

29/02/2024 10:21

Danske Aktier



Indholdsfortegnelse

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

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

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

Overperformere: Størst potentiale på kort sigt

Økonomien er sent i den økonomiske konjunkturcyklus, og vi venter fortsat på, at effekterne af de høje renter slår fuldt igennem. Flere og flere af investorerne forventer dog, at en global recession kan undgås i 2024. Scenariet hvor inflation og renter fortsætter med at falde, uden at væksten falder – dvs. et "Guldlokscenarie" kan dog sagtens fortsætte i længere tid, end vi forventer.

Vi fastholder vores præference for sektorer, som typisk klarer sig bedre end markedet i scenarier med lavere vækst samt tilbyder en god inflationsbeskyttelse. Grundlæggende foretrækker vi kvalitetsaktier, hvor værdiansættelsen er attraktiv, og som har en god evne til at fastholde indtjeningen.

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

Genmab

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

Alm. Brand

- Størst forbedringspotentiale i combined ratio i konkurrentfeltet de kommende år
- Salg af energiportefølje kan udløse stor udlodning og fornyet risikoprofil
- Stadig for stor multipelrabat til nærmeste peers

DSV

- Aktiekursen afspejler ikke værdien af NEOM-projektet
- Potentielt køb af DB Schenker i løbet af sommeren
- Svag aktieperformance siden årsregnskabet

Underperformere: 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.

Pandora

- Aktien er oppe med 23% år til dato, hvilket ikke står mål med størrelsen af estimatændringer
- Prissætningen begynder at se mere anstrengt ud, hvorfor der ikke er plads til skuffelser
- Bekymringer omkring den amerikanske forbruger kan påvirke sentiment i aktien negativt

Coloplast

- Aktien er kørt stærkt de sidste måneder ovenpå et overraskende godt regnskab for 1. kvartal
- Performance og værdiansættelse kræver, at Coloplast fortsætter med at leverer
- 2023/24 bliver backend-loaded mht. både vækst og indtjening

A.P. Møller - Mærsk

Fortsat overkapacitet i markedet

- Kinesisk nytår sænker fragtraterne
- Mindre fokus på overkapacitet på kort sigt

Kinesisk nytår sænker fragtraterne

Fragtraterne er ifølge Drewry faldet med 7,7% siden 25. januar. Det er drevet af en kombination af kinesisk nytår, der i år lå d. 10. - 17. februar, hvilket normalt er lavsæson, og at chokket fra situationen i Det Røde Hav er ved at fortage sig.

Mindre fokus på overkapacitet på kort sigt

Containerrederierne har tilpasset deres rutenetværk til den nye virkelighed i Det Røde Hav, hvor hovedparten af volumen på ruterne Asien-Europa sendes neden om Afrika. Det har sat problemer med overkapacitet i markedet midlertidigt på pause, men det ændrer ikke på, at overkapacitet bliver temaet for containerrederierne i 2024-25, selvom situationen er bedre nu end før angrebene i Det Røde Hav.

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 nogle virkelig gode år under covid-19, men på kort sigt er der sorte skyer forude pga. øget fragtkapacitet på markedet. På længere sigt har Maersk en meget stærk balance og en høj andel af volumen på kontrakt, hvilket fjerner en del af usikkerheden.

Udvalgte nøgletal

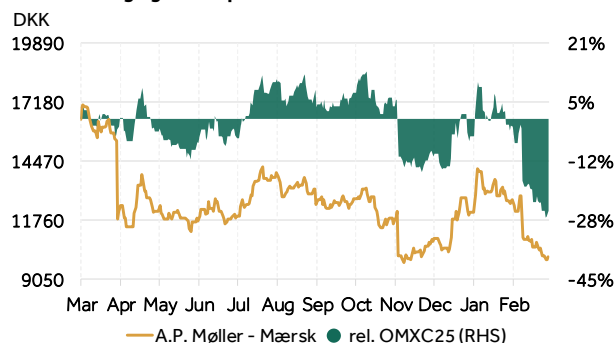
USDm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	51.065	48.087	49.131	50.902
Res. Primær drift	3.934	-230	248	1.333
Nettoresultat	3.908	-947	-508	491
Balance sum	82.100	80.840	80.088	79.842
Egenkapital	55.090	54.837	56.667	57.685
Indtjening per aktie (DKK)	1.600,0	-387,9	-207,8	200,9
Udbytte per aktie (DKK)	515,0	200,0	200,0	200,0
P/E (x)	10,0	-63,9	-119,2	123,3
K/I (x)	0,7	0,7	0,7	0,7

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

A.P. Møller - Mærsk

	Hold
Sektor	Industri
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	12500
Lukkekurs (DKK)	10085
Markedsværdi (DKK mio.)	174.765
Jyske Quant	Q3
Value score	Q1
Quality score	Q4
Momentum score	Q4

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Morten Holm Enggaard, Research

Alm. Brand

Fortsat på rette vej

- Gode grunde til højere profitabilitet i 2024
- Eventuelt salg af energiportefølje undervejs

Gode grunde til højere profitabilitet i 2024

Det var uden de helt store overraskelser, at Alm. Brand aflagde 4. kvartalsregnskab tidligere på måneden, da selskabet allerede havde løftet sløret for forsikringsindtægter og -resultat i 2023. Guidance for 2024 byder på en forventning om et forsikringsresultat på DKK 1,4-1,6 mia. ekskl. afløb, hvilket var på linje med hvad vi og markedet forventede. Det kommer i 2024 til at blive privatsegmentet, der driver væksten i forsikringsindtægter og profitabilitet, gennem indeksering og målrettede præmieforhøjelser for at modveje den høje motorskadehyppighed i branchen oplever. Vi tror, at Alm. Brand vil være succesfulde i at implementere disse prisinitiativer og dermed løfte profitabiliteten pænt i 2024 og igen i 2025, også drevet af fortsatte høstede synergieffekter fra Codan-opkøbet.

Eventuelt salg af energiportefølje undervejs

I regnskabet kunne Alm. Brand også meddele, at de har igangsat en proces, der skal evaluere hvorvidt selskabet er den rette ejer af energiporteføljen, der fulgte med opkøbet af Codan. Det er vores vurdering, at et eventuelt salg af forretningen vil kunne frigive ca. DKK 1,7 mia. i kapital - en kombination af lavere kapitalkrav på cirka DKK 700 mio. og DKK 1 mia. fra goodwill ifm. salgsprisen. Denne overskydende kapital vil kunne sendes tilbage til aktionærene enten igennem en eventuel ekstraordinær dividende eller et nyt aktietilbagekøbsprogram. Ydermere vil det også være med til at forbedre Alm. Brands risikoprofil, og udsigten til et salg har derfor formentligt været en af de væsentligste årsager til aktiens fine performance på det seneste.

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.

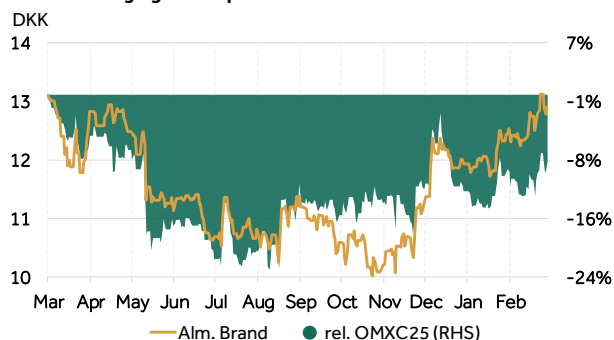
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Bruttopræmieindtægter	11.784	12.381	12.842	13.193
Teknisk resultat	1.412	1.807	2.103	2.174
Nettoresultat	616	917	1.240	1.371
Balance sum	35.562	37.371	38.759	39.196
Egenkapital	13.944	13.472	13.187	12.956
Indtjening per aktie (DKK)	0,4	0,6	0,8	0,9
Udbytte per aktie	0,6	0,9	1,0	1,1
P/E (x)	30,9	21	16	14
K/I (x)	1,4	1,5	1,5	1,5

Kilde: Jyske Bank & Alm. Brand

Alm. Brand	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	16
Lukkekurs (DKK)	12,91
Markedsværdi (DKK mio.)	19.896
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

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

Stor tiltro til vækstmålsætninger

- Stor tiltro til nye hævede vækstmål i Accelerate SAIL
- 2024 bliver et investeringsår

Stor tiltro til nye hævede vækstmål i Accelerate SAIL

Februar har været en god måned for Carlsberg-aktionærerne, hvor aktien er steget 8%, mens OMXC25 blot er steget 1,5%. Den stærke kursperformance skyldes et solidt årsregnskab for 2023 samt annonceringen af den opdaterede SAIL '27-strategi, Accelerate SAIL, hvor Carlsberg selvikkert træder lidt ekstra på speederen og hæver de langsigtede mål for den gennemsnitlige organiske salgs- og indtjeningsvækst til 4-6% og "over 4-6%", fra tidligere 3-5% og "over 3-5%". Løftede vækstforventninger skyldes primært Asien og særligt Kina, hvor Carlsberg forventer at investere i øgede vækstmuligheder. Vi ser det som et stærkt signal og stor tro på fremtiden

2024 bliver et investeringsår

I årsregnskabet for 2023 skuffede Carlsberg en smule med forventningerne til 2024, men investorerne så igennem fingrene med det, da man vil bruge 2024 som et investeringsår for fremtidig vækst. I 2024 forventer Carlsberg en organisk EBIT-vækst på 1-5%. Største usikkerhed for 2024 er fortsat hvordan forbrugeren i særligt Kina og EU har det. Carlsberg forventer derfor en flad til svagt stigende udvikling et antal solgt øl, som burde blive hjulpet af et EM i fodbold og OL, at forbrugeren får lønstigninger i 2024 og forhåbentligt et bedre sommervejr i 2024 relativt til 2023. Derudover forventer Carlsberg i 2024 at øge marketinginvesteringer med mere end 10% - primært i Kina og Vietnam og premium-brands på markeder på tværs af regionerne.

Investeringscase

Carlsberg er det billigste af de store bryggerier med en EV/EBITDA på 10,2x, Dette er på trods af, at Carlsberg igennem de seneste år har leveret stærkt også relativt til konkurrenterne. Den nye vækststrategi betyder at Carlsberg har en af branchens mest attraktive vækstprofiler. Vi anerkender, at 2024 bliver et investeringsår for Carlsberg, og at der fortsat er en række usikkerheds-punkter for Carlsberg fra bl.a. forbrugertilliden i Kina og Europa, men relativt til konkurrenterne vurderer vi, at Carlsberg står stærkt. Samtidig forventer vi, at presset fra downtrade gradvist vil aftage i løbet af 2024, i takt med at renterne/inflationen kommer ned.

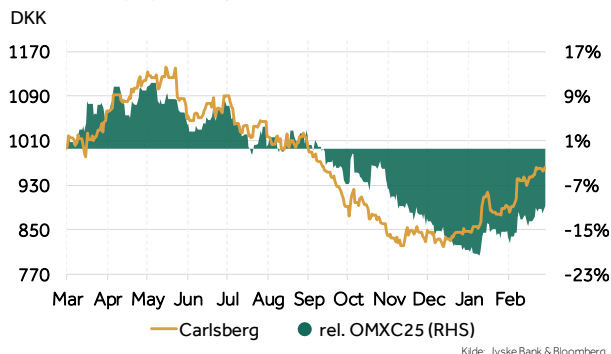
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	73.585	75.834	79.610	83.416
Res. Primær drift	11.105	11.477	12.363	13.229
Nettoresultat	7.971	8.095	8.690	9.302
Balance sum	111.831	112.224	113.123	114.180
Egenkapital	25.749	25.413	25.566	25.903
Indtjening per aktie (DKK)	-299,7	51	56	63
Udbytte per aktie	27	29	31	33
P/E (x)	-3	19	17	15
K/I (x)	4,5	5,4	5,4	5,3

Kilde: Jyske Bank & Carlsberg

Carlsberg	Køb
Sektor	Stabilt forbrug
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	1100
Lukkekurs (DKK)	961,2
Markedsværdi (DKK mio.)	138.390
Jyske Quant	Q5
Value score	Q2
Quality score	Q5
Momentum score	Q5

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 forbrugeren.
- Opbremssning i det vigtige asiatiske vækstmarked.
- Hårdere konkurrence, som vil presser volumenvæksten og markedandsandele.
- Lovgivningsmæssige ændringer, der har til formål at reducere alkoholforbruget

Senior Analyst, Henrik Hallengreen Laustsen, Research

Coloplast

Investorerne poppede champagnen

- Guidance fastholdes, men opjustering i sigte
- Succesfuld lancering af Luja booster væksten

Guidance fastholdes, men potentiel opjustering i sigte

Februar har været en god måned for Coloplast aktionærene, hvor aktien er steget 13%, mens OMXC25 blot er steget 1,5%. Den stærke kursperformance skyldes et godt resultat fra Coloplast i 1. kvartal 2023/24, hvor særligt indtjeningen skabte optimisme. Ovenpå flere skuffelser i 2023 og forventningen om en svag start var resultatet den forløsning, investorerne havde ventet på. Vi noterer os, at ledelsen var særdeles positive omkring indtjeningen og ser mulighed for, at der kan komme en opjustering i forbindelse med regnskabet for 2. kvartal. Ledelsen udtrykte mere optimisme omkring omkostningsinflationen, særligt pga. faldende fragt-, råvare- og energi-priser, og yderligere forventes også valutamodvinden at aftage i 2. halvår. Sidst, men ikke mindst vil et øget vækstmomentum hen over året også gavne indtjeningen. En overraskende god start på året var dog ikke nok til, at Coloplast løftede forventningerne til helåret. Coloplast forventer derfor fortsat en organisk vækst på omkring 8% i fast valuta og en EBIT-margin på 27-28%.

Succesfuld lancering af Luja booster væksten

Væksten forventes at accelerere hen over året pga. et lettere sammenligningsgrundlag i Urologi, bedring i Kina og Luja-lanceringen. Ledelsen talte meget positivt om det nylige lancerede Luja (katetre til mænd), som forventes at booste væksten allerede fra 2. halvår. Coloplast oplyser, at de med Luja vinder mange nye patienter (tager markedsandele) og kalder det den vigtigste lancering siden SpeediCath.

Investeringscase

Regnskabet for 1. kvartal 2023/24 gav den forløsning, investorerne havde ventet på ovenpå flere skuffelser i 2023. Coloplast fastholder dog ordlyden om, at væksten det kommende år bliver back-end loaded. Vi anser fortsat Coloplast som et kvalitets-selskab med gode vækstudsigter, men de seneste års opkøb (Atos og Kerecis) har skabt usikkerhed om de langsigtede marginmål, og kursstigningen har reduceret værdiansættelsens attraktivitet. Vi finder endnu ikke upside-potentialet stort nok til en købs-anbefaling.

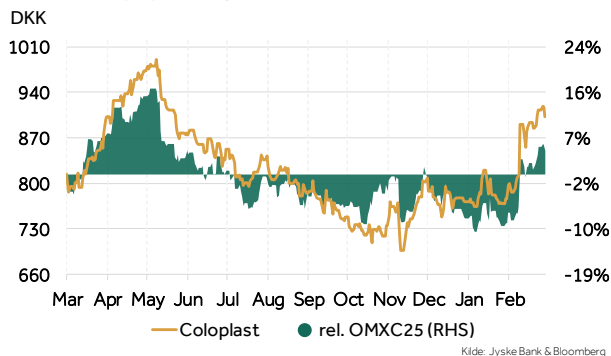
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	24.500	27.135	29.590	32.091
Res. Primær drift	6.771	7.614	8.625	9.576
Nettoresultat	4.783	5.339	6.141	6.886
Balance sum	48.159	49.286	50.753	52.447
Egenkapital	17.299	18.407	19.756	21.328
Indtjening per aktie (DKK)	23	25	29	32
Udbytte per aktie	21	18	20	23
P/E (x)	33	36	31	28
K/I (x)	9	11	10	10

Kilde: Jyske Bank & Coloplast

Coloplast	Hold
Sektor	Sundhed
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	925
Lukkekurs (DKK)	903,2
Markedsværdi (DKK mio.)	206.110
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, institutter, grossister, apoteker og på enkelte markeder direkte til brugerne. Stomi og kontinens er de to største områder med hhv. 37% og 33% af omsætningen. Sår- og hudpleje, urologi og stemmepleje udgør hhv. 12%, 10% og 7% af omsætningen. Geografisk er Europa størst med 58% af omsætningen, efterfulgt af "øvrige udviklede" med 25% og Emerging Markets med 17%.

Risikofaktorer

- At de ikke kan leve op til egne langsigtede vækstmål.
- Sundhedsreformer kan presse priserne.
- Integrationsrisiko i forbindelse med Atos opkøbet.
- Usikkerheder ved fremtidige opkøb.
- Konkurrenter begynder at indhente Coloplast, når det kommer til produktinnovation.
- Tidligere opdagelse, kure og forbedrede produkter reducerer markedet for Coloplasts produkter.

Senior Analyst, Henrik Hallengreen Laustsen, Research

Danske Bank

Stadig undervurderet potentiale

- Solid guidance løfter humøret
- Potentialet i aktien ikke indfriet endnu

Solid guidance løfter humøret

Investorerne tog godt imod Danske Banks 4. kvartalsregnskab, hvilket hovedsageligt var resultatet af en solid guidance for 2024 og annonceringen af et nyt aktietilbagekøbsprogram, der på DKK 5,5 mia. kom tidligere end ventet. Banken forventer et resultat efter skat for 2024 på DKK 20-22 mia. Det er fortsat nettorenteindtægter, der driver den høje profitabilitet og Danske Bank ser nu nettorenteindtægterne toppe på kvartalsbasis omkring midten af 2024. Selvom nettorenteindtægter vil komme under fortsat tryk i takt med at markedsrenterne falder og indlånsrenterne stiger, så indeholder Danske Banks balance flere elementer der vil fungere som hedge mod faldende renter - heriblandt en stor hold-to-collect portefølje og boligudlån i Sverige og Finland, der stadigvæk ikke er konverteret til et højere renteniveau.

Potentialet i aktien ikke indfriet endnu

Med udsigten til faldende markedsrenter og kvartalsvise renteindtægter mod slutningen af 2024, er det naturligt at stille spørgsmålet, om potentialet i aktien er ved at være nået. Vi ser dog ikke værdiansættelsen af Danske Bank som retvisende ift. den langsigtede profitabilitet banken bør kunne levere. Vi tror at bankens støt stigende nettorenteindtægter i 1. halvår 2024 vil blive en positiv differentiator, og sammenholdt med et betragteligt udlodningspotentiale de kommende år ser vi fortsat potentiale i aktien.

Investeringscase

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

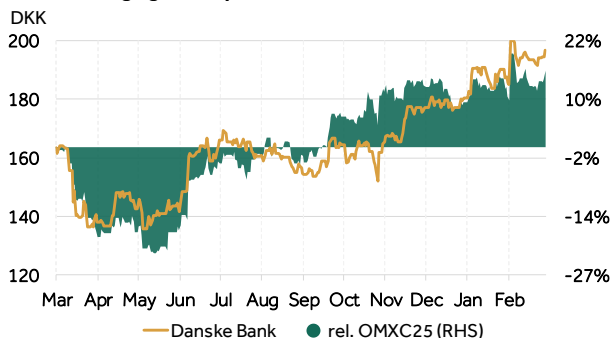
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Indtj. før skat	26.682	28.777	29.220	27.799
Nettoresultat	21.262	21.871	22.207	21.127
Balance sum	3.595.242	3.647.627	3.685.165	3.721.897
Egenkapital	175.739	180.597	174.696	167.109
Indtjening per aktie (DKK)	24,7	27	29	31
Udbytte per aktie	14,5	16	17	18
P/E (x)	8	7,3	6,7	6,4
K/I (x)	1,0	0,9	1,0	1,0

Kilde: Jyske Bank & Danske Bank

Danske Bank	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	230
Lukkekurs (DKK)	196,75
Markedsværdi (DKK mio.)	169.635
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 mere end millioner kunder og afdelinger i 8 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

- 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

Nyt produkt skal bane vejen i 2024

- Stærk start på året hjulpet på vej nyt produkt
- Konkurrencen intensiveres i 2024

Stærk start på året hjulpet på vej af nyt produkt

Demant har haft en solid start på året, hvor aktien er oppe med 19% år til dato. Stigning har ikke mindst været drevet af en positiv reaktion på regnskabet, der sendte aktien op med næsten 9% på dagen. Demant lancerede i forbindelse med regnskabet deres nye flagskibsprodukt Oticon Intent, hvilket baner vejen for, at Demant i 2024 vil kunne vinde yderligere markedsandele - vel og mærke på toppen af 2023, hvor Demant har taget massive markedsandele. Vi vil dog ikke sætte næsen op efter samme medvind som fra lanceringen af Oticon Real, da Demant i 2023 drog fordel af Sonovas tilbagetrækning fra Costco-kanalen og en overnormal vækst på markedet generelt.

Konkurrencen intensiveres i 2024

Vi forventer, at konkurrencen vil intensiveres i 2024, da både WSA og GN har introduceret nye high end høreapparater. Samtidig forventer vi, at Sonova i løbet af 2024 melder sig på banen med et nyt produkt. Desuden ser vi fortsat en risiko for, at Sonova i løbet af 2024 vil vende retur til Costco-kanalen, hvilket vil have en negativ effekt på engrossalget af høreapparater i 2024. Timingen er dog fortsat usikker, og vi forventer ikke nogen nævneværdig effekt før i 2. halvår. Vi noterer os dog, at volumen-væksten i 4. kvartal var relativt begrænset grundet et øget fokus på pris fra de store regionale kæder.

Investeringscase

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

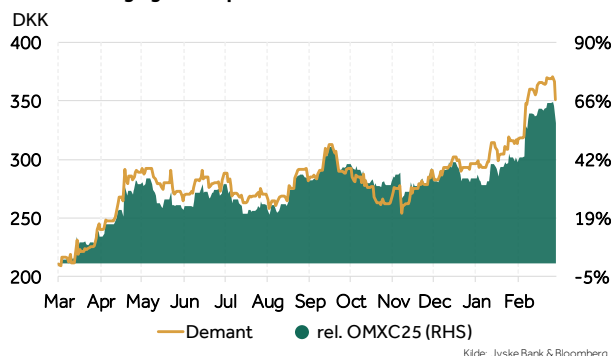
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	22.443	23.123	24.279	25.493
Res. Primær drift	4.148	4.934	5.148	5.402
Nettoresultat	1.798	3.215	3.377	3.570
Egenkapital	9.256	11.234	10.731	10.254
Indtjening per aktie (DKK)	8,2	14	15	17
P/E (x)	42	24	23	21
K/I (x)	8,4	7,0	7,3	7,7

Kilde: Jyske Bank & Demant

Demant	Hold
Sektor	Sundhed
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	350
Lukkekurs (DKK)	351,1
Markedsværdi (DKK mio.)	78.625
Jyske Quant	Q1
Value score	Q3
Quality score	Q1
Momentum score	Q1

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

DB Schenker nærmer sig

- Svag performance siden årsregnskabet
- Flad udvikling i enhedsmarginerne

Svag performance siden årsregnskabet

DSV er siden årsregnskabet d. 1. februar faldet med næsten 14%. Den svage performance afspejler formentlig både den uforløste forventning investorer havde til en potentiel medvind i indtjeningen fra situationen i Det Røde Hav, men også et potentielt køb af DB Schenker. Det seneste vi har hørt er, at salget af DB Schenker formentlig sker i løbet af sommeren 2024. Vi mener fortsat, at DSV er den oplagte køber, men de vil formentlig skulle finansiere opkøbet ved at udstede nye aktier, hvilket kan presse DSV's aktiekurs på kort sigt, da det skaber et overhang i aktien. Samtidig kommer NEOM-projektet ikke til at påvirke indtjeningen i 2024, og markedet er fortsat varsomt med at indregne positive effekter.

Flad udvikling i enhedsmarginerne

De lavere fragtrater og lavere volumen end ventet, drevet af generelt lavere efterspørgsel, gør, at der ikke er den samme desperation i markedet, som under corona. Vores forventning er, at enhedsmarginerne kommer til at ligge fladt i 2024, hvilket fortsat er over DSV's langsigtede forventninger. Vores langsigtede syn på DSV er dog uændret, og vi mener at DSV er et attraktivt køb ved nuværende kurs.

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.

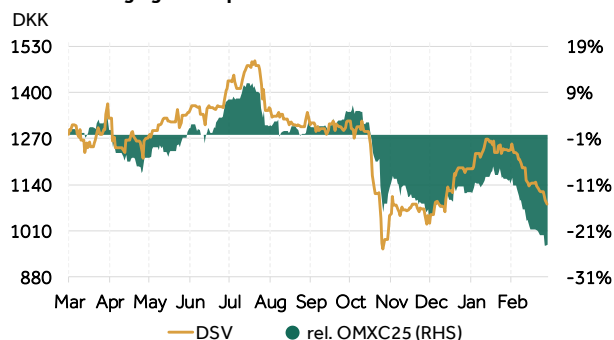
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	150.785	149.552	155.550	161.788
Res. Primær drift	17.723	16.995	18.048	18.822
Nettoresultat	12.407	11.859	12.652	13.234
Balance sum	147.110	141.836	136.562	131.288
Egenkapital	68.966	68.911	69.030	69.118
Indtjening per aktie (DKK)	58	56	60	62
Udbytte per aktie (DKK)	9	8,4	9,0	9,4
P/E (x)	22	19	18	17
K/I (x)	3,9	3,4	3,4	3,4

Kilde: Jyske Bank & DSV

DSV	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	1550
Lukkekurs (DKK)	1085,5
Markedsværdi (DKK mio.)	237.725
Jyske Quant	Q4
Value score	Q3
Quality score	Q2
Momentum score	Q5

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

Selskabsbeskrivelse

DSV startede som De Sammensluttede Vognmænd af 13/7 1976 A/S. 10 vognmænd skabte verdens nu fjerde-største speditør i en meget fragmenteret branche. I dag er DSV verdens tredje største leverandør af tredjeparts logistik. DSV har vist en usædvanlig evne til at skabe værdi gennem opkøb og succesfuld integration af nye kompetencer/kulturer har skabt et af branchens mest profitable selskaber.

Risikofaktorer

- Mislykkes med at finde nye opkøbsmuligheder.
- Stigende konkurrence og tab af kernekunder.
- IT-problemer.
- Handelskrig 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

Regnskabet var et lettelsens suk

- Forventningerne til 2024 var bedre end frygtet
- 3,5 mia. stort aktietilbagekøb og et potentielt opkøb

Forventningerne til 2024 var bedre end frygtet

Februar har været en svag måned, hvor aktien er faldet 1,3%, mens OMXC25 er steget 1,5%. Den svage kursperformance er sket på trods af, at forventninger til 2024 var knap så dystre som frygtet. Det var et lettelsens suk for markedet oven på flere ugers bekymringer. Regnskabet bekræftede vores positive syn på Genmab-aktien. For 2024 forventer Genmab en omsætningsvækst på 14-24%, primært drevet af Darzalex, men også Epkinly og Tivdak forventes at bidrage stort. 2024 bliver endnu et år med store investeringer i udviklingen af nye produkter, og derfor forventer Genmab en stigning i omkostningerne på 18%. Indtjeningen forventes dermed at vokse mellem -14% og +33% (Genmab forventer en indtjening på DKK 4,6-7,1 mia. kr.).

3,5 mia. stort aktietilbagekøb og et potentielt opkøb

I forbindelse med regnskabet annoncerede Genmab et DKK 3,5 mia. stort aktietilbagekøbsprogram. Det er det første større aktietilbagekøbsprogram fra Genmab, der svarer til ca. 6-7% af den daglige omsætning i aktien (hvis det fordeles ud over et helt år) – hvilket klart bør understøtte aktien. Det er formentlig ikke sidste gang, Genmab åbner pengekassen, da ledelsen var relativt tydelige omkring muligheden for opkøb. Et evt. opkøb skal turboaccelerere væksten og fremskynde tilstedeværelsen inden for immunologi og inflammation samt reducere vigtigheden af patentudløbet på Darzalex i 2030.

Investeringscase

Aktien havde et svært 2023, og presset på aktien er fortsat ind i 2024, pga. frygt for stigende omkostninger og et begrænset nyhedsflow i starten af året. Vi mener, modvindene efterhånden er ved at være indregnet, og vi anser risk/reward som gunstig. Investeringscasen drives fortsat af et stærkt Darzalex-salg, en positiv lancering af EPKINLY samt positive pipeline-data for bl.a. GEN1042 i H1'24 og Hexabody-CD38 i H2'24 (ultimo 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. Denne stemning kan vende tilbage i 2024.

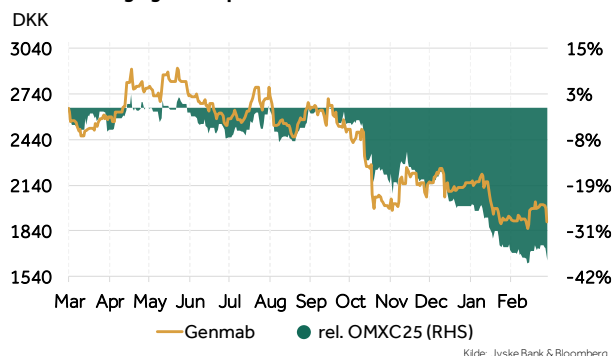
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	16.474	20.298	24.909	29.520
Res. Primær drift	5.321	6.289	9.077	12.118
Nettoresultat	4.352	5.221	7.379	9.797
Balance sum	35.289	37.524	44.903	54.699
Egenkapital	32.070	33.845	41.224	51.020
Indtjening per aktie (DKK)	67	81	115	153
P/E (x)	28	23	16	12
K/I (x)	4,4	3,7	3,0	2,5

Kilde: Jyske Bank & Genmab

Genmab	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	2850
Lukkekurs (DKK)	1896
Markedsværdi (DKK mio.)	125.277
Jyske Quant	Q2
Value score	Q3
Quality score	Q1
Momentum score	Q3

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Henrik Hallengreen Laustsen, Research

GN Store Nord

Audio tilbage på vækstsporet i 2024

- Bedring i Audio, men usikkerheden er fortsat stor
- Stærk start for Resound Nexia

Bedring i Audio, men usikkerheden er fortsat stor

GN Store Nord er nede med 6% år til dato på trods af en overraskende stærk kursreaktion på regnskabet. Aktien er dog efterfølgende faldet tilbage og ligger nu lavere end inden regnskabet, der ellers viste tegn på stabilisering i Audio med en sekventiel salgsmåling de sidste tre kvartaler og en gradvis bedring i væksten. Meget tyder således på, at det værste er ved at være overstået, og at væksten kan vende tilbage til positivt territorium i løbet af 2024. Usikkerheden er dog fortsat stor, og meget afhænger af den makroøkonomiske situation, men vi har allerede haft to år med negative vækstrater. Vi skal således tilbage til finanskrisen for at se et større fald i salget.

Stærk start for Resound Nexia

GNs nyeste skud på stammen Resound Nexia er kommet godt fra start med et stærkt indledende uptake i USA - også stærkere end Resound OMNIA, der ellers var en yderst succesfuld lancering. Vi er dog stadig tidligt i lanceringsforløbet, men forsætter trenden, understøtter det vores forventning om, at GN vil være godt positioneret til at tage markedsandele i 2024 - også selvom Sonova skulle vende tilbage til Costco-kanalen. Dette er dog også påkrævet, hvis GN skal levere en organisk vækst på 8-12% i Hearing.

Investeringscase

Markedet for høreapparater er kendetegnet ved stabil volumenvækst, der er relativt modstandsdygtig over for en økonomisk opbremsning. Vi forventer, at salget af høreapparater vil vokse med 4-6% om året på tværs af de økonomiske konjunkturer og med lanceringen af ReSound Nexia vurderer vi, at GN står godt positioneret til at tage markedsandele i 2024. Markedet for headsets er fortsat udfordrende, men vi vurderer, at det værste er overstået, og at væksten vil vende tilbage til svagt positivt territorium i 2024. Vi har fortsat tiltro til de langsigtede vækstudsigter i både Audio og Hearing og med den nye finansieringsplan på plads, er risikoen i aktien blevet væsentligt reduceret.

Udvalgte nøgletal

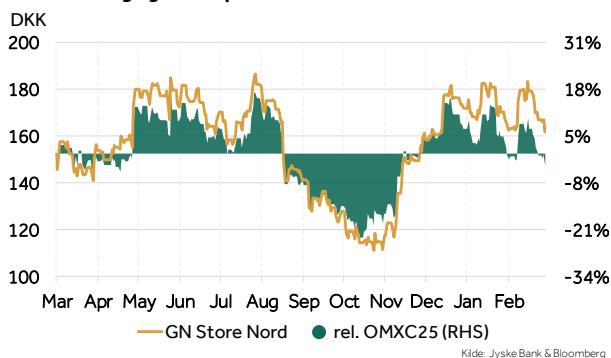
DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	18.120	19.177	20.618	21.799
Res. Primær drift	869	2.260	2.817	3.241
Nettoreultat	267	1.372	1.751	2.101
Balance sum	30.200	31.522	33.440	33.578
Egenkapital	9.587	10.764	12.266	12.068
Indtjening per aktie (DKK)	1,9	9,1	12	14
Udbytte pr. aktie (DKK)	0,0	0,0	0,0	1,6
P/E (x)	93	18	14	12
K/I (x)	2,7	2,3	2,0	2,0

Kilde: Jyske Bank & GN Store Nord

GN Store Nord

	Køb
Sektor	Cyklisk forbrug
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	200
Lukkekurs (DKK)	161,5
Markedsværdi (DKK mio.)	24.372
Jyske Quant	Q4
Value score	Q3
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

Gode muligheder for vækst i 2024

- Konservativ guidance trods optimistiske budskaber
- Aktien i stormvejr efter tyveri af kildekode

Konservativ guidance trods optimistiske budskaber

Netcompany-aktien har været inde i et positivt momentum siden regnskabet i januar, hvor virksomhedens noget forsigtige guidance for 2024 formentligt blev fastsat med intentionen om at blive overgået, og desuden med mere optimistiske budskaber fra ledelsen omkring det danske marked. Det er fortsat vores vurdering, at Netcompany går en god tid i møde, især understøttet af et comeback i marginerne på det danske marked og et pænt løft til indtægter og marginer i Norge og Storbritannien gennem de store kontrakter og rammeaftaler, Netcompany har vundet i slutningen af 2023.

Aktien i stormvejr efter tyveri af kildekode

Netcompany-aktien kom i slutningen af februar ud i et stormvejr efter at det kom frem, at Netcompany var blevet udsat for tyveri af kildekode og brugermanualer, som efterfølgende blev delt på internettet. Netcompany kunne dog afvise at indholdet fra tyveriet kunne anvendes til at få adgang til systemer i drift hos Netcompanys kunder, og få dage efter annonceringen blev der foretaget en anholdelse af en 34-årig mand, der erkendte at stå bag tyveriet. Aktien faldt op til 15% i løbet af sagens udvikling, men reverserede stort set hele faldet efter anholdelsen. Sagen giver midlertidigt en lille rids i Netcompanys image, men vi forventer dog ikke yderligere nævneværdig påvirkning på aktiekursen, ligesom vi heller ikke tror der vil være konsekvenser for Netcompanys evne til at vinde fremtidige kontraktudbud.

Investeringscase

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

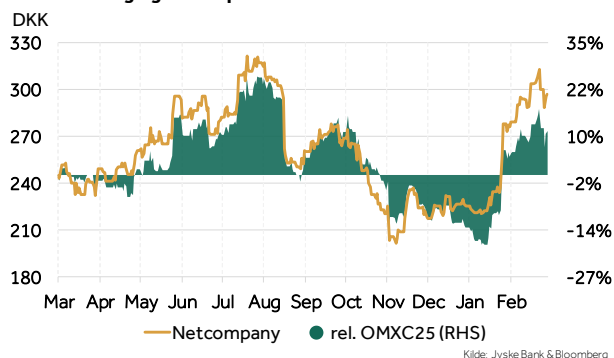
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	6.078	6.741	7.470	8.279
Res. Primær drift	578	849	1.022	1.238
Nettoresultat	304	555	690	919
Egenkapital	3.830	3.785	3.888	4.026
Indtjening per aktie (DKK)	6	12	15	21
Udbytte per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	48	26	20	14
K/I (x)	3,8	3,9	3,8	3,7

Kilde: Jyske Bank & Netcompany

Netcompany	Køb
Sektor	IT
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	350
Lukkekurs (DKK)	296,8
Markedsværdi (DKK mio.)	14.840
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

Netcompany er en dansk IT-konsulentvirksomhed, der udvikler og implementerer "next generation" IT-løsninger til den private og offentlige sektor. Netcompany har blandt andet stået for udviklingen og vedligeholdelsen af portalen Borger.dk, kommunikationsplatformen Aula, samt avancerede IT-systemer hos selskaber som Topdanmark, Novo Nordisk og Københavns Lufthavn. Netcompany havde i 2023 en omsætning på DKK 6.078 mio. og mere end 7700 ansatte.

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

Nordea

Udsigt til fortsat høj profitabilitet

- Investorerne blev skuffet over udlodningspotentialiet
- Solide målsætninger for 2025

Investorerne blev skuffet over udlodningspotentialiet

På trods af, at Nordea leverede fornuftige tal for 4. kvartal på linje med hvad der var ventet i markedet, så blev aktien alligevel sendt ned med 5% på regnskabsdagen. Det er vores vurdering, at forklaringen på dette fald skal findes i en skuffende guidance for kapitaludlodning, hvor Nordea nu forventer at udlodde, hvad der vil svare til EUR 7,6-8,6 mia. for 2024-2025, hvilket var lavere end markedets forventning på ca. EUR 9 mia. På trods af markedets pessimisme er vi stadigvæk overbevist om, at den nuværende aktiepris udgør en attraktiv købsmulighed – særligt set i lyset af, at Nordea ventes at have den højeste profitabilitet i branchen.

Solide målsætninger for 2025

Ud over sine forventninger til kapitaludlodningen, kunne Nordea i 4. kvartalsregnskabet også præsentere sin opdaterede 2025-mål, som nu lyder på en egenkapitalforrentning på > 15% og en omkostningsprocent på 44-46%. Konsensusestimater op til regnskabet lå på en egenkapitalforrentning på 15,4% og en omkostningsprocent på 44,2% - dermed var målene overordnet på linje med markedets forventninger. Nordeas opdaterede forventninger bygger på, at nettorenteindtægterne vil være på ca. samme niveau i 2025 som i 2023. Selvom markedets renter forventeligt ligger lavere i 2025 vil Nordeas nettorenteindtægter blive understøttet af de rentehedgedes banken har foretaget, samt fortsat lav, men positiv udlånsvækst.

Investeringscase

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

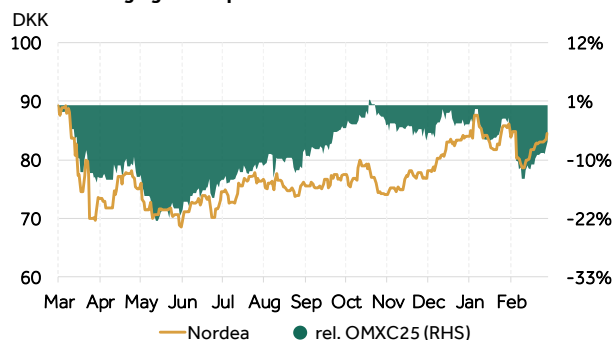
Udvalgte nøgletal

EURm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	7.451	7.823	7.475	7.568
Nettoresultat	4.934	5.312	5.000	5.088
Balance sum	584.702	598.815	609.630	620.251
Egenkapital	31.225	32.297	32.818	34.346
Indtjening per aktie (EUR)	1,4	1,5	1,5	1,5
Udbytte per aktie (EUR)	1,0	1,0	1,1	1,1
P/E (x)	8	7	7,6	7,5
K/I (x)	1,3	1,2	1,2	1,2

Kilde: Jyske Bank & Nordea

Nordea	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	95
Lukkekurs (DKK)	84,46
Markedsværdi (DKK mio.)	297.426
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

Kapacitetsudvidelser løftede aktien

- 2024 bliver endnu et år med imponerende vækst
- Kapacitetsudvidelser løftede aktien

2024 bliver endnu et år med imponerende vækst

Februar har været endnu en god måned for Novo aktionærerne, hvor aktien er steget 8%, mens OMXC25 blot er steget 1,5%. Den stærke kursperformance skyldes et godt årsregnskab for 2023 d. 31. januar, hvor vækstforventningerne for 2024 imponerede, da Novo forventer en salgsvækst på 18-26% og en indtjeningsvækst på 21-29%, begge i lokal valuta. Vi vurderer altså, at Novo leverer i toppen af guidance-intervallet og forventer, at markedet gør det samme.

Kapacitetsudvidelser løftede aktien

Når man har udfordringer med at følge med efterspørgslen, rettes fokus helt naturligt på kapacitetsudvidelserne. Emnet fik stor opmærksomhed både på og efter regnskabsdagen. Ifm. regnskab oplyste Novo, at de fra starten af 2024 havde mere end fordoblet udbuddet af de lave doser af Wegovy i USA, og denne kapacitet forventes gradvist at stige yderligere i løbet af 2024. Derudover investerer Novo 45 mia. kr. i udvidelser af produktionsfaciliteter for at sikre fremtidig kapacitet. Få dage efter regnskabet annoncerede Novo, at de køber 3 fyldefabrikker fra underleverandøren Catalent (via. Novo Holding) for 76 mia. kr. Opkøbet vil øge Novos fylde-kapacitet betydeligt fra 2026 og sender et signal om at Novo har store forventninger til markedsvæksten i de kommende år.

Investeringscase

Stærkt forretningsmomentum, solide vækstudsigter samt aktiens defensive profil kan sikre, at Novo-aktien fortsætter med at imponere – vi vurderer dog fortsat, at de høje forventninger er indregnet i aktien. Men så længe Novo fortsætter med at overgå vores og deres egne forventninger, kan aktieprisen stige. I nyheds-flowet kommer de mest interessante ud-meldinger i andet halvår, hvor årets højdepunkt er data for CagriSema i Fedme. Første halvår byder dog på resultaterne fra FLOW-studiet. Novo har siden 2021 leveret imponerende resultater, drevet af et solidt vækstmomentum i både GLP1 (Ozempic) og Fedme (Wegovy). Resultaterne er heller ikke gået ubemærket hen, da Novo-aktien er steget over 250 % siden starten af 2021.

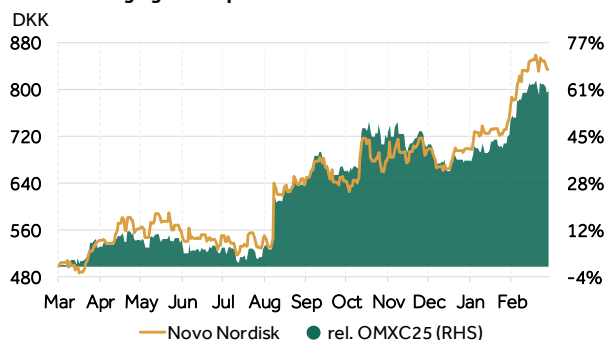
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	232.261	287.713	336.434	401.994
Res. Primær drift	102.574	129.190	152.245	183.320
Nettoreultat	83.683	104.322	121.873	147.043
Balance sum	314.486	402.966	456.244	526.091
Egenkapital	126.822	164.199	190.378	223.761
Indtjening per aktie (DKK)	19	23	27	33
Udbytte per aktie	9	10	11	13
P/E (x)	43	36	31	26
K/I (x)	25	23	20	17

Kilde: Jyske Bank & Novo Nordisk

Novo Nordisk	Hold
Sektor	Sundhed
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	805
Lukkekurs (DKK)	834,1
Markedsværdi (DKK mio.)	3.761.791
Jyske Quant	Q1
Value score	Q5
Quality score	Q1
Momentum score	Q1

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

Hurtigere end forventet udrulning af Mounjaro presser væksten i Ozempic i diabetes og/eller Wegovy for fedme, hvis de anvendes off-label

- Værre end forventet prispres pga. f.eks. regulering, biosimilær konkurrence, patentudløb.
- Skuffende markedsvækst for væksthåbene i GLP-1 og/eller fedme.
- Øget konkurrence i GLP-1 og fedme fra bl.a. Eli Lilly.
- Skuffende kliniske resultater.
- Negative valutabevægelser, særligt USD/DKK.

Senior Analyst, Henrik Hallengreen Laustsen, Research

Pandora

Er diamanten blevet for skinnende?

- De gode takter fortsætter indtil videre
- Vilde kursstigninger begrænser potentialet

De gode takter fortsætter indtil videre

Pandora har forsat de gode takter i de første 2 måneder af 2024 og er år til dato oppe med 23% - positivt påvirket af kursreaktionen på regnskabet, der sendte Pandora op med 5,1% på dagen. Pandora sluttede året med en like-for-like vækst på 9% i 4. kvartal - en udvikling der er forsat ind i 2024. Det ser vi som positivt, da det vidner om, at de markedsføringskampagner, som Pandora har igangsat, har virket yderst effektivt.

Vilde kursstigninger begrænser potentialet

Usikkerheden gående ind i 2024 er dog forsat stor, og Pandora har derfor efterladt plads til en potentiel forværring af de makroøkonomiske betingelser i selskabets guidance. Vi forventer dog, at Pandora vil klare sig fornuftigt igennem den makroøkonomiske modvind, men svaghedstegn hos den amerikanske forbruger og negative udmeldinger omkring efterspørgslen kan påvirke stemningen negativt, også set i lyset af, at bekymringerne for en recession er gledet i baggrunden. Efter en fordobling af aktiekursen i 2023 ser vi derfor begrænset upside i aktien.

Investeringscase

Pandora har efter en succesfuld turn-around formået at få væksten tilbage i forretningen efter en periode med negative vækstrater i 2018-2020. Indtil videre har smykke-salget været overraskende robust på trods af makroøkonomisk modvind. Det vidner om, at salget er mere modstandsdygtigt, end vi umiddelbart havde frygtet, og at de markedsføringskampagner, som Pandora har iværksat, virker efter hensigten. Vi forventer således, at Pandora formår at styre fornuftigt igennem den makroøkonomiske modvind, om end Pandora ikke er immun overfor en opbremsning i forbrugslysten. Samtidig indikerer selskabets nye finansielle mål for 2026, at Pandora går ind i en ny vækstfase med udsigt til en organisk vækst på 7-9% om året. Aktien er dog kørt stærkt og nærmer sig med hastige skridt all-time-high. Vi ser derfor ikke længere det samme upside i aktien.

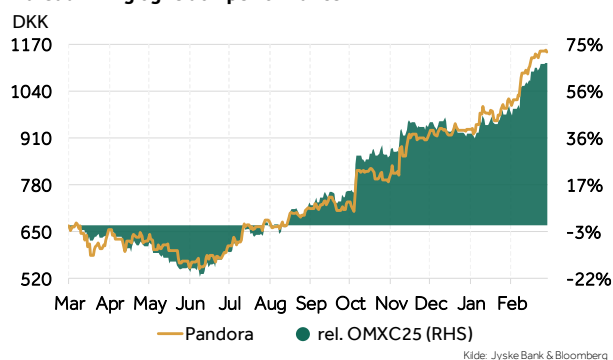
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	30.226	32.354	34.521	36.247
Res. Primær drift	23.890	25.571	27.284	28.648
Nettoresultat	5.094	5.749	6.314	6.804
Egenkapital	6.500	5.140	1.407	1.021
Indtjening per aktie (DKK)	42	53	55	64
Udbytte per aktie	16	16	18	22
P/E (x)	12	22	21	18
K/I (x)	12	20	73	100

Kilde: Jyske Bank & Pandora

Pandora	Hold
Sektor	Cyklisk forbrug
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	1000
Lukkekurs (DKK)	1149,5
Markedsværdi (DKK mio.)	102.306
Jyske Quant	Q1
Value score	Q3
Quality score	Q1
Momentum score	Q4

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 smykke-salget i USA.

Risiko relateret til lanceringen af nye produkter.

Markedet for charms bliver mættet.

En aggressiv udbygning af butiksnettet kan kancellere omsætningen i de eksisterende butikker.

Kopiproducter, faldende kundetraffic og stigende guld- og sølvpriser.

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

Rockwool

Aktiviteten er på vej tilbage

- Markedet ser tegn på vending
- Stabil udvikling i salgspriserne

Markedet ser tegn på vending

Stærk performance fra Rockwool ovenpå regnskabet, hvor aktien steg over 10% på 2 dage. Stigningen skal ses i lyset af, at volumenvæksten i 4. kvartal var tilbage i svagt positivt territorium. Meget tyder således på, at det værste er ved at være overstået. Samtidig kan Rockwool rapportere om begyndende tegn på bedring i Østeuropa og dele af Central Europa, hvilket gav anledning til lidt lettelse i aktien, da markedet leder efter tegn på en vending. Usikkerheden er dog forsat stor gående ind i 2024, og vi forventer, at aktiviteten i Europa forsat vil være svag, mens udsigterne for Nordamerika, Asien og Storbritannien ser mere lovende ud. Vi forventer derfor, at volumenvæksten i 2024 vil ligge og balancere omkring 0-1%.

Stabil udvikling i salgspriserne

Rockwool har i 4. kvartal formået at holde priserne relativt stabile, og vi forventer, at Rockwool vil komme igennem med de normale 1-3% prisstigninger. Den største risiko i relation til Rockwool er prisdisciplinen i markedet, hvor vi ikke kan afvise, at enkelte konkurrenter kan blive fristet til at sænke priserne. Men lykkes det Rockwool at komme igennem med prisstigningerne, og forbliver input-omkostningerne stabile virke en indtjeningsmargin på omkring 13% i 2024 konservativ, hvorfor der kan være lagt op til en opjustering senere på året.

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 en risiko for, at de stigende renter og højere materialepriser vil påvirke aktivitetsniveauet negativt, hvor særligt nybygningsaktiviteten er hårdt ramt, men vi vurderer, at det værste er ved at være overstået og forventer, at volumenvæksten i 2024 vil ligge og balancere omkring 0%.

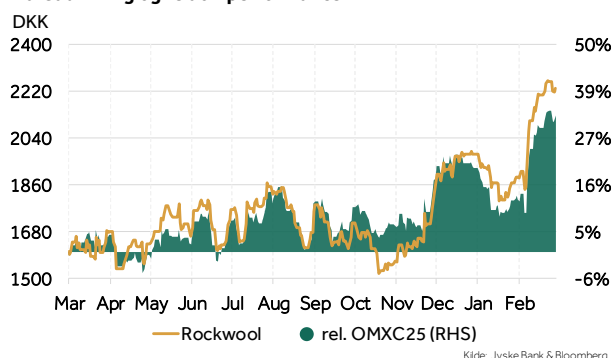
Udvalgte nøgletal

EURm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	3.620	3.638	3.856	4.088
Res. Primær drift	518	506	565	620
Nettoresultat	389	388	434	476
Balance sum	3.477	3.591	3.786	4.011
Egenkapital	2.804	2.913	3.068	3.251
Indtjening per aktie (EUR)	18	18	20	21
Udbytte per aktie (EUR)	5,5	5,5	6,1	6,4
P/E (x)	15	17	15	14
K/I (x)	2,0	2,2	2,1	2,0

Kilde: Jyske Bank & Rockwool

Rockwool	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	2350
Lukkekurs (DKK)	2231
Markedsværdi (DKK mio.)	47.956
Jyske Quant	Q1
Value score	Q2
Quality score	Q1
Momentum score	Q2

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

Opbremssning i den globale vækst.

Stigende renter påvirker nybygningsaktiviteten negativt.

Lav kapacitetsudnyttelse vil lægge pres på margin.

Prispress i markedet.

Stigende inputpriser, herunder prisen på koks og energi samt højere transportomkostninger.

Valutakurs udsving, herunder GBP, RUB og USD.

Fald i olieprisen øger konkurrenceevnen i skumplast.

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

Royal Unibrew

Lukker februar af med skuffelse

- Unibrews forventninger til 2024 er lidt til den svage side
- Strategiske opdatering af de langsigtede mål

Unibrews forventninger til 2024 er lidt til den svage side

Februar har indtil videre været fornuftig for de noget pressede Unibrew aktionærerne, eftersom aktien er steget 4%, mens OMXC25 blot er steget 1%. Den gode kursperformance skyldes positive ordlyd fra konkurrentregnskaber. I går aftes annoncerede Unibrew, at de for 2024 forventer et salg på DKK ca. 15 mia. (konsensus: 14,8 mia.) og en organisk EBIT-vækst på 5-15% (konsensus: 14%), svarende til en EBIT på 1,8-1,95 mia. (konsensus: 1,95 mia.) inkl. et positivt bidrag af M&A (1,5 mia.). Vi anser forventninger til 2024, som lidt til den svage side, men kan være sat en smule konservativt, hvilket vil indikere at konsensus var på linje med forventningerne.

Strategiske opdatering af de langsigtede mål

Unibrew offentliggjorde samtidigt med regnskabet nye langsigtede mål, som formentligt vil skuffe markedet. Unibrew forventer en organisk EBIT-vækst på 6-8% pr. år, hvor konsensus forventer 11%. Unibrew har fortsat et mål om at løfte EBIT-marginen. Unibrew vælger at ændre målene fra en EBIT-margin (tidligere 20-21% EBIT-margin) til en organisk EBIT-vækst (i stil med hvordan konkurrenterne Carlsberg og Heineken guider), men omregner vi dette, svarer det nogenlunde til en margin på 14-15%. Forud for regnskabet var der spekulationer i markedet om at Unibrew ville annoncere et margin-mål på 15-16%, hvilket også er konsensus i markedet på den lange bane.

Investeringscase

Ovenpå flere skuffelser i 2023 vender investorerne nu blikket mod 2024, hvor forbrugernes forbrugsmønster fortsat var påvirket af den store usikkerhed, men volumenvæksten styrkes af let sammenligningsgrundlag pga. det dårlige sommervejr i 2023 og udfordringer i Afrika og Italien. Annoncering af nye langsigtede målsætninger og guidance for 2024 samt aftagende modvind i 2024 fra udfordringer i Italien, lavere råvareomkostninger og mindre pres på forbrugerne kan genskabe investorernes tillid til det langsigtede potentiale i Unibrew. Derudover handler aktien på et attraktivt niveau (mål på EV/EBITDA), som kun er sket to gange i de seneste fem år.

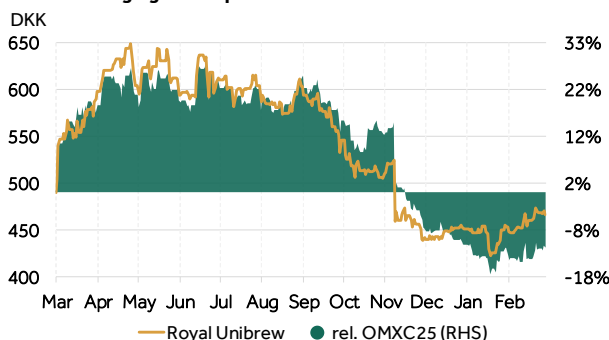
Udvalgte nøgletal

DKKm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	11.487	12.953	14.861	15.455
Res. Primær drift	1.515	1.629	1.954	2.227
Nettoresultat	1.491	1.119	1.322	1.535
Balance sum	14.474	17.184	18.323	19.153
Egenkapital	5.158	5.605	6.266	7.034
Indtjening per aktie (DKK)	23	22	26	31
Udbytte per aktie	15	13	13	15
P/E (x)	20	21	18	15
K/I (x)	5	4,2	3,7	3,3

Kilde: Jyske Bank & Royal Unibrew

Royal Unibrew	Køb
Sektor	Stabilt forbrug
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	610
Lukkekurs (DKK)	466,1
Markedsværdi (DKK mio.)	23.398
Jyske Quant	Q4
Value score	Q3
Quality score	Q3
Momentum score	Q5

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Kvalitet fornægter sig ej

- Endnu ikke udsigt til "ny normal" på vejrskader
- Duksestatus retfærdiggør en værdiansættelsespræmie

Endnu ikke udsigt til "ny normal" på vejrskader

Det har både været en kold, våd og blæsende start på 2024, og særligt 2. halvdel af 2023 var ligeledes kendetegnet ved et meget højt niveau af vejrskader i hele Skandinavien. Forsikringssekskabernes indtjeningsevne kan derfor være i fare, hvis de ikke er i stand til at arbejde med forebyggelse eller prise produkterne korrekt ift. deres risiko. Tryg havde også i 2023 udgifter på ca. DKK 1,3 mia. i forbindelse med vejrskader. Tryg understregede dog ved seneste regnskab, at de sidste års voldsomme vejr ikke er et udtryk for "en ny normal" og de fortsat forventer årlige skadesudbetalinger til vejrligsskader i omegnen af DKK 800 mio., hvilket vi ikke finder grund til at bestride validiteten af.

Duksestatus retfærdiggør en værdiansættelsespræmie

Trygs combined ratio på 82,8% for 2023 var blandt den bedste i feltet af nordiske forsikringssekskaber. Vi ser dog profitabiliteten forbedres yderligere i 2024. Tryg høster fortsat synergieffekter fra RSA-opkøbet, og vi forventer desuden at præmieforhøjelser gennem indeksering og prisinitiativer (særligt i privatsegmentet) vil være noget der påvirker combined ratio positivt i 2024. Der er således udsigt til at Tryg bliver det mest veldrevne og profitable skadesforsikringssekskab i Norden de kommende år, hvilket vi mener bør retfærdiggøre, at aktien skal handle med en værdiansættelsespræmie til konkurrenterne, som dog endnu ikke er tilfældet.

Investeringscase

Attraktiviteten af Trygs stabile forretningsmodel, solide vækst-udsigter i flere af Trygs segmenter og et strategisk fornuftigt og værdiskabende opkøb af RSA/Codan er ikke til at komme udenom. 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.

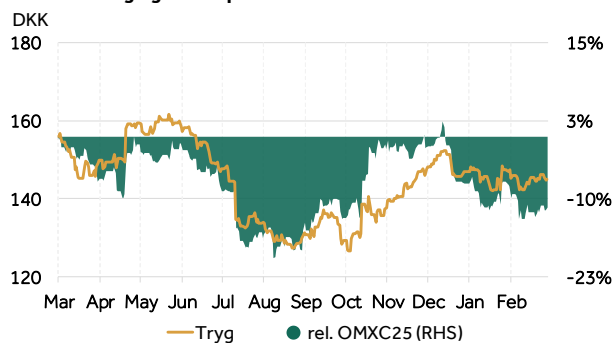
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Bruttopræmieindtægter	37.135	39.322	41.469	43.606
Teknisk resultat	6.401	7.629	7.924	8.338
Nettoresultat	3.822	5.074	5.460	5.804
Balance sum	112.940	124.421	129.859	134.026
Egenkapital	40.351	38.769	38.503	38.329
Indtjening per aktie (DKK)	6,2	8,3	8,9	9,5
Udbytte per aktie	7,5	7,6	8,0	8,2
P/E (x)	23	17	16	15
K/I (x)	7,9	10,0	10,4	11,0

Kilde: Jyske Bank & Tryg

Tryg	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	170
Lukkekurs (DKK)	145
Markedsværdi (DKK mio.)	92.051
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Omkostningsbesparelser fra spareprogram og/eller synergier fra RSA-opkøb leveres ikke som lovet.

Valutakursbevægelser (norske og svenske kroner).

Højere vejr- og stormskader, som har været forholdsvis 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

Modvinden er begyndt at løje af

- Hård start, men lovende udsigter
- Indtjeningsevnen er på vej tilbage

Hård start, men lovende udsigter

Vestas har haft en hård start på året, hvor aktien er nede med 13% år til dato – vel og mærke i et stigende marked. Aktien er således tilbage på niveauet fra slutningen af november inden ordrerne fra USA for alvor begyndte at vælte ind. Vestas er dermed ikke blevet belønnet for den rekordhøje ordreindgang i 4. kvartal, der ellers lover godt for aktivitetsniveauet gående fremad – ikke nødvendigvis i 2024, men fra 2025 og fremefter.

Indtjeningsevnen er på vej tilbage

Vi er positivt overrasket over den stærke afslutning på året, hvor Power Solutions er tilbage med sorte tal på bundlinjen. Det vidner om, at det værste er ved at være overstået, og at Vestas kigger ind i en pæn marginfremgang i 2024 og 2025. Dette er også afspejlet i guidance, hvor Vestas guider for en omsætning på EUR 16-18 mia. og en overskudsgrad på 4-6% - op fra 1,5% i 2023. Vestas er dog ikke ude af problemerne endnu, men i takt med at kvaliteten af ordrebogen stiger, og Vestas begynder at eksekvere på ordrer, der er taget ind på højere priser, vil indtjeningsevnen gradvist blive genoprettet. Vestas gentog da også målsætningen om en EBIT-margin på over 10% på mellemlangt sigt, men vil ikke på nuværende tidspunkt committe sig til at kunne levere på målsætningen i 2025.

Investeringscase

Vestas er godt på vej i forhold til at genetablere indtjeningsevnen efter 2 år, hvor selskabet ikke har formået at tjene penge på selve møllerne. Det værste er således overstået, og vi forventer en gradvis bedring i indtjeningsevnen hen over de næste to år, i takt med at kvaliteten af ordrebogen forbedres, og Vestas begynder at eksekvere på ordrer, der er taget ind på højere priser. Samtidig begynder ordrene i USA at rulle ind, hvor forlængelsen af skatterabatordningen åbner op for en markant stigning i installationsniveauet hen over de næste par år. Den langsigtede væksthistorie er derfor intakt, understøttet af en række ambitiøse målsætninger fra verdens førende lande, der forventes at sætte skub i udbygningen af vindkraft både på land og til havs.

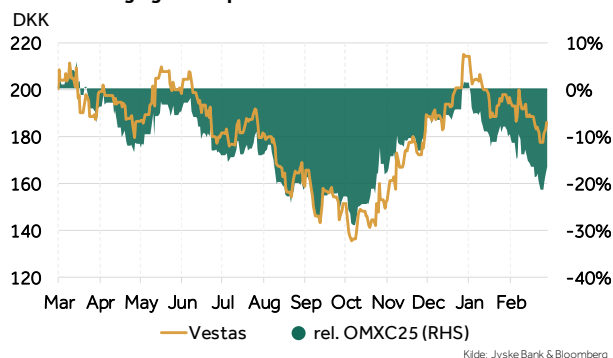
Udvalgte nøgletal

EURm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	15.382	17.153	21.268	23.299
Res. Primær drift	292	882	1.894	2.289
Nettoresultat	78	627	1.407	1.711
Balance sum	21.879	23.758	28.684	32.065
Egenkapital	3.042	3.615	4.984	6.610
Indtjening per aktie (EUR)	0,1	0,6	1,4	1,7
Udbytte per aktie (EUR)	0,1	0,0	0,0	0,1
P/E (x)	317	40	18	15
K/I (x)	8,1	7	5	3,8

Kilde: Jyske Bank & Vestas

Vestas	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	220
Lukkekurs (DKK)	186,04
Markedsværdi (DKK mio.)	187.876
Jyske Quant	Q5
Value score	Q4
Quality score	Q5
Momentum score	Q5

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

Afdæmpet efterspørgsel pga. tilbageholdenhed blandt kunderne eller strammere finansieringsvilkår.

Ændringer i skatterabatordningen i USA.

Kvalitetsproblemer med møller inden for garantien.

Stigende input priser, herunder stigende stålpriser.

Aftagende politisk velvilje for klimavenlig politik.

Flaskehalsproblemer, strejker og forsinkelser i produktionen samt intensiveret priskonkurrence.

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

Danske aktier – Ændringer siden sidst (31-01-2024)

Selskab	Aktuel kurs	Aktuelt kurs-mål	Tidligere kursmål	Dato for ændring af kursmål	Anbefaling	Tidligere anbefaling	Dato for ændring af anbefaling	Analytiker
A.P. Møller - Mærsk	10085 (DKK)	12500 (DKK)	14500 (DKK)	13-02-2024	Hold	-	-	Morten Holm Enggaard
Alm Brand	12,91 (DKK)	16 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Carlsberg	961,2 (DKK)	1100 (DKK)	1015 (DKK)	08-02-2024	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Coloplast	903,2 (DKK)	925 (DKK)	830 (DKK)	12-02-2024	Hold	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Danske Bank	196,75 (DKK)	230 (DKK)	220 (DKK)	05-02-2024	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Demant	351,1 (DKK)	350 (DKK)	310 (DKK)	07-02-2024	Hold	-	-	Janne Vincent Kjær
DSV	1085,5 (DKK)	1550 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Morten Holm Enggaard
Genmab	1896 (DKK)	2850 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
GN Store Nord	161,5 (DKK)	200 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
Netcompany	296,8 (DKK)	350 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Nordea	84,46 (DKK)	95 (DKK)	100 (DKK)	06-02-2024	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Novo Nordisk	834,1 (DKK)	805 (DKK)	745 (DKK)	01-02-2024	Hold	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Pandora	1149,5 (DKK)	1000 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Janne Vincent Kjær
Rockwool	2231 (DKK)	2350 (DKK)	2250 (DKK)	09-02-2024	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
Royal Unibrew	466,1 (DKK)	610 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Tryg	145 (DKK)	170 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Vestas	186,04 (DKK)	220 (DKK)	215 (DKK)	29-02-2024	Køb	Hold	29-02-2024	Janne Vincent Kjær

Kilde: Jyske Bank

Se historiske anbefalingsændringer [her](#)

Vigtig Investorinformation

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

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

Analysen og anbefalinger er generelle informationer og ikke personlig rådgivning.

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

Interessekonflikter

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

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

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

Læs mere om Jyske Banks politik om interessekonflikter på:

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

Modeller

Kvantitative anbefalinger på enkeltsselskaber

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

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

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

Fundamentale anbefalinger på enkeltsselskaber

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

Jyske Bank anvender en eller flere af følgende modeller:

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

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

hvor:

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

- Dividendemodel: I enkelte tilfælde anvendes en dividendemodel til bestemmelse af selskabets fundamentale værdi. Ifølge denne model er værdien af et selskab den tilbagediskonterede værdi af alle forventede fremtidige udbyttebetalinger.
- Relativ værdiansættelse: Den fundamentale værdi sammenholdes med en relativ værdiansættelse, hvor nøgletal såsom P/E, P/B og EV/EBITDA holdes op imod konkurrenternes. Hvis der er tale om et koncernselskab bestående af flere forskellige forretningsområder kan en sum-of-the-parts værdiansættelse benyttes, hvor selskabet 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 estimataendringer og anbefalingsændringer.

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

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 enkelt-selskaber

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 analyser

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

Risiko

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

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

Afkast og kursudvikling

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

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

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

Skat

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

Flere informationer

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

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