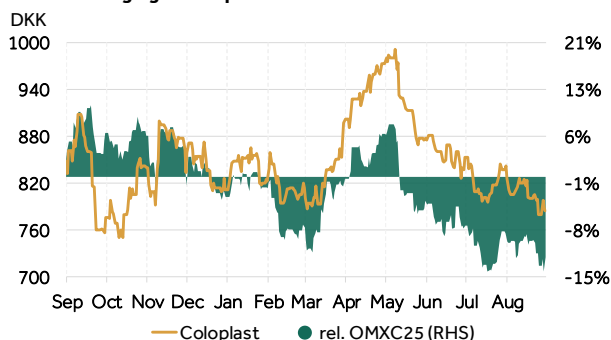
Udvalgte nøgletal

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	34	31	28
K/I (x)	22	20	20	20

Kilde: Jyske Bank & Coloplast

Coloplast	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	950
Lukkekurs (DKK)	785
Markedsværdi (DKK mio.)	169.560
Jyske Quant	Q4
Value score	Q4
Quality score	Q3
Momentum score	Q5

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

Bedre overskud i vente og kundesalg

- Ventet opjustering af Danske Banks udsigter for 2023
- Norsk privatkundeforretnings sælges til Nordea

Ventet opjustering af Danske Banks udsigter for 2023

Ikke overraskende hævdede Danske Bank sin forventning for 2023 med DKK 2 mia. til et overskud på DKK 18,5-20,5 mia. Opjusteringen kan dekomponeres i lavere hensættelser på DKK 1 mia., men også en negativ engangspost ifm. afviklingen af valutaafdækning på DKK 800 mio. Således kan de resterende DKK 1,8 mia. af opjusteringen henføres til højere nettorente- og handelsindtægter. Banken ser fortsat ingen hård konkurrence på indlån på transaktionskonti og kun begrænset migration mod opsparingskonti. Nettorenteindtægterne fortsatte opad som ventet (6,1% højere ift. 1. kvartal), drevet af højere indlånsmarginer i alle forretningsenheder, men dog samtidigt lavere udlånsmarginer og svagt faldende udlånsvækst i lokal valuta (vi estimerer -0,9% å/å på gruppeniveau).

Norsk privatkundeforretnings sælges til Nordea

Danske Bank annoncerede d. 19. juli, at man har fundet en køber af den norske privatkundeforretning i Nordea. Salget foregår til regnskabsmæssig værdi og indbefatter overdragelse af udlån på DKK 144 mia. og indlån på DK 37 mia. Salget vil frigøre kapital på DKK 5,5 mia., som vi venter, vil blive en del af Danske Banks aktietilbagekøbsprogram i løbet af 2024/2025.

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.

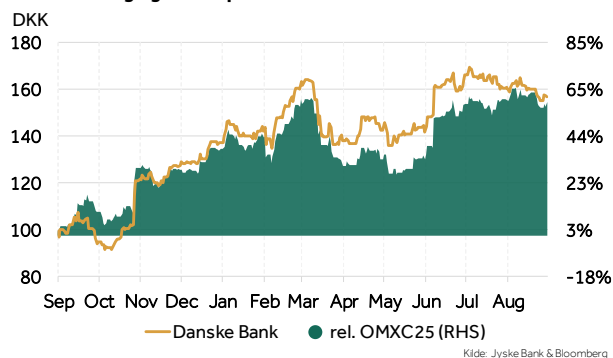
Udvalgte nøgletal

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	6,7	6,5	6,2
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)	156,6
Markedsværdi (DKK mio.)	135.018
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

Danske Bank er den største bank i Danmark med markedsandele på udlån og indlån mellem 25 og 30%. Danske Bank har også en betydelig international tilstedeværelse som en af de største banker i Norden med 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

Vinder fortsat markedsandele

- Det stærke momentum kan fortsætte ind i 2. halvår
- Ikke de store forskydninger i VA-kanalen i juli

Det stærke momentum kan fortsætte ind i 2. halvår

Demants halvårsregnskab vidner om, at Demant fortsætter med at tage markedsandele drevet af lanceringen af Oticon Real og Sonovas tilbagetrækning i Costco kanalen. Vi forventer, at den stærke vækst vil fortsætte ind i 2. halvår, men vil ikke sætte næsen op efter samme høje vækstrater i 2024, hvor volumenvæksten på høreapparatsmarkedet forventes at vende tilbage til de normale 4-6%. Samtidig bliver sammenligningstallene væsentlig sværere, som følge af den kraftige medvind fra lanceringen af Oticon Real i 2023 og vores forventning om, at Sonova kommer tilbage til Costco kanalen. Vi forventer derfor at se en opbremsning i væksten i 2024, hvilket ikke er fuldt afspejlet i forventningerne i markedet.

Ikke de store forskydninger i VA-kanalen i juli

Salgstallene fra den offentlige VA-kanal i USA viste en stigning på 5,8% i juli måned – en lille fremgang sammenlignet med juni. Væksten ser således ud til at ligge på et fornuftigt og relativt stabilt niveau. Der var ikke de store forskydninger i markedsandelen for Demant, hvor Demant gik 0,3 p.p. frem efter at have tabt lidt terræn i juni. Demant har således formået at fastholde deres position i VA-kanalen efter lanceringen af Oticon Real i maj måned, hvor selskabet er gået lidt over 3 p.p. frem.

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 at stige med 4-6% om året på tværs af økonomiske konjunkturer. På kort sigt er der usikkerhed knyttet til den makroøkonomiske situation, men vi forventer, at markedsvæksten holder sig oppe, understøttet af en positiv demografisk udvikling og et ophobet behov for høreapparater. Prissætningen begynder dog at se mere fair ud i takt med at markedet har fået genetableret troen på, at markedsvæksten vil vende tilbage til et normaliseret niveau og Demant vil være i stand til at tage markedsandele over den kommende produktcyklus.

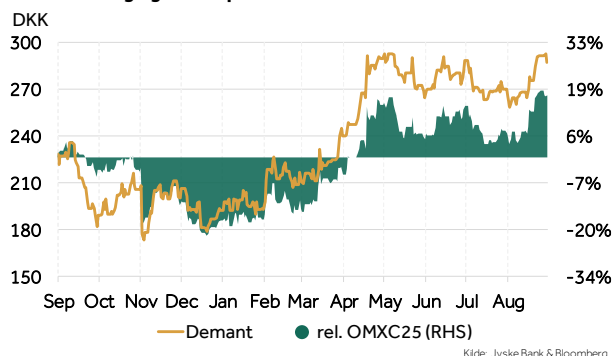
Udvalgte nøgletal

DKKm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	19.705	22.159	23.169	24.383
Res. Primær drift	3.207	4.166	4.628	4.946
Nettoresultat	2.084	1.824	2.968	3.213
Egenkapital	8.561	8.073	7.518	7.017
Indtjening per aktie (DKK)	9,2	8	13	15
P/E (x)	29	35	21	19
K/I (x)	7,0	8,0	8,6	9,2

Kilde: Jyske Bank & Demant

Demant	Hold
Sektor	#VÆRDI!
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	300
Lukkekurs (DKK)	287,1
Markedsværdi (DKK mio.)	64.293
Jyske Quant	Q3
Value score	Q4
Quality score	Q2
Momentum score	Q3

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

- Øget makroøkonomisk usikkerhed kan kortvarigt påvirke efterspørgslen efter høreapparater.
- Fortsat fald i gennemsnitsprisen som følge af produktmiks, offentlige licitationer, konsolidering i forhandlerne 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

Fortsætter med at levere til tiden

- Kvartalsregnskab med små positive overraskelser
- Nyt aktietilbagekøbsprogram for 3. kvartal

Kvartalsregnskab med små positive overraskelser

DSV aflagde sidst i juli deres regnskab for 2. kvartal 2023, der overordnet set var svagt bedre end ventet. DSV leverede således et driftsoverskud i kvartalet på DKK 4.705 mio., hvilket var på linje med konsensus' forventninger. På divisionsniveau præsterede samtlige forretningsområder stort set som ventet, med undtagelse af Solutions, der klarede sig 5% bedre målt på driftsresultatet. Marginerne i Air & Sea endte som ventet en anelse svagere sammenlignet med 1. kvartal 2023. Til gengæld oplevede Air & Sea en tilbagegang i volumen på henholdsvis 21% i luftfragt og 7% i søfragt, hvilket var en større tilbagegang sammenlignet med det generelle marked. DSV har imidlertid taget et aktivt og bevidst valg om at fokusere på at fastholde marginerne gennem prisdisciplin og effektiv kapacitetsstyring, hvilket har ramt volumen. Mens DSV venter yderligere fald i marginerne relativt til første halvår, forventer selskabet nu, at de i 2023 vil være i stand til at præstere et driftsoverskud i 2023 på DKK 17.000-18.500 mio. Opjusteringen kom dog ikke som en overraskelse for markedet, da konsensus i forvejen havde sat næsen op efter et driftsoverskud i 2023 på DKK 17.820 mio. DSV venter fortsat en gradvis genopretning i verdenshandlen og ingen svækkelse i verdensøkonomien i andet halvår af 2023.

Nyt aktietilbagekøbsprogram for 3. kvartal

I forlængelse af kvartalsregnskabet iværksatte DSV et nyt aktietilbagekøbsprogram, der vil løbe i perioden fra 25. juli til 23. oktober 2023. Tilbagekøbsprogrammet giver DSV mulighed for at tilbagekøbe aktier for op mod DKK 4 mia., men maksimalt 5 mio. aktier, hvilket svarer til 2,28% af de udestående aktier.

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.

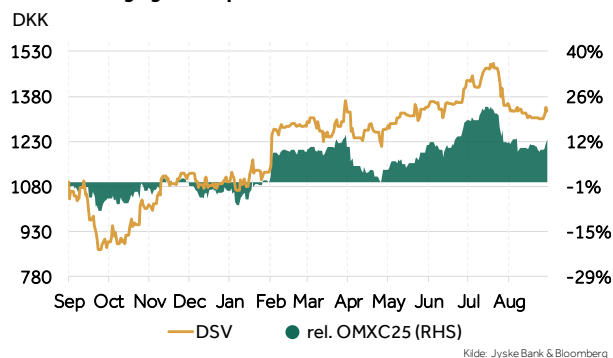
Udvalgte nøgletal

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)	1332
Markedsværdi (DKK mio.)	291.708
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

Stærkt Darzalex salg bøjer lidt af

- 1. halvårs resultat trækker forventningerne til året op
- Sløje Darzalex salgstal i både juni og juli

1. halvårs resultat trækker forventningerne til året op

Genmab opjusterede ultimo juli forventningerne til 2023 efter et stærkt salg af Darzalex. Genmab forventer nu en omsætning på 15,5-16,5 mia. Kr., hvor markedet forventer 16,1 mia. Forventningerne til omkostningsniveauet blev ligeledes hævet, således at Genmab nu forventer en indtjening i 2023 på 4,5-6 mia. kr., hvor markedet forventer 5,3 mia. Næste store opmærksomhedspunkter for Genmab er annoncering af data på kræftprodukterne GEN1042 og GEN1046 i slutningen af 2023 og data på Hexabody-CD38 i 2024.

Sløje Darzalex salgstal i både juni og juli

Salgstallene for Darzalex og Epkinly var til den svage side både i juni og juli. Darzalex-salget i USA fra Symphony Health for juli beløb sig til USD 516,8 mio. mod USD 573,6 mio. i juni og USD 580,6m i maj. Det indikerer et Darzalex-salg på USD 5,197 mia. for 2023, hvilket er 3,3% under markedet, der forventer et salg på USD 5,373 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 Epcoritamab 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.

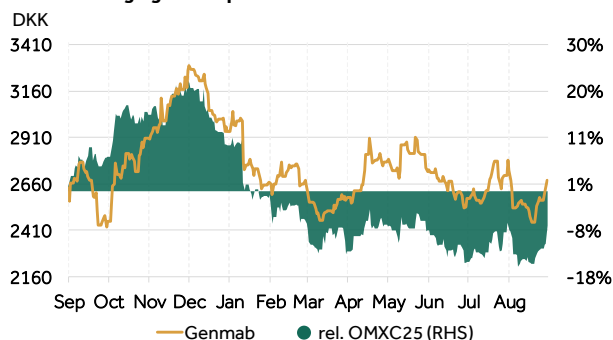
Udvalgte nøgletal

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	41	31	23
K/I (x)	7,0	5,5	4,7	3,9

Kilde: Jyske Bank & Genmab

Genmab	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	3225
Lukkekurs (DKK)	2682
Markedsværdi (DKK mio.)	177.165
Jyske Quant	Q2
Value score	Q4
Quality score	Q1
Momentum score	Q3

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

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 udkættet medicinsk behov.

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

Pres i Audio overdøver Hearing

- Skuffelse i Audio, men gældssituationen på plads
- Hearing fortsætter med at tage markedsandele

Skuffelse i Audio, men gældssituationen på plads

GN fremlagde i midten af august et skuffende 2. kvartalsregnskab, der kom ind 7,1% lavere end ventet i markedet. Skuffelsen var drevet af Audio, der kæmper med store udfordringer i form af et kraftigt vigende salg i både Enterprise og Consumer forretningen. Den organiske vækst i Audio kom således ind på -18%, hvilket er markant værre end frygtet. 2. kvartal er dog klart det sværeste kvartal rent sammenligningsmæssigt for Audio, men GN så sig nødsaget til at sænke forventningerne til væksten i Audio til -10% til -4% - ned fra tidligere -10% til +5%. Det er væsentligt lavere end markedet havde frygtet. Et lille lyspunkt i kvartalet var dog de frie pengestrømme, der kom ind på DKK 622 mio. Nettogælden er derfor blevet reduceret med over DKK 3 mia., og GN er godt på vej til at kunne honorere de DKK 7 mia. i gæld, der forfalder i 2024.

Hearing fortsætter med at tage markedsandele

Hearing overraskede positivt med en organisk vækst på 15% i 2. kvartal. Det stærke vækstmomentum er således fortsat ind i 2. kvartal, hvilket vidner om, at GN tager markedsandele. Hearing forventes derfor at slutte året med en organisk vækst på 9-13% (op fra 5-10%). Til sammenligning lå forventningerne forud for regnskabet på 9,1%. Udfordringerne i Audio overskygger dog den ellers stærke start på året i Hearing.

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.

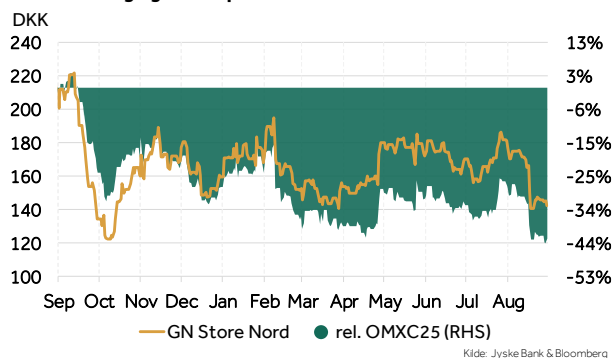
Udvalgte nøgletal

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)	35	30	13	11
K/I (x)	2,9	2,3	2,0	1,7

Kilde: Jyske Bank & GN Store Nord

GN Store Nord	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	200
Lukkekurs (DKK)	142,6
Markedsværdi (DKK mio.)	21.520
Jyske Quant	Q5
Value score	Q4
Quality score	Q4
Momentum score	Q5

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

Rædselsfuldt og himmelsk regnskab

- Blandede følelser i 2. kvartalsregnskab
- Stort potentiale i Storbritannien

Blandede følelser i 2. kvartalsregnskab

Netcompanys kvartalsregnskab kunne både tolkes som skuffende og opløftende på samme tid. Skuffende, fordi driftsresultatet før afskrivninger kom ind 12% lavere end ventet, guidance "kun" blev gentaget, og Netcompany fremhævede, at svagheden i privatsegmentet, der har holdt vækst og profitabilitet nede, forventes at fortsætte året ud. På samme tid var regnskabet også opløftende, da væksten i samtlige udenlandske markeder landede på mere end 25% å/å, mens Netcompany kunne berette, at man i Storbritannien har vundet signifikante projekter, som vil være marginforbedrende og bidrage til høj vækst mange år fremover.

Stort potentiale i Storbritannien

Storbritannien er med længder det marked med størst potentiale for Netcompany og udgjorde i kvartalet 11% af de samlede indtægter – dermed ikke uvæsentligt for vækst- og marginprofilen i de kommende år. Netcompany-ledelsen fortalte desuden, at selvom igangsættelsen af faktiske projekter har været præget af udskydelser, ser pipelinen i privatsegmentet stærk ud. De nævnte i øvrigt, at det primært er et spørgsmål om, hvor hurtigt konverteringen over på reelle projekter vil gå i 2023, hvilket ikke efterlader et indtryk af, at væksten i privatsegmentet i Danmark vil være permanent forringet.

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 være 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	27	18	14
K/I (x)	3,7	3,1	3,1	2,9

Kilde: Jyske Bank & Netcompany

Netcompany	Køb
Sektor	IT
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	400
Lukkekurs (DKK)	252
Markedsværdi (DKK mio.)	12.600
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

Høj og holdbar profitabilitet

- Det bedste resultat i Nordeas historie
- Højt overskud sendes tilbage til aktionærerne

Det bedste resultat i Nordeas historie

Nordeas kvartalsresultat var historisk højt og en bekræftelse af, at bankens strategi siden 2019, om at slanke omkostningsbasen og øge profitabiliteten, har båret frugt og er blevet yderligere accelereret af et højere renteniveau det seneste års tid. Nordeas ledelse virkede desuden komfortable med konkurrencesituationen på indlån i øjeblikket.

Højt overskud sendes tilbage til aktionærerne

Nordea realiserede i 1. halvår 2023 en egenkapitalforrentning på 17,8%, hvilket er i toppen blandt de nordiske banker. Ikke overraskende valgte Nordea derfor også at hæve guidance for 2023, så banken nu forventer en egenkapitalforrentning på over 15%. Vi ser dette som en formalitet og forventer 16,4%. Nordea vil desuden ifm. 4. kvartal opdatere markedet på sin 2025-målsætning om en egenkapitalforrentning på over 13%. I øjeblikket er forventningen 15,4% (vi modellerer 15,8%), og vi forventer derfor, at Nordea vil kunne positionere sig selv som en af nordens mest profitable banker. Vi modellerer et pænt udlodningspotentiale på EUR 15 mia. (45% af bankens markedsværdi i perioden 2023-2025), uden at bryde bankens interne kapitalmålsætning. Nordea handler i øjeblikket på en 2025 kurs/indre værdimultipel på ca. 1,1x ved en konsensusforventning om en egenkapitalforrentning på 15,4% (højest af alle større nordiske peers); dette bør kalde på en væsentlig højere værdiansættelse.

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.

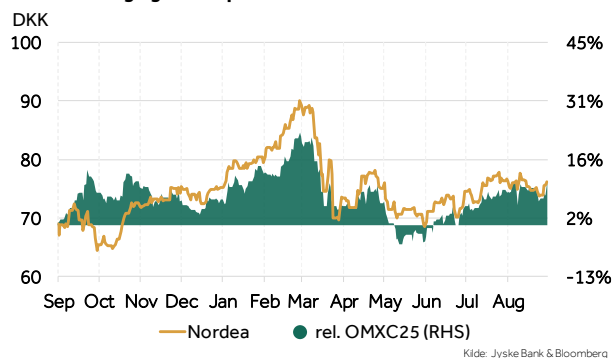
Udvalgte nøgletal

EURm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	5.664	7.432	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	6,5	6,6
K/I (x)	1,2	1,2	1,2	1,1

Kilde: Jyske Bank & Nordea

Nordea	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	100
Lukkekurs (DKK)	76,13
Markedsværdi (DKK mio.)	271.765
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

Novo Nordisk

Roligt regnskab, men vigtigt studie

- Imponerende vækstudsigter men fair prissat
- Perfekt resultat fra SELECT-studie

Imponerende vækstudsigter men fair prissat

Et udramatisk regnskab fra Novo, som beviste det massive momentum i salget, som Novo har. Samtidigt løftede Novo forventningerne for 2023, hvilket var helt som forventet. Det største fokuspunkt i regnskabet var en status på leveringsbegrænsningerne af Wegovy, efter at Novo tidligere på året har reduceret tilgængeligheden af de lavere doser i USA pga. den massive efterspørgsel. Novo gør alt, hvad de kan, for at følge med den massive efterspørgsel, og produktionsudvidelserne går efter planen, men det er endnu ukendt hvornår Novo kan følge med den massive efterspørgsel.

Perfekt resultat fra SELECT-studie

Et andet stort fokus var de nyligt annoncerede SELECT-resultater, hvor Novo annoncerede best-case-resultater med en reduktion på 20% i antallet af alvorlige kardiovaskulære (MACE) hændelser. Resultaterne kan forbedre betalingsvilligheden for fedmemedicin og give et større incitament til at behandle fedme på et tidligere tidspunkt. Tidligere har forsikringselskaberne og Medicare og Medicaid anset fedme som et kosmetisk problem – SELECT-resultaterne kan ændre dette. Desuden kan det også øge stay-time (på grund af længere eller højere tilskud) på lægemidlerne. Novo var, naturligt nok, meget begejstrede for resultatet og forventer, at det vil ændre praksis for behandlingen af fedme. Novo forventer dog ikke, at dette sker i morgen, men på den lange bane – helt i tråd med ordlyden fra Eli Lilly.

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. 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.

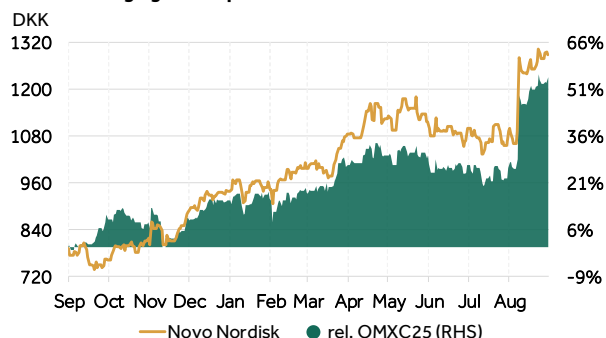
Udvalgte nøgletal

DKKm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	176.954	223.159	263.274	303.156
Res. Primær drift	74.809	97.409	116.631	134.904
Nettoresultat	55.525	80.147	93.104	107.824
Balance sum	241.257	311.579	351.540	399.011
Egenkapital	115.148	125.222	140.363	163.160
Indtjening per aktie (DKK)	25	36	41	48
Udbytte per aktie	12	18	19	19
P/E (x)	51	36	31	27
K/I (x)	18	23	21	18

Kilde: Jyske Bank & Novo Nordisk

Novo Nordisk	Hold
Sektor	Sundhed
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	1325
Lukkekurs (DKK)	1288
Markedsværdi (DKK mio.)	2.904.440
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 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

Et kvartalsregnskab med lidt glitter

- Salget mere modstandsdygtigt end ventet
- Pandora løftede forventningerne til året

Salget mere modstandsdygtigt end ventet

Pandora leverede i midten af august deres 2. kvartalsregnskab, der kom ind 2% bedre end ventet målt på driftsresultatet, primært drevet af en stærk omsætningsvækst, der vidner om, at salget er mere modstandsdygtigt end ventet. Omsætningsvæksten ud af butikkerne lød på 2%, hvilket er en klar forbedring sammenlignet med 1. kvartal, hvor væksten lå og trendede omkring 0%. Europa viste fortsat god modstandsdygtighed med en flad omsætningsvækst på trods af makroøkonomisk modvind. Der er således ikke tegn på nogen opbremsning i salget; heller ikke i USA, hvor salget ud af butikkerne faldt med 4%, hvilket er en forbedring sammenlignet med 1. kvartal. Det ser vi som oplyftende set i lyset af, at Signet har flaget en forværring i salget i april måned. Samtidig er Kina tilbage i positivt territorium med en sammenlignelig vækst på 5%.

Pandora løftede forventningerne til året

På baggrund af den solide start på året løftede Pandora forventningerne til helåret, hvor selskabet nu guider for en organisk vækst på 2% til 5% - op fra tidligere -2% til 3% og en drift-margin på omkring 25%. Selv om konsensus i forvejen lå til en opjustering, var opjusteringen større end ventet.

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. Det vidner om, at salget er mere modstandsdygtigt, end vi 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 opbremsning, 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.

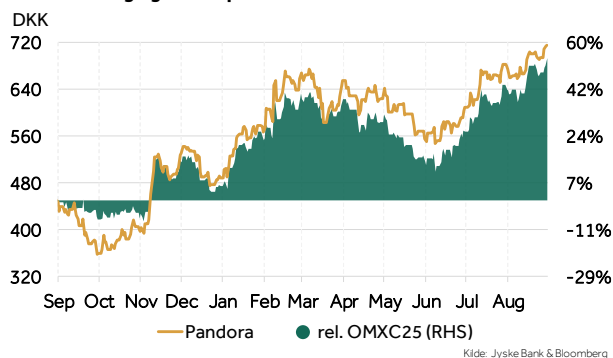
Udvalgte nøgletal

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	676	1.276
Indtjening per aktie (DKK)	42	54	57	67
Udbytte per aktie	15	16	20	23
P/E (x)	13	13	12	11
K/I (x)	13	31	94	50

Kilde: Jyske Bank & Pandora

Pandora	Køb
Sektor	Cyklisk forbrug
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	760
Lukkekurs (DKK)	715,6
Markedsværdi (DKK mio.)	63.688
Jyske Quant	Q1
Value score	Q2
Quality score	Q1
Momentum score	Q2

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

- En normalisering i smykkesalget 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 kundetraфик og stigende guld- og sølvpriser.

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

Rockwool

Endnu en opjustering fra Rockwool

- Rockwool overrasker med endnu en opjustering
- Overraskende stærk eksekvering i 2. kvartal

Rockwool overrasker med endnu en opjustering

Rockwool fremlagde i går regnskab, der lidt overraskende bød på endnu en opjustering. Det sker kun 1½ måned efter, at selskabet sidst var ude og løfte forventningerne til helåret. Vi positivt overrasket over, at Rockwool allerede nu føler sig tilstrækkelig komfortable til at hæve forventningerne på trods af udfordrende markeder. Det vidner om, at de har god sigtbarhed for indtjeningen gående ind i efterårssæsonen. Rockwool forventer derfor nu et fald i omsætningen på op imod 8% (tidligere op imod 10%) og en EBIT-margin på omkring 13% - op fra tidligere omkring 12%. Det står i skarp kontrast til aktiekursen, der på de seneste har været under pres. Aktiekursen er således tilbage på niveauet inden opjusteringen i starten af juli, men regnskabet bør give anledning til lidt lettelse i aktien.

Overraskende stærk eksekvering i 2. kvartal

Som allerede offentliggjort faldt omsætningen med 7% i lokalvaluta, drevet af en lavere volumen. Rockwool oplyser ikke, hvor meget af væksten, der er drevet af hhv. pris og volumen, men antager vi, at priserne har været relativt stabile sammenlignet med 1. kvartal, er volumen nede med omkring 15%. Det er en lille bedring sammenlignet med 1. kvartal (-25%). Drift-marginen i 2. kvartal kom ind på 14,5% på trods af fortsatte donationer til Ukraine. Justeret herfor kom marginen ind på imponerende 16,0%, hvilket vidner om en stærk eksekvering i kvartalet.

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 igennem det lavere aktivitetsniveau.

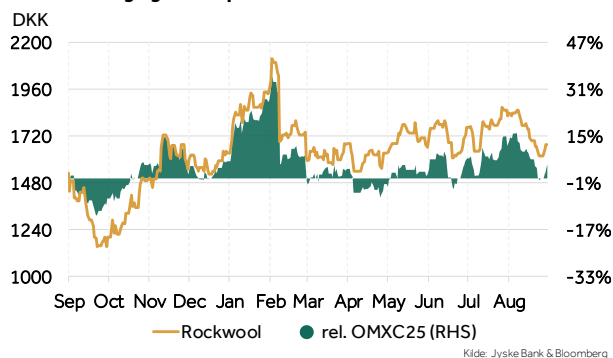
Udvalgte nøgletal

EURm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	3.907	3.634	3.743	3.967
Res. Primær drift	402	448	491	528
Nettoresultat	273	355	388	417
Balance sum	3.343	3.436	3.734	4.071
Egenkapital	2.580	2.799	3.079	3.377
Indtjening per aktie (EUR)	13	17	18	19
Udbytte per aktie (EUR)	4,8	5,2	5,6	6,1
P/E (x)	17	14	12	12
K/I (x)	1,8	1,7	1,6	1,4

Kilde: Jyske Bank & Rockwool

Rockwool	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	2200
Lukkekurs (DKK)	1678,5
Markedsværdi (DKK mio.)	36.112
Jyske Quant	Q2
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

- Opbremsnings 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

2. kvartal kan være et vendepunkt

- Tømmermændene pga. Italien og Afrika er aftagende
- Royal Unibrew går en mere velsmagende fremtid i møde

Tømmermændene pga. Italien og Afrika er aftagende

Regnskabet for 2. kvartal var en skuffelse fra Royal Unibrew målt på både volumen og salg. Unibrew var i kvartalet hårdt ramt af udfordringer med lagernedbringelse i Italien og politisk uro i Afrika. Men Afrika er i bedring og udfordringerne med lagernedbringelse i Italien er løst. Unibrew ser nu frem mod vækstfremgang på begge områder. Unibrew oplyser ligeledes, at de har vundet markedsandele i Italien i 2023 inden for både øl og sodavand målt på værdi, men energidrikke har mistet lidt terræn.

Royal Unibrew går en mere velsmagende fremtid i møde

Unibrew går en lysere fremtid i møde med indtjeningsmedvind i både 2. halvår 2023 og 2024 fra faldende inputpriser og medvind fra stigende ølpriser. Vi vurderer, at 2. kvartalsregnskabet kan være et positivt vendepunkt for investorstemningen omkring Unibrew. Efter en løsning i Italien er det største usikkerhedspunkt for Unibrew i 2023, hvordan forbrugeren reagerer på de stigende renter og den generelt høje inflation. Vores basisscenario er fortsat, at såfremt arbejdsløsheden forbliver på relativt lave niveauer, så vil forbrugsmønstret ikke ændres markant.

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 basisscenario er, at forbrugsmønstret ikke ændres markant. Ser vi bort fra de kortsigtede usikkerheder, ser vi upside på længere sigt, såfremt Unibrew formår at overbevise markedet om, at de kan leve op til deres egen langsigtede målsætning om en drift-margin på 20-21%, hvilket ikke er indregnet i den nuværende kurs.

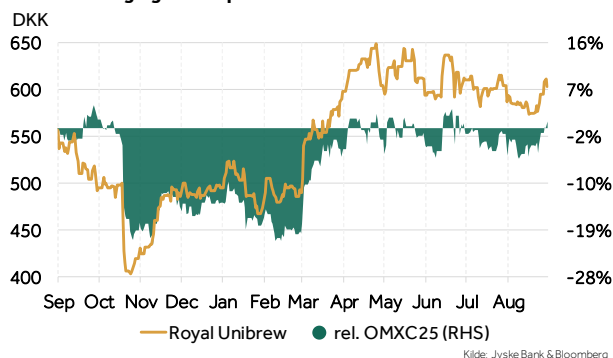
Udvalgte nøgletal

DKKm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	11.487	13.130	13.733	14.214
Res. Primær drift	1.515	1.698	2.055	2.374
Nettoresultat	1.491	1.180	1.454	1.706
Balance sum	14.474	15.665	16.280	16.823
Egenkapital	5.158	5.332	5.735	6.107
Indtjening per aktie (DKK)	23	24	30	35
Udbytte per aktie	15	14	15	18
P/E (x)	25	25	20	17
K/I (x)	5	5,7	5,3	5,0

Kilde: Jyske Bank & Royal Unibrew

Royal Unibrew	Køb
Sektor	Stabilt forbrug
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	680
Lukkekurs (DKK)	603,4
Markedsværdi (DKK mio.)	30.291
Jyske Quant	Q4
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 inden for 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 forbrugere.
- 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

Forbedret afkastpotentiale

- Heldet var ikke ligefrem med Tryg i 2. kvartal
- Fald i underliggende erstatningsprocent differentierer

Heldet var ikke ligefrem med Tryg i 2. kvartal

Det forsikringstekniske resultat blev påvirket negativt af en usædvanligt svag norsk og svensk krone og et unormalt højt niveau af stor- og vejrskader (ca. DKK 315 mio. højere end forventet), hvilket var den primære årsag til, at combined ratio ikke faldt å/å, men derimod steg til 80,9 % fra 78,7 % 2. kvartal 2022. Trygs underliggende momentum ser ganske sundt ud. En valutajusteret bruttopræmievækst på 3,9 % å/å, som ville have heddet 5 % å/å justeret for præmiejusteringer på kunder i Moderna og Codan Norge, vidner om succes med prisjusteringer og kundefastholdelse.

Fald i underliggende erstatningsprocent differentierer

Den underliggende erstatningsprocent (ekskl. vejr- og storskader, afløb og diskonterings effekter) faldt med 0,6 % å/å, drevet af Erhverv og Industri. Dog var ændringen svagt positiv for privatsegmentet (0,3 p.p. å/å), hvilket skyldes højere erstatninger til rejseaktivitet og højere priser på reservedele til biler i Norge og Sverige på ca. DKK 40 mio. eller 0,4 % på combined ratio for gruppen. Vi ser dog Trygs arbejde med at sænke skadesinflationen som succesfuldt og som noget, der differentierer selskabet fra konkurrenterne. Vi ser Tryg – selv ved de nuværende svage norske og svenske valutaer – komme sikkert i mål med ambitionen om et forsikringsteknisk resultat i 2024 på DKK 7,2-7,6 mia. (vi modellerer DKK 7,4 mia.).

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.

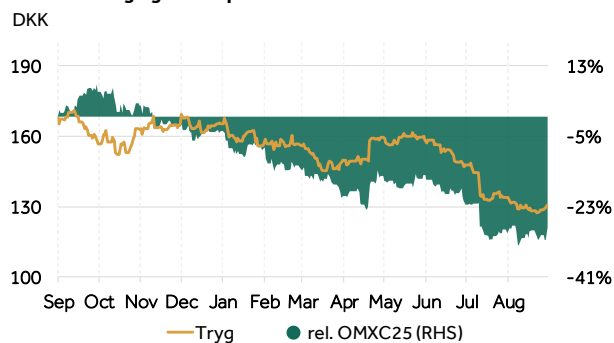
Udvalgte nøgletal

DKKm	2022	2023E	2024E	2025E
Bruttopræmieindtægter	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	16	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)	130,75
Markedsværdi (DKK mio.)	83.005
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

Vestas

Ikke kønt regnskab, men det lysner

- Vestas fortsat udfordret, men det værste er overstået
- Ordrene lader stadig vente på sig

Vestas fortsat udfordret, men det værste er overstået

2. kvartal viste et underskud på driften på EUR 70 mio. før særlige poster, svarende til en drift-margin på -2%. Som ventet var Vestas fortsat udfordret af dårlige projekter, der er taget ind på alt for lave priser sammenlignet med de faktiske omkostninger, men vi forventer en bedring i bruttomarginen hen over året i takt med, at Vestas begynder at eksekvere på ordrer med højere priser. Vestas fastholdt forventningerne til året med en omsætning på EUR 14-15,5 mia. og en EBIT-margin på -2% til 3%, men markedet åndede lettet op, da regnskabet viste, at Vestas ikke har samme kvalitetsproblemer som Siemens Energy. Vi kan dog ikke afvise, at travlhed i værdikæden og udrulningen af ny teknologi kan have ført til en større forekomst af fejl.

Ordrene lader stadig vente på sig

Ordreindgangen i 2. kvartal kom ind til den svage side med 2.095 MW i ordrer på landbaserede møller, hvilket er markant lavere end gennemsnittet de sidste 5 år. Ordrene i USA lader fortsat vente på sig, men Vestas har i august fået to ordrer i USA på 447 MW. Ordrene begynder således langsomt at rulle ind, hvilket er afgørende for aktivitetsniveauet i 2024. Vi fornemmer dog fortsat, at der er et begrænset antal projekter, som er klar til at blive bygget allerede i 2024, da kunderne skal tilpasse projekterne til det nye tilskudssystem. Vi tvivler derfor på, at 2024 bliver året, hvor det fulde potentiale i USA bliver indfriet.

Investeringscase

Det inflationære pres forventes fortsat at lægge låg på indtjeningsevnen. Vestas har dog vist stor disciplin i 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 over de næste 1-2 år. Den langsigtede væksthistorie er derfor intakt, understøttet af ambitiøse målsætninger fra en række af verdens førende lande.

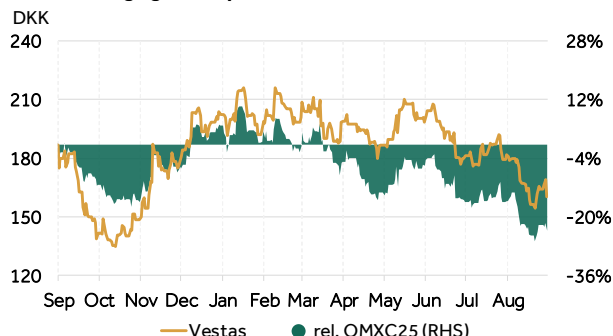
Udvalgte nøgletal

EURm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	14.486	15.165	17.780	22.124
Res. Primær drift	-1.596	219	1.065	1.731
Nettoresultat	-1.572	150	802	1.314
Balance sum	19.913	20.685	23.365	28.346
Egenkapital	3.060	3.244	3.991	5.257
Indtjening per aktie (EUR)	-1,6	0,1	0,8	1,3
Udbytte per aktie (EUR)	0,1	0,0	0,1	0,0
P/E (x)	-14	144	27	16
K/I (x)	7,4	7	5	4,1

Kilde: Jyske Bank & Vestas

Vestas	Hold
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	185
Lukkekurs (DKK)	160,24
Markedsværdi (DKK mio.)	161.821
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	13190 (DKK)	17000 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Morten Holm Enggaard
Alm Brand	11,21 (DKK)	16 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Carlsberg	1015,5 (DKK)	1075 (DKK)	1175 (DKK)	17-08-2023	Hold	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Coloplast	785 (DKK)	950 (DKK)	1045 (DKK)	09-08-2023	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Danske Bank	156,6 (DKK)	200 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Demant	287,1 (DKK)	300 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Janne Vincent Kjær
DSV	1332 (DKK)	1550 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Morten Holm Enggaard
Genmab	2682 (DKK)	3225 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
GN Store Nord	142,6 (DKK)	200 (DKK)	210 (DKK)	18-08-2023	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
Netcompany	252 (DKK)	400 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Nordea	76,13 (DKK)	100 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Novo Nordisk	1288 (DKK)	1325 (DKK)	1175 (DKK)	11-08-2023	Hold	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Pandora	715,6 (DKK)	760 (DKK)	720 (DKK)	16-08-2023	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
Rockwool	1678,5 (DKK)	2200 (DKK)	1920 (DKK)	01-08-2023	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
Royal Unibrew	603,4 (DKK)	680 (DKK)	650 (DKK)	24-08-2023	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Tryg	130,75 (DKK)	170 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Vestas	160,24 (DKK)	185 (DKK)	190 (DKK)	10-08-2023	Hold	-	-	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.

Dette materiale er en investeringsanbefaling, som er udarbejdet i overensstemmelse med de juridiske krav om objektiv fremlæggelse af investeringsanbefalinger og kravene om investeringsanalysens uafhængighed.

Interessekonflikter

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

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

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

Læs mere om Jyske Banks politik om interessekonflikter på:

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

Modeller

Kvantitative anbefalinger på enkeltsselskaber

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

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

De tre faktorer ligevægtes herefter til en samlet Quant score, som danner baggrund for anbefalingen. Den samlede Quant score rangerer selskaberne inden for fem kvintiler. Kvintilet Q1 er de 20 % bedst scorende selskaber, altså dem med den højeste samlede score. Kvintilet Q5 er omvendt de 20 % dårligst scorende selskaber etc. Jyske Quant Global Large Cap Equities er baseret på en grundig og veldokumenteret metode med stærke historiske resultater. Jo bedre rangering, desto større er sandsynligheden for at opleve et positivt 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 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 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.

, da anbefalingen i analysen dannes på baggrund af den samlede Quant score.

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

Læs mere om Jyske Banks politik om interessekonflikter på:

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