

## A.P. Møller - Mærsk

### Investeringscase

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

### Risikofaktorer

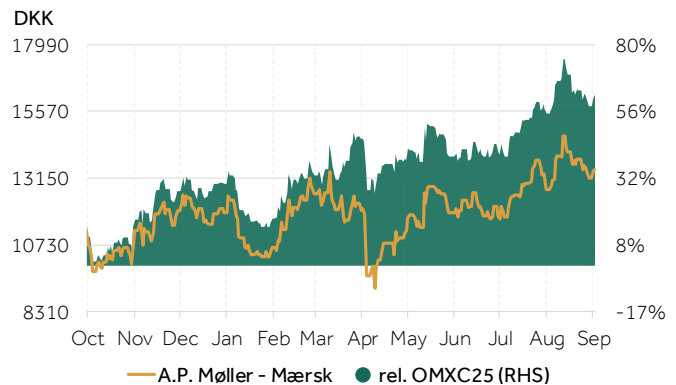
- Krige og/eller eskalerende handelskrig skaber vedvarende lav økonomisk aktivitet og verdenshandel.
- Hvis de globalt dominerende containerrederier ikke har en disciplineret tilgang og øger konkurrencen med priskrig til følge.

### A.P. Møller - Mærsk

### Sælg

|                     |  |
|---------------------|--|
| Analytiker          | Haider Anjum                           |
| Titel               | Senior Aktieanalytiker, Jyske Bank A/S |
| Sektor              | Industri                               |
| Risiko              | Mellem                                 |
| 12-m. kursmål (DKK) | 12000                                  |

### Kursudvikling og relativ performance



## Alm Brand

### Investeringscase

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

### Risikofaktorer

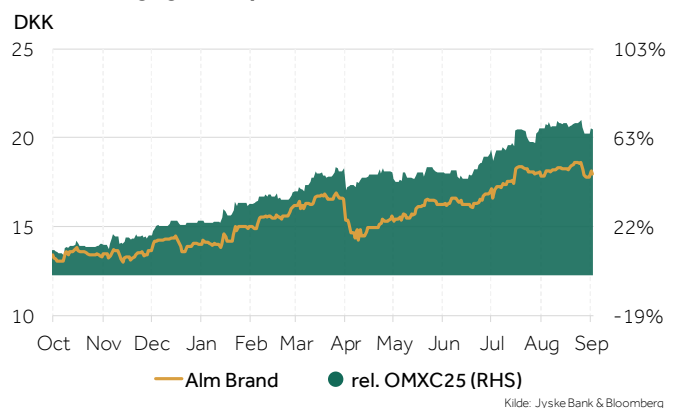
- Skadesinflation (størrelse/frekvens) større end prisstigninger, særligt i relation til bilforsikringer.
- Prispress i industrien som følge af en eller flere konkurrenter med aggressiv markedsstrategi.
- Strukturelt højere niveau af vejrskader som følge af klimaforandringer.

### Alm Brand

### Hold

|                     |  |
|---------------------|--|
| Analytiker          | Anders Haulund Vollesen                |
| Titel               | Senior Aktieanalytiker, Jyske Bank A/S |
| Sektor              | Finans                                 |
| Risiko              | Mellem                                 |
| 12-m. kursmål (DKK) | 18,5                                   |

### Kursudvikling og relativ performance



# Carlsberg

## Investeringscase

Efter en stærk start på aktieåret 2025 har Carlsberg-aktien været ramt af tømmermænd, hvor svage regnskaber fra konkurrenterne og et skuffende regnskab for 2. kvartal 2025 har sat aktien under pres. Kursfaldet har gjort værdiansættelsen mere attraktiv, både i absolutte og relative termer. Vi anerkender, at der fortsat er en række usikkerhedspunkter for Carlsberg, heriblandt udviklingen på det asiatiske marked og forbrugertilliden i Europa, mens vi mangler flere detaljer omkring integrationen af Britvic. Vi vurderer dog, at Carlsberg nok skal komme i mål med integrationen af Britvic, og at de vil være i stand til at afbøde effekterne af de svære markedsforhold – beviselige evner til omkostningsstyring vil styrke selskabet. Aktien kan drives højere af det positive momentum og fremgang hos forbrugerne, samt det faktum at Carlsberg igennem en årrække har bevist, at de har en rolig hånd på roret, når skibet sendes ud i uroligt farvand. Samtidig har selskabet også solide evner inden for omkostningsstyring. Fokus på premium- og specialøl, øget investeringer i marketing, øget investeringer i Asien, Pepsi-licensen i Kazakhstan, og potentielt andre lande, samt selskabet e-commerce platform danner et solidt fundament for fremtiden. Alt dette understøtter målsætningen om en organisk salgsvækst på 4-6% frem mod 2027 – som en del af deres SAIL'27-strategi.

## Risikofaktorer

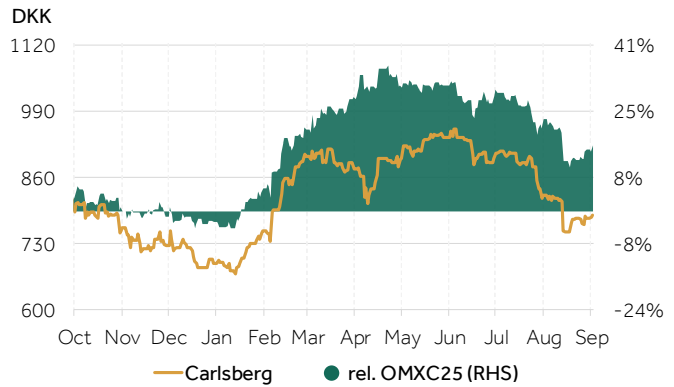
- Yderligere stigninger i råvare- og energipriserne.
- Markant downtrade blandt forbrugerne.
- Opbremsning i det vigtige asiatiske vækstmarked.
- Hårdere konkurrence, som vil presse volumenvæksten og

## Carlsberg

## Køb

|                     |  |
|---------------------|--|
| Analytiker          | Haider Anjum                           |
| Titel               | Senior Aktieanalytiker, Jyske Bank A/S |
| Sektor              | Stabilt forbrug                        |
| Risiko              | Mellem                                 |
| 12-m. kursmål (DKK) | 1000                                   |

## Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank &amp; Bloomberg

# Coloplast

## Investeringscase

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

## Risikofaktorer

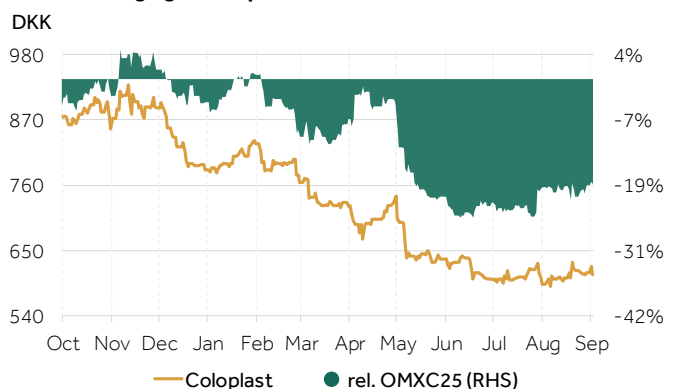
- At de ikke kan leve op til egne langsigtede vækstmål.
- Sundhedsreformer kan presse priserne.
- Integrationsrisiko i forbindelse med Atos opkøbet.
- Usikkerheder ved fremtidige opkøb.
- Konkurrenter begynder at indhente Coloplast, når det kommer til produktinnovation.
- Tidligere opdagelse, kure og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

## Coloplast

## Køb

|                     |  |
|---------------------|--|
| Analytiker          | Henrik Hallengreen Laustsen            |
| Titel               | Senior Aktieanalytiker, Jyske Bank A/S |
| Sektor              | Sundhed                                |
| Risiko              | Mellem                                 |
| 12-m. kursmål (DKK) | 720                                    |

## Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank &amp; Bloomberg

# Danske Bank

## Investeringscase

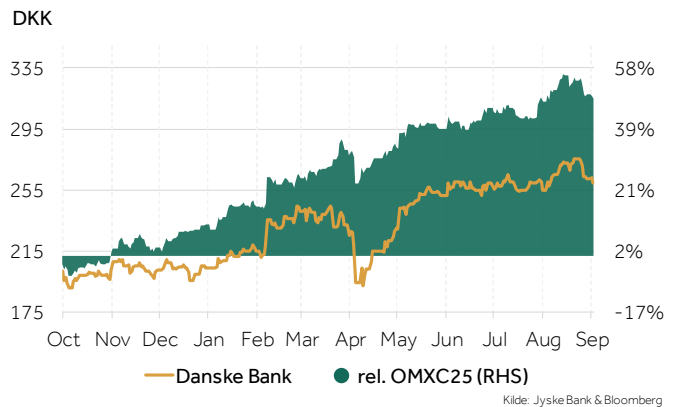
Danske Bank arbejder på at indfri sine ambitiøse finansielle målsætninger for 2026, hvori hovedelementet er at levere en egenkapitalforrentning på 13%. For at lykkes med dette kræves der et accelereret kommercielt momentum, hvilket banken på det seneste har været i stand til at fremvise, med fornuftig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

## 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.

| Danske Bank         | Hold                                   |
|---------------------|--|
| Analytiker          | Anders Haulund Vollesen                |
| Titel               | Senior Aktieanalytiker, Jyske Bank A/S |
| Sektor              | Finans                                 |
| Risiko              | Høj                                    |
| 12-m. kursmål (DKK) | 270                                    |

## Kursudvikling og relativ performance



# Demant

## Investeringscase

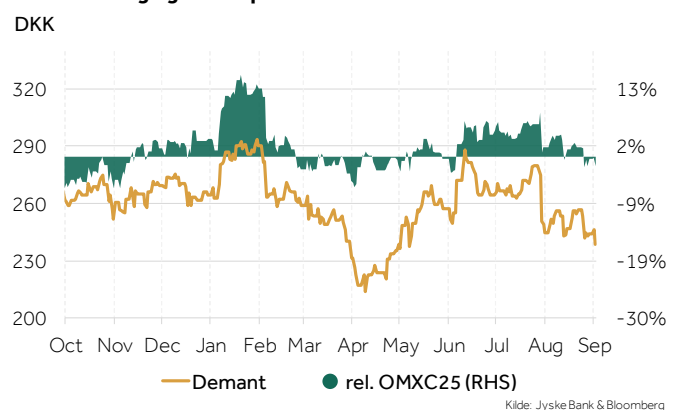
Vi betragter Demant som et veldrevet selskab, der står godt positioneret til at drage fordel af den strukturelle vækst i efterspørgslen efter høreapparater. Denne udvikling understøttes af en stigende andel af ældre over 65 år og mere socialt aktive seniorer. Selv om væksten i 1. halvår har været negativt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

## Risikofaktorer

- Øget makroøkonomisk usikkerhed kan kortvarigt påvirke efterspørgslen efter høreapparater.
- Fortsat fald i gennemsnitsprisen som følge af produktmiks, offentlige licitationer, konsolidering i forhandlernettet samt større fokus på pris.
- Tab af markedsandele i "Managed Care" segmentet i USA (forsikringsdækket støtte til køb af høreapparater)
- Fortsat konsolidering i detailledet kan mindske producenternes forhandlingsstyrke.
- Mangel på nye banebrydende produkter kan gøre det vanskeligt at hæve priserne.
- Regulering af industrien, hvor der i USA åbnes op for salg af høreapparater i håndkøb fra oktober 2022

| Demant              | Køb   |
|---------------------|---|
| Analytiker          | Janne Vincent Kjær                                |
| Titel               | analytiker, Senior Vice President, Jyske Bank A/S |
| Sektor              | Sundhed   |
| Risiko              | Lav   |
| 12-m. kursmål (DKK) | 300   |

## Kursudvikling og relativ performance



# DSV

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

## Risikofaktorer

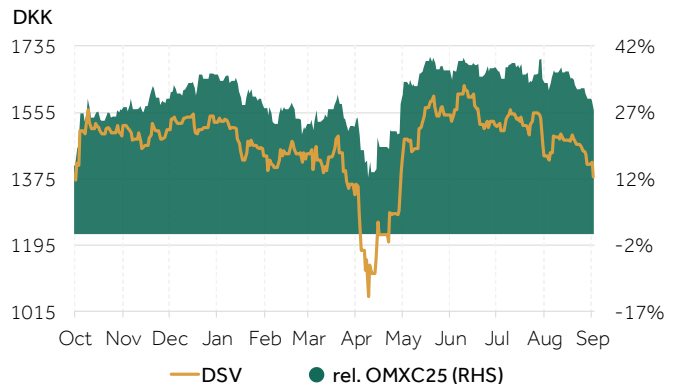
- Mislykkes med at finde nye opkøbsmuligheder.
- Stigende konkurrence og tab af kernekunder.
- IT-problemer.
- Handelskrig fører til et fald i verdenshandlen og afledt heraf faldende volumen samt stigende konkurrence blandt de førende fragtselskaber.
- Lovgivningsmæssige og arbejdsretsmæssige ændringer i selskabets vigtige segmenter og regioner.

## DSV

## Køb

|                     |  |
|---------------------|--|
| Analytiker          | Haider Anjum                           |
| Titel               | Senior Aktieanalytiker, Jyske Bank A/S |
| Sektor              | Industri                               |
| Risiko              | Høj                                    |
| 12-m. kursmål (DKK) | 1900                                   |

## Kursudvikling og relativ performance



# Genmab

## Investeringscase

Efter afklaringen af Hexabody-CD38 partnerskabsaftalen skal Genmab nu forsøge at overbevise markedet om, at de kan skabe vækst i forretningen efter patentudløbet på Darzalex i 2030. Det kan tage tid at overbevise markedet, og vi forventer derfor ikke, at aktien skyder i vejret på den korte bane. Første step i at overbevise markedet er at fortsætte det vækstmæssige momentum Genmab oplevet pt. samt fortsætte med positive data-annonceringer. Fundamentalt anser vi Genmab som en god investeringscase som er markant undervurderet, og vurderer at markedet på det nuværende kursniveau får hele pipelinen gratis. Risikoen for patent-udløbet er dog tilstede, hvor Genmab selv vurderer, at kerneprodukterne Epkinly, RINA-S og acasunlimab skal trække store dele af læsset, mens resten skal dækkes af den øvrige pipeline og potentielle opkøb. Fokus i andet halvår bliver på yderligere udrulning og godkendelser af Epcoritamab, opstart af flere fase 3-studier med Rina-S og fase 2-data for Acasunlimab (anti-PD-L1) i NSCLC.

## Risikofaktorer

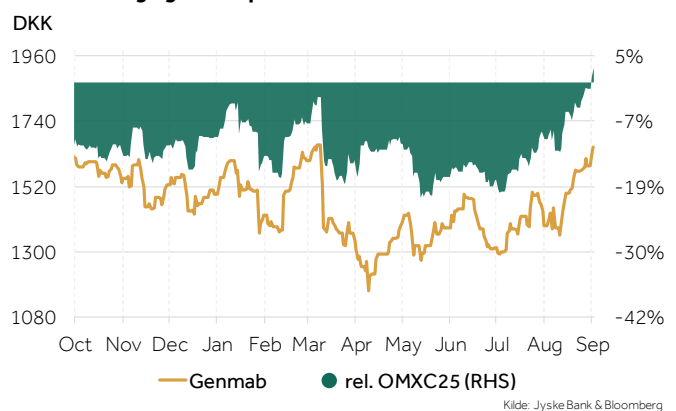
- Negative resultater fra kliniske studier, særligt i relation til Epcoritamab, HexaBody-CD38.
- Stærke studieresultater fra konkurrenterne.
- Uventet hård konkurrence fra bl.a. Scarlisa i knoglemarvskræft eller Roches glofitamab i non-Hodgkin-lymfom.
- Større end forventet omkostningsstigninger fra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

## Genmab

## Køb

|                     |  |
|---------------------|--|
| Analytiker          | Henrik Hallengreen Laustsen            |
| Titel               | Senior Aktieanalytiker, Jyske Bank A/S |
| Sektor              | Sundhed                                |
| Risiko              | Høj                                    |
| 12-m. kursmål (DKK) | 2000                                   |

## Kursudvikling og relativ performance



# GN Store Nord

## Investeringscase

Markedet for høreapparater er kendetegnet ved stabil volumenvækst, der er relativt modstandsdygtig over for en økonomisk opbremsning. Vi forventer, at styksalget af høreapparater vil vokse med 4-6% om året på tværs af de økonomiske konjunkturer, og med lanceringen af ReSound Vivia vurderer vi, at GN står godt positioneret til at tage markedsandele i 2025. Markedet for headsets er fortsat udfordrende, og makroøkonomisk usikkerhed har fået kunderne til at holde igen og reducere lagrene. Samtidig har GN valgt midlertidigt at bremse salget til USA på grund af de stigende toldsats, hvilket rammer omsætningen i 2025. Det ventede opsving ser således ud til at blive rykket ind i 2026. Vi har dog fortsat tiltro til det langsigtede potentiale i både Enterprise og Hearing-forretningen, hvilket ikke er afspejlet i prissætningen.

## Risikofaktorer

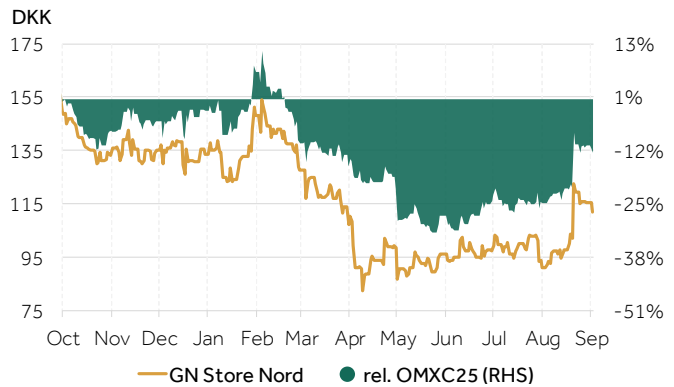
- Makroøkonomisk usikkerhed.
- Ændringer i tilskudsordninger og anden politisk regulering.
- Stigende konkurrence.
- Mangel på komponenter og flaskehalse i de globale forsyningskæder.
- Høj gæld i kølvandet på opkøbet af SteelSeries.
- Patentrisiko.

## GN Store Nord

**Køb**

|                     |   |
|---------------------|---|
| Analytiker          | Janne Vincent Kjær                                |
| Titel               | analytiker, Senior Vice President, Jyske Bank A/S |
| Sektor              | Cyklisk forbrug                                   |
| Risiko              | Høj   |
| 12-m. kursmål (DKK) | 145   |

## Kursudvikling og relativ performance



# ISS

## Investeringscase

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

## Risikofaktorer

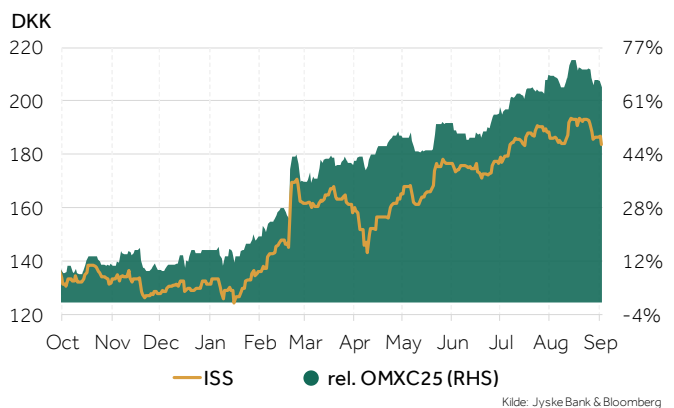
- Risiko for nedgang i den globale økonomiske vækst, der påvirker den mere cykliske del af forretningen.
- En nedgang i væksten på emerging markets, som leverer vækst og driftsmarginer over gennemsnittet.
- Øget konkurrence, især i single service-markedet, som har relativt lave adgangsbarrierer.
- Nedadgående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

## ISS

**Køb**

|                     |  |
|---------------------|--|
| Analytiker          | Anders Haulund Vollesen                |
| Titel               | Senior Aktieanalytiker, Jyske Bank A/S |
| Sektor              | Industri                               |
| Risiko              | Lav                                    |
| 12-m. kursmål (DKK) | 210                                    |

## Kursudvikling og relativ performance



# Netcompany

## Investeringscase

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

## Risikofaktorer

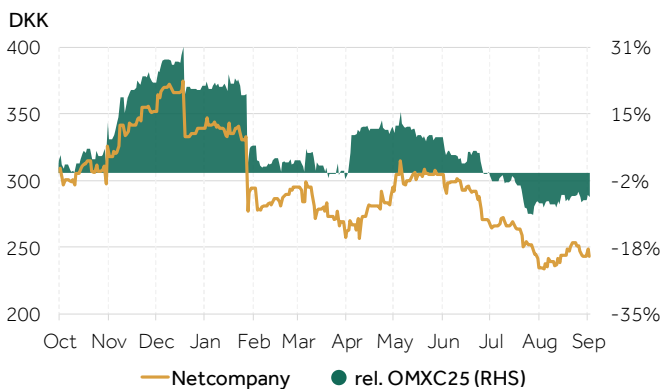
- Manglende evne til at tiltrække nyuddannede talenter.
- Betydelige fejl på IT-projekter med imageskade og lav win-rate til følge.
- Manglende evne til at løfte marginerne i udlandet til niveauet i Danmark.
- Øget kompleksitet i organisationen og lavere profitabilitet til følge.

## Netcompany

**Køb**

|                     |  |
|---------------------|--|
| Analytiker          | Anders Haulund Vollesen                |
| Titel               | Senior Aktieanalytiker, Jyske Bank A/S |
| Sektor              | IT                                     |
| Risiko              | Mellem                                 |
| 12-m. kursmål (DKK) | 325                                    |

## Kursudvikling og relativ performance



# NKT

## Investeringscase

NKT står med kapacitetsudvidelsen i Karlskrona godt positioneret til at få andel i det attraktive vækstpoteiale, der er på højspændingsmarkedet frem mod 2030. Vi forventer, at der årligt vil blive tildelt ordrer på over EUR 10 mia., understøttet af den igangværende udbygning af elnettet og målsætningen om, at øge andelen af vedvarende energi. Efterspørgslen forventes således at overstige højspændingskapaciteten på markedet frem mod 2030, hvilket lover godt for kvaliteten af de ordrer, der tages ind. NKT har sikret fuld kapacitetsudnyttelse frem mod 2026 og små 70% af kapaciteten i 2028/29. Samtidig ser prissætningen attraktiv ud, både i forhold til selskabet egen historik og relativt til konkurrenterne. Det er på trods af, at NKT i vores optik står med de mest attraktive vækstudsigter frem mod 2028, hvor vi forventer, at selskabet vil kunne øge omsætningen med over 50% og mere end fordoble indtjeningen.

## Risikofaktorer

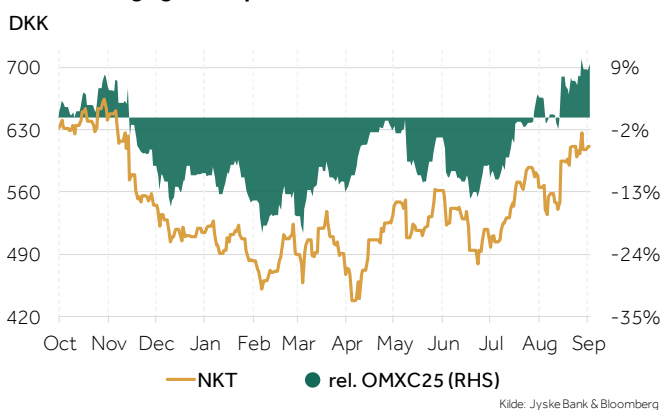
- Problemer med overvæltning af stigende metalpriser på kunderne
- Stigende konkurrence og prispress i markedet
- Lav kapacitetsudnyttelse
- Problemer i eksekveringen af projekterne
- Udfordringer med indkøringen af den nye kapacitet
- Integrationen af SolidAI
- Økonomisk afmatning

## NKT

**Køb**

|                     |   |
|---------------------|---|
| Analytiker          | Janne Vincent Kjær                                |
| Titel               | analytiker, Senior Vice President, Jyske Bank A/S |
| Sektor              | Industri  |
| Risiko              | Høj   |
| 12-m. kursmål (DKK) | 670   |

## Kursudvikling og relativ performance



# Nordea

## Investeringscase

Med afsæt i det flotte forretningsmomentum, Nordea har realiseret de seneste år, samt en overbevisende eksekvering på det seneste transformationsprogram, ser vi det som realistisk, at Nordea når tæt på eller i mål med deres 2025-målsætninger. Lykkes dette, vil det bringe banken op blandt de mest profitable storbanker i Norden - og med et rimeligt udlodningspotentiale undervejs. Nordeas skalafordelen 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 skalafordelen, som vil kunne øge profitabiliteten yderligere.

## Risikofaktorer

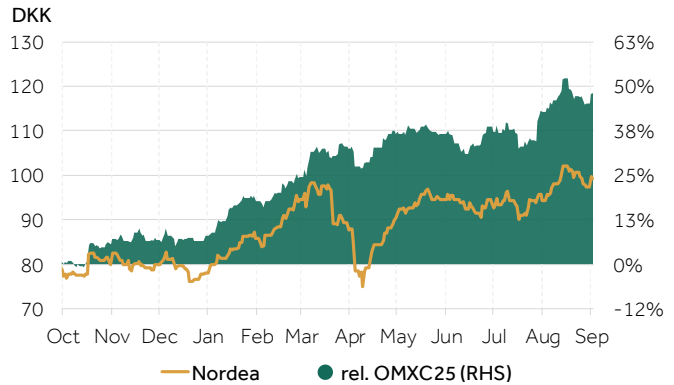
- 2025-plan overholder ikke budget eller bliver forsinket.
- Negativ medieomtale og fortsat faldende kundetilfredshed.
- Forværring af makroøkonomisk udvikling i Norden med negative konsekvenser for både kreditkvalitet og indtægter.
- Flere regulatoriske tiltag med negativ indvirkning på den finansielle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

## Nordea

Køb

|                     |  |
|---------------------|--|
| Analytiker          | Anders Haulund Vollesen                |
| Titel               | Senior Aktieanalytiker, Jyske Bank A/S |
| Sektor              | Finans                                 |
| Risiko              | Mellem                                 |
| 12-m. kursmål (DKK) | 105                                    |

## Kursudvikling og relativ performance



# Novo Nordisk

## Investeringscase

Pres fra compounders, nedjusteringer, en ny CEO, prispres, toldrisiko og CagriSema-resultater, der ikke levede op til forventningerne, har lagt pres på Novo Nordisk-aktien det sidste år. De kortsigtede risici har fyldt meget hos investorerne, og et fremtidigt stemningsskifte kan tage tid, men skal skabes af 1) fremgang i antallet af recepter som følge af mindre konkurrence fra compounders (kopiprodukter) – vækstfremgang er essentielt i investerings-casen og skal drives af øget salg i "Cash Channel" via samarbejder (Ro, LifeMD m.fl.), øget salg fra sundhedsforsikringsselskaberne, CVS og Cigna samt generelt øget kommercielt fokus (medvind fra MASH-godkendelse), 2) en afklaring på toldrisikoen eller 3) positive studie-resultater fra EVOKE-studiet i Alzheimers (4. kvartal 2025) eller head to head studiet mellem CagriSema og Zepbound (1. kvartal 2026). På trods af den kortsigtede usikkerhed vurderer vi, at vækstpotentialet er fortsat attraktivt (dog lavere end tidligere forventet), pipelinen er stærk, og kapacitetsmæssigt er Novo i førersædet. Novo har en af de mest attraktive vækstprofiler blandt medicinalsekskaberne og en historisk attraktiv værdiansættelse. Vurderet ud fra kursreaktionen det sidste år, så kunne man jo godt få en forventning om, at væksten forventes at være bragende negativ, men det er altså ikke det scenarie, vi ser ind i.

## Risikofaktorer

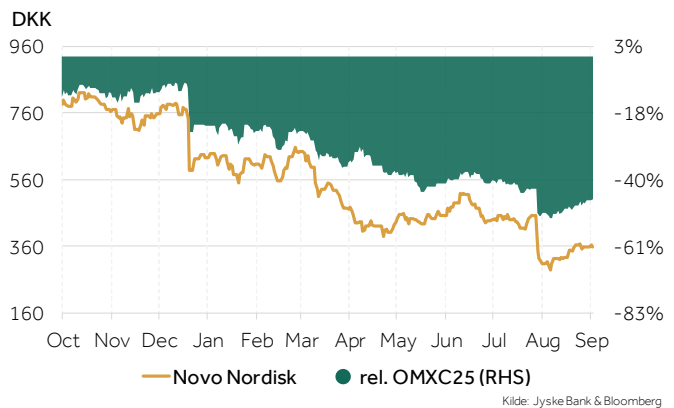
- Hurtigere end forventet udrulning af Mounjaro presser væksten i Ozempic i diabetes og/eller Wegovy for fedme, hvis de anvendes off-label.
- Værre end forventet prispres pga. f.eks. regulering, biosimilær konkurrence, patentudløb.
- Skuffende markedsvækst for væksthåbene i GLP-1 og/eller

## Novo Nordisk

Køb

|                     |  |
|---------------------|--|
| Analytiker          | Henrik Hallengreen Laustsen            |
| Titel               | Senior Aktieanalytiker, Jyske Bank A/S |
| Sektor              | Sundhed                                |
| Risiko              | Lav                                    |
| 12-m. kursmål (DKK) | 525                                    |

## Kursudvikling og relativ performance



# Novonesis

## Investeringscase

Med en velgennemført fusion vil et forstærket fokus på at høste frugterne af de mange megatrends, som Novonesis er eksponeret mod, gøre selskabet i stand til at fortsætte vækstevenetyret i de kommende år. Novonesis' væksteventyr vil i de kommende år blandt andet være understøttet af den stigende efterspørgsel på bæredygtige og naturlige biologiske løsninger, hvor selskabet qua deres stærke kunderelationer, enorme biologiske værktøjskasse – med mere end 10.000 aktive patenter og 100.000+ enzym- og mikrobielle stammer – et solidt ry, en enorm produktionskapacitet og et konstant fokus på at optimere og udbygge kompetencer har en stærk konkurrencemæssig fordel. Vi er overbeviste om, at selskabets vækst- og marginprofil fortsat vil være blandt den højeste på tværs af industrien, hvilket bør være understøttende for, at aktien fortsat handler med en signifikant værdiansættelsespræmie relativt til industrigruppen, også højere end historiske niveauer.

## Risikofaktorer

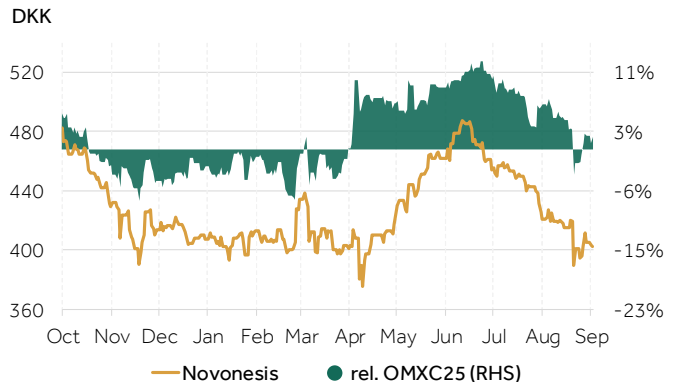
- Udeblivende effekt og svagere end ventet eksekvering af strategi- og integrationsplan.
- Fejlslagen produktudvikling og forsinkede lanceringer af nye produkter og løsninger.
- Svækkelse af hovedvalutaerne USD, EUR og CNY.
- Langsommere end ventet vækst og forværring af kundernes underliggende markeder.
- Langsommere end ventet penetrering på Emerging Markets

## Novonesis

## Køb

|                     |  |
|---------------------|--|
| Analytiker          | Haider Anjum                           |
| Titel               | Senior Aktieanalytiker, Jyske Bank A/S |
| Sektor              | Materialer                             |
| Risiko              | Mellem                                 |
| 12-m. kursmål (DKK) | 550                                    |

## Kursudvikling og relativ performance



# Pandora

## Investeringscase

Smykkesalget har været overraskende robust på trods af makroøkonomisk modvind gennem de sidste par år, hvor Pandora har formået at tage markedsandele. Det vidner om, at de markedsføringskampagner, som selskabet har iværksat, har virket yderst effektivt, og at Pandora med lanceringen af nye, mere klassiske kollektioner har formået at trække flere kunder ind i deres butikker. På kort sigt kan den faldende forbrugertillid i USA påvirke salget negativt, ligesom de stigende sølvpriser og højere toldafgifter lægger pres på indtjeningen. Pandora har dog tidligere bevist, at de kan styre flot igennem tider med makroøkonomisk modvind, hvor salget har vist sig at være mere modstandsdygtigt, end vi umiddelbart havde frygtet. Vi vil således benytte den seneste tids kursfald til at købe op i aktien i forventning om en bedring i vækstmomentum i 2. halvår.

## Risikofaktorer

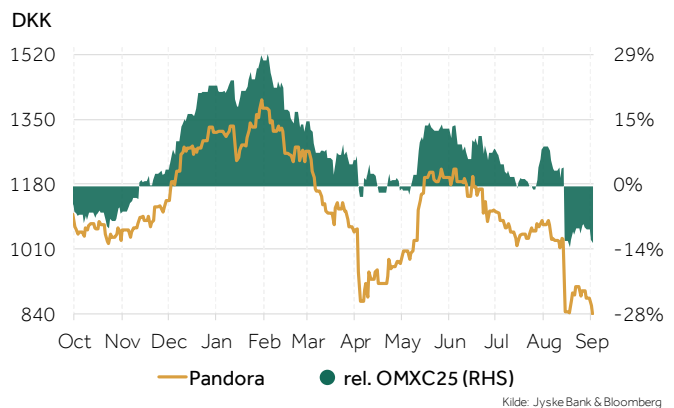
- En normalisering i smykkesalget i USA.
- Risiko relateret til lanceringen af nye produkter.
- Markedet for charms bliver mættet.
- Stigende sølvpriser og toldafgifter på varer fra Thailand
- En aggressiv udbygning af butiksnettet kan cannalisere omsætningen i de eksisterende butikker.
- Kopiprodukter, faldende kundetrafik og stigende guld- og sølvpriser.

## Pandora

## Køb

|                     |   |
|---------------------|---|
| Analytiker          | Janne Vincent Kjær                                |
| Titel               | analytiker, Senior Vice President, Jyske Bank A/S |
| Sektor              | Cyklisk forbrug                                   |
| Risiko              | Høj   |
| 12-m. kursmål (DKK) | 1150  |

## Kursudvikling og relativ performance



# Rockwool

## Investeringscase

Efterspørgslen efter stenuld er drevet af en række langsigtede trends, der er med til at understøtte efterspørgslen efter Rockwools produkter på længere sigt. Blandt de vigtigste kan nævnes 1) et øget fokus på energieffektivitet, hvor 40% af energiforbruget i EU kommer fra bygninger; 2) et øget fokus på brandsikkerhed; 3) en øget urbanisering og 4) en substitution væk fra plastikbaserede materialer over imod mere naturlige produkter som stenuld. På kort sigt vil nybygningsaktiviteten i Europa fortsat være svag, hvor særligt det private boligbyggeri er negativt påvirket af de høje renter. Vi vurderer dog, at det værste er ved at være overstået, men den ventede bedring i nybygningsaktiviteten lader vente på sig, og de makroøkonomiske svaghestegn i Europa er umiddelbart ikke godt nyt for Rockwool. Samtidig er aktien kørt stærkt, og vi ser derfor ikke længere noget nævneværdigt upside i aktien, medmindre det lykkes Rockwool at øge profitabiliteten yderligere, i takt med at volumen bedres. Vi vil dog være varsom med at indregne en væsentlig højere indtjeningssevne gående fremad, da lønsomheden i forvejen ligger på et rekordhøjt niveau.

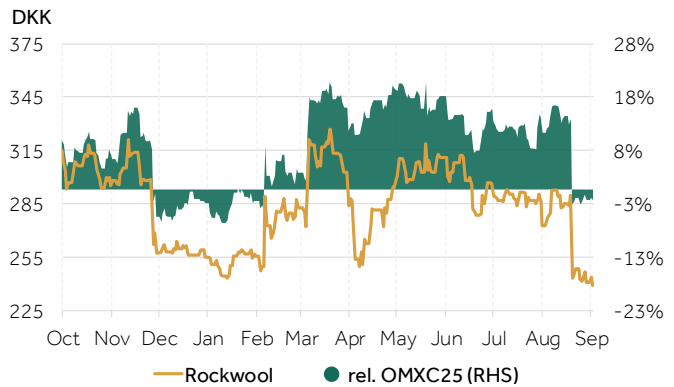
## Risikofaktorer

- Opbremsning i den globale vækst.
- Stigende renter påvirker nybygningsaktiviteten negativt.
- Lav kapacitetsudnyttelse vil lægge pres på margin.
- Prispres i markedet.
- Stigende inputpriser, herunder prisen på koks og energi samt højere transportomkostninger.
- Valutakurs udsving, herunder GBP, RUB og USD.

## Rockwool

| Rockwool            |   | Hold |
|---------------------|---|------|
| Analytiker          | Janne Vincent Kjær                                |      |
| Titel               | analytiker, Senior Vice President, Jyske Bank A/S |      |
| Sektor              | Industri  |      |
| Risiko              | Mellem  |      |
| 12-m. kursmål (DKK) | 265   |      |

## Kursudvikling og relativ performance



# Royal Unibrew

## Investeringscase

Svag start på 2025 kan udfordre aktiens momentum, særligt set i lyset af at konkurrenterne klarede sig relativt bedre, uden at imponere. Vi ser dog fortsat ingen større bekymringer i investeringscasen og fastholder vores neutrale syn på aktien. Vi anser fortsat Royal Unibrew som en sund forretning, men fokus på vækstkategoriene inden for drikkevaresegmentet, og som over de kommende år fortsat vil nyde godt af yderligere integration af Vrumona og San Giorgio, hvilket vil styrke indtjeningsvæksten i de kommende år. På den korte bane kan aktien styrkes af investorenes søgen mod mere stabile og defensive aktier i en periode præget af uro på aktiemarkederne. Modsat hæmmes potentialet af det udfordrende makroøkonomiske miljø, der lægger pres på forbrugerne (Unibrew muligvis hårdere ramt end konkurrenterne), og vi vurderer, at der er bedre investeringsmuligheder blandt de øvrige bryggeriaktier.

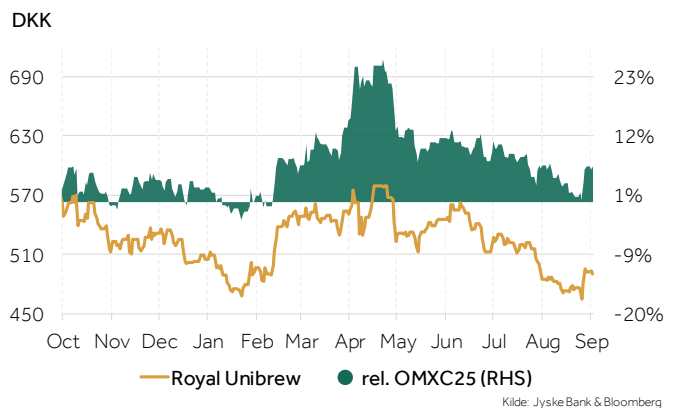
## Risikofaktorer

- 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.

## Royal Unibrew

| Royal Unibrew       |  | Hold |
|---------------------|--|------|
| Analytiker          | Haider Anjum                           |      |
| Titel               | Senior Aktieanalytiker, Jyske Bank A/S |      |
| Sektor              | Stabilt forbrug                        |      |
| Risiko              | Mellem                                 |      |
| 12-m. kursmål (DKK) | 590                                    |      |

## Kursudvikling og relativ performance



# Tomra

## Investeringscase

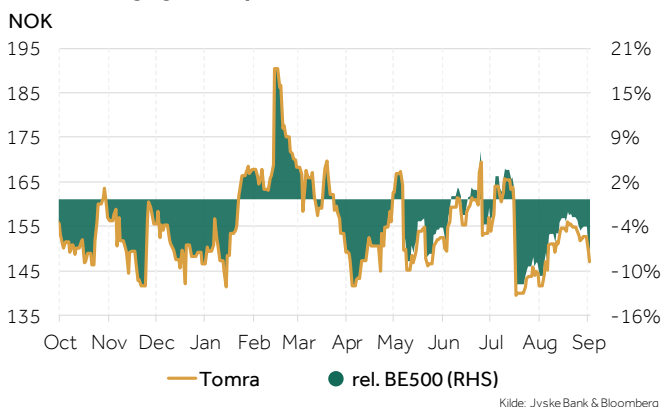
En svag start på 2025, hvor toldkrigen har hæmmet kundernes investeringslyst, primært i Recycling. Det langsigtede potentiale er blevet styrket med implementeringen af PPWR-lovgivningen i EU. Collection startede forsigtigt, men har udsigt til endnu et godt år i 2025. Food ser ud til at være på vej frem. Toldkrigen hæmmer vækstudsigterne på den korte bane og hæmmer fremgangen i 2025, men vi anser risk/reward og aktiens prissætning som gunstig. På den lange bane ser vi fortsat potentiale i Tomra, hvor særligt EU's nye forordning om emballage og emballageaffald (PPWR) øger sikkerheden for vækst i Collection og Recycling, hvor Tomra, som er markedsleder, står stærkt i forhold til at udnytte vækstmulighederne. Vi anser fortsat Tomra som et kvalitets-selskab med en attraktiv grøn klima-profil, stærke vækstudsigter og en dominerende markedsposition. Investorer i Tomra skal have et meget langsigtet fokus og ikke bekymre sig om kvartalsvise udsving.

## Risikofaktorer

- Udskydelse eller annullering ved indførelse af pantregler i nye lande.
- Ordreindgangen i Recycling skuffer, som følge af makroøkonomisk usikkerhed.
- Relativ høj værdiansættelse giver risiko for skuffelser.
- Fortsat høj rente- og inflationsfrygt gør, at investorerne søger mod Value-aktier frem for ESG-aktier (og momentum).
- NOK- svækkelse overfor både EUR og USD.

| Tomra               | Køb                                    |
|---------------------|--|
| Analytiker          | Henrik Hallengreen Laustsen            |
| Titel               | Senior Aktieanalytiker, Jyske Bank A/S |
| Sektor              | Industri                               |
| Risiko              | Høj                                    |
| 12-m. kursmål (NOK) | 190                                    |

### Kursudvikling og relativ performance



# Tryg

## Investeringscase

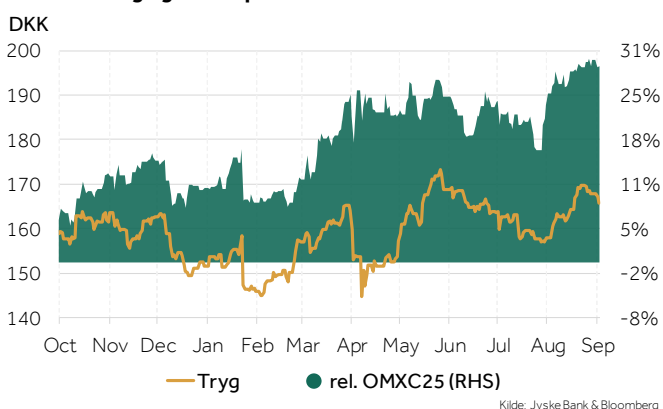
Attraktiviteten af Trygs stabile forretningsmodel, solide vækstudsigter i flere af Trygs segmenter og et strategisk fornuftigt og værdiskabende opkøb af RSA/Codan er ikke til at komme udenom. Det kan dog blive svært for Tryg at overraske eller overgå markedets forventninger, både på forsikringsdriften i 2025, og perspektiverne for vækst, indtjening og udlodning i den næste strategiske periode fra 2025 til 2027, som blev præsenteret på kapitalmarkedsdagen i december. Tryg er ikke dyrt prisen fastsat målt på en 12 mdr. fremadskuende P/E-multipel, hverken ift. egen historik eller relativt til peer-gruppen, og vi mener også, at en præmie til peer-gruppen bør være berettiget. Dette, sammenholdt med stabile, men moderate, vækstudsigter gør, at vi ser afkastpotentialet som behersket positivt i øjeblikket.

## Risikofaktorer

- Skadesinflation (størrelse/frekvens) større end prisstigninger, særligt i relation til bilforsikringer.
- Valutakursbevægelser (norske og svenske kroner).
- Vedvarende højt niveau af vejrelaterede skader
- Lavere investeringsafkast i takt med en normalisering af afkastet på f.eks. aktier.
- Lavere afløbsresultat.

| Tryg                | Hold                                   |
|---------------------|--|
| Analytiker          | Anders Haulund Vollesen                |
| Titel               | Senior Aktieanalytiker, Jyske Bank A/S |
| Sektor              | Finans                                 |
| Risiko              | Lav                                    |
| 12-m. kursmål (DKK) | 170                                    |

### Kursudvikling og relativ performance



## 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 informationers 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 medmindre andet er anført. Analyserne 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 (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 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. Vi revurderer løbende vores anbefalinger. Det afgørende for, hvornår vi ændrer en anbefaling fra Køb eller Stærk Køb til Hold eller Sælg, vil være analytikernes vurdering af selskabet.

Jyske Bank anvender en eller flere af følgende modeller:

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

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

hvor

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

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

EV = Estimeret værdi (både egenkapital og rentebærende gæld)

- Dividendemodell: I enkelte tilfælde anvendes en dividendemodell til bestemmelse af selskabets fundamentale værdi. Ifølge denne modell er værdien af et selskab den 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 estimatændringer 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 enkeltsselskaber

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

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

Kilde: Jyske Bank

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

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

#### Opdatering af analysen

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

#### Risiko

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

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

#### Afkast og kursudvikling

De i analysen vurderede fremtidige og historiske afkast er afkast før omkostninger og skattemæssige forhold, da afkast efter omkostninger og skattemæssige forhold, vil være individuelt afhængig af kunde-, opbevarings-, volumen-, 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.

#### MSCI disclaimer

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

#### Flere informationer

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

Læs mere omkring vigtig investorinformation i forhold til Jyske Banks analyser og anbefalinger på [jyskebank.dk/investorinformation](https://jyskebank.dk/investorinformation).