

30/06/2023 09:38

Danske Aktier



Indholdsfortegnelse

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

Danske Aktier udkommer ikke i juli grundet ferie.

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 Høllengreen Laustsen, Senior Analyst, Equity Research

Morten Holm Enggaard, Senior Analyst, Equity Research

Anders Haulund Vollesen, Senior Analyst, Equity Research

Kristian Alexander Bessmann, Analyst & Copywriter, Equity Research

Flyvere: Størst potentiale på kort sigt

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.

Danske Bank

- Danske Bank fremlagde nogle ambitiøse økonomiske målsætninger på kapitalmarkedsdagen i juni. Banken vil forrente egenkapitalen med mindst 13% og udlodde over 50 mia. DKK frem mod 2026.
- Banken planlægger desuden at frasælge deres Norske privatkundeforretning, hvilket vi anslår kunne indbringe 6 mia. DKK.

Netcompany

- På selskabets kapitalmarkedsdag fremlagde Netcompany planer om at opnå 11% årlig vækst de næste par år, samt en ambition om at hæve den faldne indtjeningsmargin tilbage over 20%.
- Ledelsen venter selskabets gæld nedbragt med 1/3 i 2023 og har for mål at udlodde 2 mia. DKK til aktionærerne.

Coloplast

- Vi venter at se en bedring i det kinesiske marked i Coloplasts 2. kvartals regnskab. Her har genåbningen efter COVID-lockdowns givet medvind.
- I de øvrige dele af forretningen tøffer væksten afsted planmæssigt.

Dykkere: Mindst potentiale på kort sigt

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

Vestas

- Udsigt til endnu et udfordrende kvartal hvor indtjeningsmarginen forventes at falde ned i negativt territorium.
- Den amerikanske skatterabatordning kan give et boost til ordreindgangen, men ordrene lader vente på sig, hvilket risikerer at påvirke aktivitetsniveauet i 2024.
- Ordreindgangen i kvartalet har været svag, hvorfor estimerne formentlig vil blive nedjusteret.

Royal Unibrew

- Aktien har haft en god start på 2023 og er løbet foran den underliggende bedring i selskabet.
- Udfordringer i Italien og Afrika spøger stadig

A.P. Møller - Mærsk

De høje fragtrater er fortid

- Slut med høje corona-fragtrater
- Fragtraterne faldt svagt, mens volumen flader ud
- Fortsætter investeringer i metanolskib

Slut med høje corona-fragtrater

Samlet set er vi svagt negative op til 2. kvartals regnskab. Mærsk oplever fortsat stærkt faldende volumen. De forventer fortsat en genopretning af volumen i anden halvdel af 2023, men med ca. 2 måneders fremsyn har de stadig ikke set en trend i den retning. Genforhandlingen af kontrakterne på Asia-Pacific er gennemført i kvartalet, og ligger nu lidt over nuværende spotrater. Dermed er dette det sidste kvartal, med høje fragtrater efter Corona. De fleste rederier er tabsgivende i øjeblikket, men Mærsk er bedre stillet, da de har været tilbageholdende med langsigtet charter leasing. Vi forventer fortsat, at Mærsk kan levere deres 2023-mål (driftsresultat USD 8-11 mia.). Vores estimat er USD 9,4 mia.

Fragtraterne faldt svagt, mens volumen flader ud

Juni måned bød på faldende fragtrater. Normalt er efterspørgslen i maj/juni højere grundet lageropbygning før ferisesæsonen. De faldende fragtrater tyder dog på, at virksomhedernes lagre stadig er høje, men vi venter stadig ikke, at fragtraterne vil stige eller falde markant herfra, da rederierne har reduceret kapaciteten for at imødegå den faldende efterspørgsel. Volumen ser da også ud til at flade ud og stige igen i 2. halvår af 2023.

Fortsætter investeringer i metanolskibe

Som erstatning af eksisterende skibe, køber Mærsk 6 skibe med mulighed for at sejle på både metanol og traditionel bunkerolie. Skibene får samme størrelse som de nuværende skibe med en kapacitet på 9,000 containere og bliver leveret i 2026-27.

Investeringscase

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

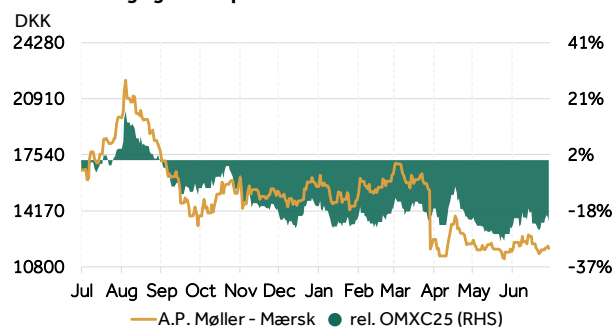
Udvalgte nøgletal

USDm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	81.529	51.930	50.061	52.464
Res. Primær drift	30.860	2.321	1.336	1.202
Nettoresultat	29.321	1.792	493	369
Balance sum	93.680	91.619	90.785	90.779
Egenkapital	65.032	63.829	61.927	62.717
Indtjening per aktie (USD)	1.600,0	686,5	188,7	141,5
Udbytte per aktie (USD)	640,0	274,6	94,4	70,8
P/E (x)	1,3	2,5	9,2	12,2
K/I (x)	1,6	0,5	0,5	0,5

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

A.P. Møller - Mærsk		Køb
Sektor		Industri
Risiko		Mellem
12-m. kursmål (DKK)		17000
Lukkekurs (DKK)		11885
Markedsværdi (DKK mio.)		207.452
Jyske Quant		Q1
Value score		Q1
Quality score		Q1
Momentum score		Q3

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Morten Holm Enggaard, Research

Alm. Brand

Stille afslutning på 2. kvartal

- Vi forventer et kønnere 2. kvartal end hvad vi så i det 1.
- Udsigt til positivt investeringsresultat i 2. kvartal
- Skybrud er aldrig godt nyt, men ingen grund til alarm

Vi forventer et kønnere 2. kvartal end hvad vi så i det 1.

Det har været småt med nyheder der påvirker Alm. Brand nævneværdigt i juni. Det betyder naturligvis ikke at Alm. Brand står i tomgang, og arbejdet med at modsvare inflationsniveauet gennem præmiestigninger og synergihøst ifm. opkøbet af Codan fortsætter ufortrødent. Vi forventer desuden et kønnere billede af Alm. Brand når vi ser deres regnskab for 2. kvartal, især set i forhold til det skuffende og lidt mudrede 1. kvartalsregnskab. Sløret bliver dog først løftet for 2. kvartal i august måned, og derudover har vi væbnet os med tålmodighed, Alm. Brand er en langsigtet investering.

Udsigt til positivt investeringsresultat i 2. kvartal

Derudover står kapitalmarkederne naturligvis heller ikke stille, og ud fra de seneste måneders udvikling på markederne forventer vi et lille, men positivt, afkast på Alm. Brands investeringsportefølje i 2. kvartal.

Skybrud er aldrig godt nyt, men ingen grund til alarm

Vejret har været lidt blandet i juni, først med tørke i Danmark og så kraftige skybrud over store dele af landet sidst på måneden. Det øger risikoen for flere vejrelaterede skader, men vi forventer ikke i øjeblikket at det får en betydelig indvirkning på resultatet.

Investeringscase

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

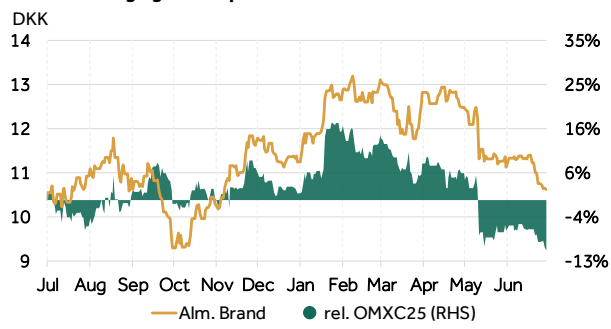
Udvalgte nøgletal

DKKm	2022	2023E	2024E	2025E
Bruttopræmieindtægter	9.591	11.862	12.396	12.835
Teknisk resultat	1.164	1.475	1.815	2.074
Nettoresultat	507	697	958	1.248
Balance sum	36.869	17.709	41.166	41.902
Egenkapital	13.765	13.496	13.144	13.005
Indtjening per aktie (DKK)	0,3	0,5	0,6	0,8
Udbytte per aktie	0,3	0,8	0,9	0,9
P/E (x)	37,2	24	17	13
K/I (x)	1,4	1,2	1,2	1,3

Kilde: Jyske Bank & Alm. Brand

Alm. Brand	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	16
Lukkekurs (DKK)	10,63
Markedsværdi (DKK mio.)	16.382
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

Carlsberg

Skyerne trækker sig

- Et blandet 2. kvartal i sigte for Carlsberg
- Salget af russisk forretning nærmer sig

Et blandet 2. kvartal i sigte for Carlsberg

Carlsberg oplever et meget blandet adfærd hos forbrugerne skabet usikkerhed omkring forventningerne for 2023. På trods af stor usikkerhed forventer vi, at Carlsberg indsnævrer forventningerne til 2023. Vesteuropa byder på lidt faldende volumen, drevet af udfordret vej i kvartalets første to måneder og udfordringer i Polen og UK, delvist modvejet af godt vejr i Norden i juni måned. Central- og Østeuropa er under pres, men Asien forventes godt, hvor Kina fortsætter fremad. Modsat er ølmarkedet i Vietnam udfordret. Derudover har Carlsberg meddelt at Jakob Aarup-Andersen (tidligere ISS-direktør) starter som direktør 1. september.

Salget af russisk forretning nærmer sig

Carlsberg kom tættere på et salg af deres forretning i Rusland med underskrift af en salgsaftale. Nyheden var sparsom med information, da hverken beløb, køber eller tidslinje kunne oplyses. Salget er nu ude af Carlsbergs hænder, og ligger til godkendelse fra de russiske myndigheder. Carlsberg har opgjort værdien af aktiverne til 11,6 mia. kroner, efter at have nedskrevet aktiverne med 9,5 mia. Det kan dog ikke udelukkes at værdien op- eller nedjusteres yderligere.

Investeringscase

En stærk start på 2023 ændrer ikke på, at 2023 bliver et udfordrende og spændende år for bryggerierne, hvor de største risici er de europæiske forbrugeres forbrugsmønstre som følge af inflationen og makroøkonomisk usikkerhed. Yderligere forventes EBIT-væksten at blive back-end loaded som følge af modvind fra råvarepriserne, som er hårdere i 1. halvår end i 2. Stærk kursperformance i år, en fair værdiansættelse, minimal upside til konsensus samt usikkerhederne omkring forbrugernes reaktioner på prisstigninger betyder, at vi ser et positivt, men begrænset afkastpotentiale i aktien. Afkastpotentialet i aktien skal drives af fortsat fald i råvare- og energipriserne, tiltagende vækstmomentum i Kina og bedring i forbrugsmønstret i Europa.

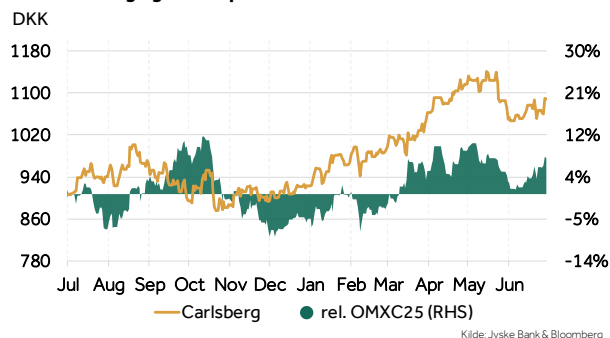
Udvalgte nøgletal

DKKm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	70.265	74.099	77.588	80.908
Res. Primær drift	11.470	11.208	12.292	13.284
Nettoreultat	108	8.330	9.072	9.727
Balance sum	115.341	123.790	125.368	126.841
Egenkapital	34.722	41.887	42.295	42.655
Indtjening per aktie (DKK)	-7,6	50	55	59
Udbytte per aktie	27	27	29	31
P/E (x)	-150	22	20	18
K/I (x)	3,8	3,9	3,9	3,8

Kilde: Jyske Bank & Carlsberg

Carlsberg	Hold
Sektor	Stabilt forbrug
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	1175
Lukkekurs (DKK)	1088
Markedsværdi (DKK mio.)	163.665
Jyske Quant	Q4
Value score	Q2
Quality score	Q4
Momentum score	Q4

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

- Yderligere stigninger i råvare- og energipriserne.
- Markant downtrade blandt forbrugerne.
- Opbremsning 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

Bedring i Kina og væksten

Udsigt til bedring i næste regnskab

Coloplast-aktien har fået en uretfærdig hård medfart (-15%) ovenpå nedjusteringen i maj. En nedjustering som udelukkende skyldes valutamodvind - vækstforventninger i lokal valuta blev løftet. Fremtiden byder på bedring i væksten, drevet af bedring i COVID-situationen i Kina og solid underliggende vækst, mens indtjeningen bør gavnes af faldende fragt- og energipriser, som dog modvirkes af modvind fra valuta. Vækstmæssigt har Kina været i hæmsko siden COVID-19 udbrød, men ordlyden er nu at Coloplast oplever fremgang i antallet af patienter og bedre adgang til hospitalerne, som begge er tilbage på præ-COVID-niveauer - dog halter den gennemsnitlige ordrestørrelse fortsat lidt i bremsen. Det går i den rigtige retning, men Coloplast forventer først at Kina er tilbage på vækstsporet i 2024. I de øvrige dele af forretningen tøffer væksten planmæssigt fremad. I første halvår var Coloplast ramt af restordre i både Kontinens og sårpleje. Udfordringerne i Kontinens er løst, mens sårpleje trækker spor ind i 3. kvartal, men forventes løst i løbet af andet halvår.

Investeringscase

På trods af et skuffende regnskab for 2. kvartal er der udsigt til både vækst- og indtjeningsfremgang i 2. halvår 2023 og i 2024. Fremgangen i andet halvår drives af bedring i Kina samt mindre omkostningspres fra bl.a. fragt. I 2024 gavnes væksten af bedring i Kina og stærkt momentum på tværs af forretningsområderne, mens indtjeningen vil styrkes af mindre valutamodvind, ingen engangsomkostninger og faldende elpriser. Tiltagende vækstmomentum og marginfremgang er to af hovedårsagerne til, at vi anser Coloplast som en god investering, på trods af at aktien har gjort det fornuftigt i 2023 – vi ser fortsat potentiale i Coloplast-aktien. Derudover handler aktien fortsat på fair niveauer. Sidst men ikke mindst anses den defensive profil og de gode vækstudsigter som attraktive egenskaber i et aktiemarked, som er præget af uro – særligt af investorer, som foretrækker Kvalitet- frem for Value-eksponering.

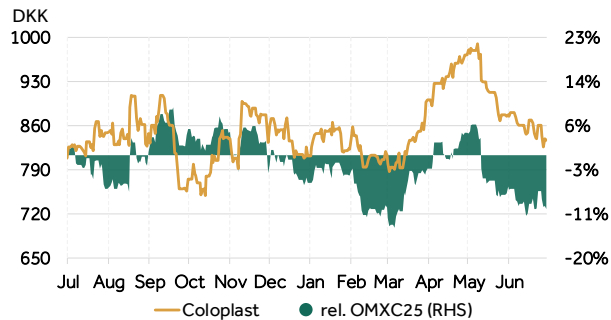
Udvalgte nøgletal

DKKm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	22.579	24.467	26.135	28.247
Res. Primær drift	6.439	6.973	7.775	8.474
Nettoresultat	4.706	4.958	5.413	5.905
Balance sum	51.315	35.086	35.295	35.494
Egenkapital	8.292	8.480	8.609	8.706
Indtjening per aktie (DKK)	22	23	25	28
Udbytte per aktie	19	20	23	25
P/E (x)	38	36	33	30
K/I (x)	22	21	21	21

Kilde: Jyske Bank & Coloplast

Coloplast	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	1045
Lukkekurs (DKK)	836,8
Markedsværdi (DKK mio.)	180.749
Jyske Quant	Q3
Value score	Q4
Quality score	Q3
Momentum score	Q2

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

Coloplast udvikler og sælger produkter og services inden for stomi, kontinens, urologi og sår- og hudpleje i hele verden. Produkterne leveres til hospitaler, institutioner, grossister, apoteker og på enkelte markeder direkte til brugerne. Stomi og kontinens er de to største områder med hhv. 37% og 33% af omsætningen. Sår- og hudpleje, urologi og stemmepleje udgør hhv. 12%, 10% og 7% af omsætningen. Geografisk er Europa størst med 58% af omsætningen, efterfulgt af "øvrige udviklede" med 25% og Emerging Markets med 17%.

Risikofaktorer

- At de ikke kan leve op til egne langsigtede 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

Ambitiøse udmeldinger

- Ambitiøs målsætning for de næste par år
- Privatkundeforretningen i Norge skal sælges

Ambitiøs målsætning for de næste par år

Danske Bank fremlagde nogle overraskende ambitiøse finansielle målsætninger på kapitalmarkedsdagen, som inkluderer et salg af privatkundeforretningen i Norge, en egenkapitalforrentning på over 13% og dividendeudbetalinger på over DKK 50 mia. frem mod 2026. Vi synes godt om bankens mere fokuserede markedsstrategi. Vi forventer en omkostningsratio i 2026 på 46,5% og forventer en forrentning af egenkapitalen på 12,4% i 2026.

Privatkundeforretningen i Norge skal sælges

Danske Bank oplyste på kapitalmarkedsdagen, at et salg af forretningen med de norske privatkunder vil frigive ca. DKK 6 mia. i allokeret kapital og DKK 45-50 mia. i risikovægtede aktiver. Danske Bank oplyste senest finansielle resultater for de nordiske lande i 2020 (privat og erhverv), og her estimerer vi at banken ved en normaliseret nedskrivningsprocent forrentede den allokerede kapital til privatkundeforretningen med 3-5% efter skat. Dette skete ved en nettorentemargin på 0,65% som de seneste 4 kvartaler er faldet til 0,46%. Der vil naturligvis være synergieffekter at hente for en køber, og vi ser størrelsen af aktiverne som en ret unik købsmulighed, men vi vil være overraskede hvis et salg sker til en pris markant over DKK 6 mia.

Investeringscase

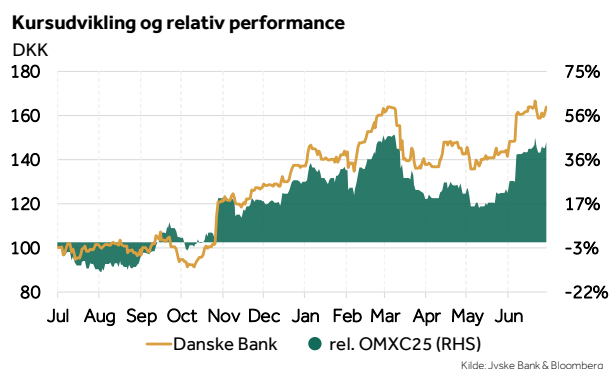
Med en afslutning på Estland-sagen i form af bødebetaling i Danmark og USA kan Danske Bank nu endeligt fokusere tid og kræfter på at genoprette det kommercielle momentum i Danmark og Norden, og slanke omkostningsbasen relativt til konkurrenterne de kommende år. Bankens profitabilitet er i kraftig bedring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

Udvalgte nøgletal

DKKm	2022	2023E	2024E	2025E
Indtj. før skat	-2.284	26.625	28.238	28.391
Nettoresultat	-5.068	20.274	21.461	21.577
Balance sum	3.602.682	3.647.810	3.712.020	3.779.686
Egenkapital	160.318	179.646	178.110	175.200
Indtjening per aktie (DKK)	-5,9	24	25	27
Udbytte per aktie	0,0	15	16	17
P/E (x)	-27	7,0	6,6	6,1
K/I (x)	0,9	0,8	0,8	0,8

Kilde: Jyske Bank & Danske Bank

Danske Bank	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	200
Lukkekurs (DKK)	164,15
Markedsværdi (DKK mio.)	141.528
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

Demant

Udsigt til endnu et stærkt kvartal

- Demant forventes fortsat at tage markedsandele
- Markant fremgang i Veteran Affairs kanalen

Demant forventes fortsat at tage markedsandele

Demant kommer med regnskab d. 16. august. Vi forventer, at det stærke vækstmomentum i Hearing Healthcare vil fortsætte ind i 2. kvartal, understøttet af USA, hvor salget har holdt sig på et højt niveau. Europa halter lidt efter, men Demant fortsætter dog med at tage markedsandele, drevet af lanceringen af Oticon Real og Sonovas tilbagetrækning fra Costco kanalen, der isoleret set har trukket engrossalget af høreapparater op med 5-6% i 1. kvartal. Denne trend forventes at fortsætte ind i 2. kvartal. Vi forventer derfor, at engrossalget af høreapparater vil vokse med en tocifret procentsats, hvilket også er afspejlet i markedet, som venter en organisk vækst på 17%. Omvendt er salget i Communications fortsat svagt. Vi ser dog fortsat mulighed for en opjustering senere på året.

Markant fremgang i Veteran Affairs kanalen

Demants markedsandel i den amerikanske Veteran Affairs-kanal steg 3,6 procentpoint i maj måned til 19,1%, drevet af lanceringen af Oticon Real, der er blevet introduceret til kanalen i maj. Vi havde forventet en pæn fremgang, da tidligere succesfulde lanceringer typisk har resulteret i en fremgang på omkring 5 p.p. Demant har dog gjort det overraskende godt i Veteran Affairs op til lanceringen, hvorfor vi ser fremgangen som fornuftig.

Investeringscase

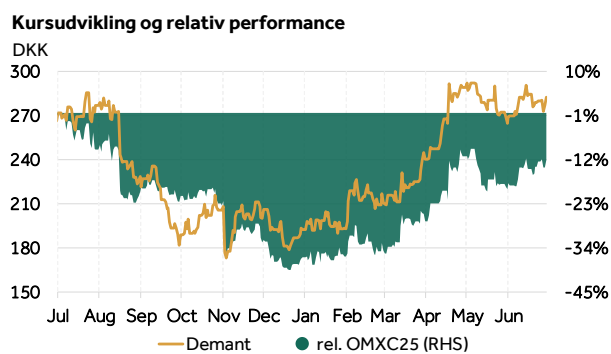
Vi ser Demant som et veldrevet selskab, der står godt positioneret til at drage fordel af et stigende behov for høreapparater, der er understøttet af en stigende andel af ældre og mere socialt aktive seniorer. Antallet af solgte høreapparater forventes at stige med 4-6% om året på tværs af de økonomiske konjunkturer. På kort sigt er der fortsat usikkerhed knyttet til makroøkonomien, men vi forventer, at markedsvæksten holder sig oppe på et fornuftigt niveau, understøttet af en positiv demografisk udvikling og et ophobet behov for høreapparater. Prissætningen begynder dog at se mere fair ud i takt med at markedet har fået genetableret troen på, at markedsvæksten vil vende tilbage til et normaliseret niveau og Demant vil være i stand til at tage markedsandele over den kommende produktcyklus.

Udvalgte nøgletal

DKKm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	19.705	21.872	23.017	24.224
Res. Primær drift	3.207	4.076	4.474	4.789
Nettoresultat	2.084	2.532	2.926	3.169
Egenkapital	8.561	8.784	8.313	7.873
Indtjening per aktie (DKK)	9,2	11	13	15
P/E (x)	30	25	21	19
K/I (x)	7,4	7,2	7,6	8,0

Kilde: Jyske Bank & Demant

Demant	Hold
Sektor	Sundhed
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	300
Lukkekurs (DKK)	282,4
Markedsværdi (DKK mio.)	63.241
Jyske Quant	Q3
Value score	Q4
Quality score	Q2
Momentum score	Q4



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

- Øget makroøkonomisk usikkerhed kan kortvarigt påvirke efterspørgslen efter høreapparater.
- Fortsat fald i gennemsnitsprisen som følge af produktmiks, offentlige licitationer, konsolidering i forhandlerne samt større fokus på pris.
- Fortsat konsolidering i detailledet kan mindske producenternes forhandlingsstyrke.
- Mangel på nye banebrydende high end produkter vil gøre det vanskeligt at hæve priserne.
- Regulering af industrien, hvor der i USA åbnes op for salg af høreapparater i håndkøb fra oktober 2022

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

DSV

Mere af det samme i 2. kvartal

- Mere af det samme i 2. kvartal
- Hjulene ruller på DB Schenker efter sommeren

Mere af det samme i 2. kvartal

Vi har været i dialog med DSV forud for deres regnskab for 2. kvartal '23, der offentliggøres den 25. juli. Samlet set fik vi et svagt negativt indtryk. Overordnet set forventes 2. kvartal at ligne 1. kvartal. DSV forventer stadig, at luftfragtvolmen vil falde med ca. 20% i forhold til samme periode året før, mens søfragt-volmen forventes at være lidt bedre end i 1. kvartal, med et fald på 5-10%. DSV beskriver markedet for luftfragt, og delvist søfragt, som meget konkurrencepræget i øjeblikket, hvilket vil resultere i faldende profitabilitet i kvartalet, dog ikke markant. I den for vejtransporten falder volmen med lave etcifrede tal, men indtjening før renter og skat forventes alligevel at være lidt bedre i 2. kvartal end i 1. kvartal. Solutions-segmentet oplever fortsat lav aktivitet, men de høje lagerbeholdninger mindsker faldet i indtjeningen – indtjeningen i 2. kvartal forventes at være på samme niveau som i 1. kvartal. Vi estimerer at DSV's indtjening for 2023 bliver 18,1 mia. DKK, hvilket er 3% højere end analytikernes forventninger for 2023 (17,6 mia. DKK). DSV forventer stadig et genopsving i volmen i anden halvdel af 2023, selvom de stadig ikke ser en klar tendens i den retning.

Hjulene ruller på DB Schenker efter sommeren

DSV forventer, at salgsprocessen omkring DB Schenker går i gang efter sommerferien. Ingen kan vide, om DSV ender med at købe DB Schenker, men de har gode muligheder, da de har nogle af de højeste marginer blandt de store i branchen, og så har de historisk vist, at de kan skabe værdi gennem opkøb. DB Schenker har ca. samme størrelse som DSV, så det ville være et stort spring for DSV, og det vil gøre dem til verdens største tredjepartsleverandør af transport og logistik.

Investeringscase

DSV er en klar branchevinder, og de kommer til at fortsætte deres imponerende vækst i fremtiden gennem organisk vækst og opkøb. DSV's styrke ligger i deres effektive IT-setup, performancekultur og deres aktionærvenlige samt kompetente ledelse. Det er disse kvaliteter, der har skabt og vil fortsætte med at skabe den vækststrejse, DSV er på.

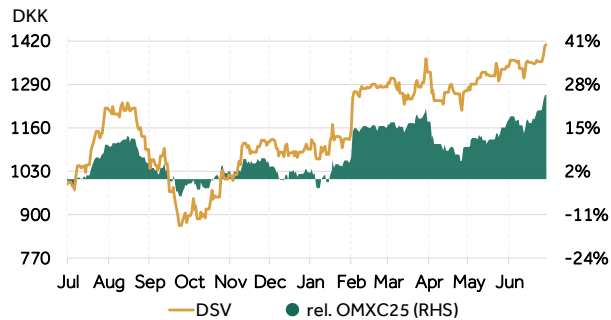
Udvalgte nøgletal

DKKm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	235.655	171.755	171.213	178.076
Res. Primær drift	25.204	18.082	17.741	17.685
Nettoreultat	17.671	12.677	12.418	12.376
Balance sum	159.045	155.446	152.333	149.492
Egenkapital	71.741	67.107	67.069	67.062
Indtjening per aktie (DKK)	84	60	59	59
Udbytte per aktie (DKK)	13	9,0	8,8	8,8
P/E (x)	13	23	24	24
K/I (x)	3,3	4,6	4,6	4,6

Kilde: Jyske Bank & DSV

DSV	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	1550
Lukkekurs (DKK)	1410
Markedsværdi (DKK mio.)	308.790
Jyske Quant	Q1
Value score	Q3
Quality score	Q1
Momentum score	Q2

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Morten Holm Enggaard, Research

Genmab

Lovende Epkinly og positivt studie

- Epkinly er kommet fint fra start
- Positivt nyt fra studie på Epcoritamab

Epkinly er kommet fint fra start

Genmab oplyser, at de første Epkinly er blevet sendt til kunden, men vi skal ikke forvente massivt salg i 2023, da produktet kun er godkendt til 3. linje behandling indtil videre - For 2023 forventer vi et salg på 27 mio. USD. I de næste år vil der være fokus på videreudvikling af Epkinly både i tidligere behandlingslinjer og i nye områder. Genmab beskriver igen Epkinly som det stærkeste produkt i en klasse, der forventes at tage markedsandele. Selskabet investerer i fremtidig vækst, og forsknings- og udviklingsomkostninger vil fortsætte med at stige i de kommende år, i 2023 forventes omkostningerne at være 2 mia. højere end '22. Derudover deler Genmab ønsket om at udvide til immunologi og inflammation. Det ses som en mulighed for at gøre Genmab større og ikke kun fokusere på kræft. Dette sker i første omgang i samarbejdet med argenx. Derudover fortsætter Darzalex med at erobre markedsandele og har nu en samlet markedsandel på 40% i USA mod 33% for et år siden.

Positivt nyt fra studie på Epcoritamab

Genmab præsenterede sidst på måneden et studie med epcoritamab som tredjelinjebehandling af en lymfekræftform. Resultaterne viser en responsrate på 82%. Baseret herpå vil Genmab nu gå i dialog med regulatoriske myndigheder. Mosunetuzumab har allerede samme godkendelse baseret på 80% responsrate. Samtidig er den gennemsnitlige tid, hvor patienten reagerede på behandlingen uden at sygdommen forværredes ikke blev nået, hvilket er positivt. Genmab håber at indsende en ansøgning om godkendelse i løbet af i år.

Investeringscase

Kursfaldet i slutningen af 2022 og starten af 2023 gavner potentialet og risk/reward. Investeringscasen drives fortsat af stærkt Darzalex-salg, lancering af Epcoritamab, samt positive data for Hexabody-CD38 i 2024. Den nære fremtid byder på et lidt begrænset nyhedsflow, men vi anbefaler nu at stige ombord på toget, inden det kører. I 2022 nød aktien godt af markedets fokus på defensive kvalitetsselskaber med positivt momentum, hvilket kan vende tilbage, såfremt markedsuroen vender tilbage

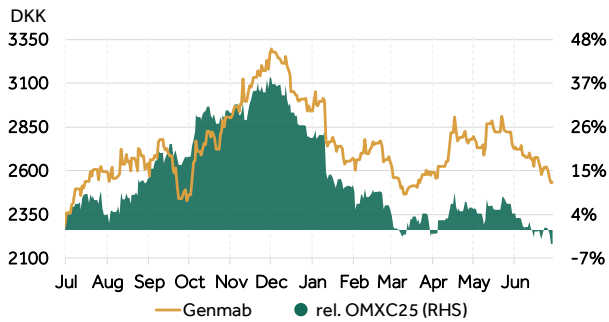
Udvalgte nøgletal

DKKm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	14.595	15.508	18.106	22.047
Res. Primær drift	6.357	5.234	7.061	9.591
Nettoresultat	5.522	4.202	5.639	7.619
Balance sum	30.278	34.757	40.396	48.014
Egenkapital	27.718	31.920	37.559	45.177
Indtjening per aktie (DKK)	84	64	85	116
P/E (x)	32	40	30	22
K/I (x)	7,0	5,2	4,5	3,7

Kilde: Jyske Bank & Genmab

Genmab	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	3225
Lukkekurs (DKK)	2535
Markedsværdi (DKK mio.)	167.407
Jyske Quant	Q2
Value score	Q4
Quality score	Q1
Momentum score	Q1

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

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

2. kv. bliver en blandet gang bolsjer

- Fortsat godt momentum i Hearing
- Audio fortsat udfordret.

Fortsat godt momentum i Hearing

GN kommer med regnskab d. 17. august, hvor fokus vil være på salgsudviklingen i kvartalet. Vi forventer, at høreapparatsmarkedet vil levere pæne vækstrater, trukket op af Kina og USA, hvor salget holder sig oppe på et højt niveau. Det understøtter vores forventninger om, at volumenvæksten er tilbage på den historiske trend på 4-6% om året. GN fortsætter med at tage markedsandele, men vi vil ikke sætte næsen op efter samme høje vækstrater som i 1. kvartal, da salget sidste år var positivt påvirket af en ekstraordinær indtjening Cochlear. Vi ser dog fortsat den lave ende af guidance-intervallet som meget konservativt, da det forudsætter en organisk vækst på 2% i de resterende kvartaler. Det har vi svært ved at se.

Audio fortsat udfordret

Efterspørgselssituationen i Audio er fortsat udfordrende med svaghestegn i Enterprise-delen. Samtidig vil der ikke være samme medvind fra indgåelse af større aftaler og øget promoveringsaktivitet på Consumer-siden. Vi ser derfor en risiko for, at den organiske vækst i 2. kvartal slutter under selskabets guidance-interval for året på 5% til -10%. 2. kvartal er dog klart den sværeste sammenligningsbase, og vi forventer en bedring i 2. halvår. Vi fastholder derfor vores købsanbefaling på aktien, da GN's finansieringsplan mindsker risikoen i aktien betragteligt. Samtidig ser prissætningen yderst attraktiv ud.

Investeringscase

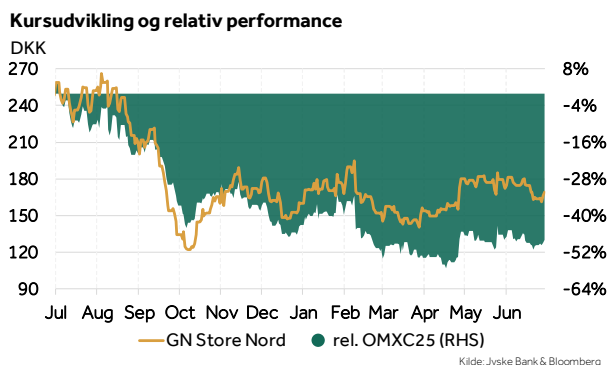
Markedet for høreapparater er kendetegnet ved stabil volumenvækst, der er relativt modstandsdygtig over for en økonomisk opbremsning. Væksten forventes at holde sig på et fornuftigt niveau i 2023, understøttet af en positiv demografisk udvikling og et ophobet behov for høreapparater. Væksten i Audio er dog udfordrende, og vi ser en risiko for, at væksten går hen og bliver negativ i 2023 i takt med at virksomhederne holder igen på deres IT-budgetter. Det er dog afspejlet i guidance og vi har fortsat tiltro til de langsigtede vækstudsigter. Vi ser derfor prissætningen som yderst attraktiv og med den nye finansieringsplan er risikoen i aktien blevet reduceret betragteligt.

Udvalgte nøgletal

DKKm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	18.687	18.900	20.598	22.177
Res. Primær drift	1.111	1.550	2.893	3.444
Nettoreultat	571	905	1.815	2.217
Balance sum	30.080	31.620	33.485	35.577
Egenkapital	6.800	9.667	11.185	12.954
Indtjening per aktie (DKK)	4,1	6,3	12	15
Udbytte pr. aktie (DKK)	0,0	0,7	1,5	1,8
P/E (x)	45	27	14	12
K/I (x)	3,7	2,6	2,3	2,0

Kilde: Jyske Bank & GN Store Nord

GN Store Nord	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	210
Lukkekurs (DKK)	169,1
Markedsværdi (DKK mio.)	25.519
Jyske Quant	Q5
Value score	Q4
Quality score	Q4
Momentum score	Q5



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

Nye finansielle mål med få detaljer

- 11% organisk vækst og højere profitmargin
- Nye toner over for aktionærerne

11% organisk vækst og højere profitmargin

Netcompany skød juni i gang med en kapitalmarkedsdag, hvor selskabets opdaterede finansielle målsætning blev præsenteret. Kapitalmarkedsdagen bød dog ikke ligefrem på et overflødhedshorn af detaljer på de nye finansielle målsætninger for 2026. Først og fremmest ønsker selskabet at opnå en omsætning over DKK 8,5 mia. i 2026, hvilket er en organisk vækst på ~11% om året. Derudover ønsker Netcompany at opnå en margin på indtjeningen før renter, skat og afskrivninger på mindst 20%. Det var vores indtryk af gennemgangen af de geografiske markeder, at vi kan forvente en høj encifret vækst i DK, +20% vækst i udlandet, og Netcompany-Intrasoft et sted imellem.

Nye toner over for aktionærerne

Som noget nyt har Netcompany som ambition at udlodde akkumuleret mindst DKK 2 mia. eller ca. 14% af Netcompanys nuværende markedsværdi. Dette er markant højere, end hvad der var ventet i markedet (ca. 2,5% af nuværende markedsværdi fra 2023-2025). Netcompany understregede dog, at man holder øje med, hvad der sker i markedet, men i udgangspunktet har Netcompany ikke flere store opkøb i ærmet og vil de kommende år i stedet vil fokusere på at nedbringe gældsrationen til 1x og øge udlodningen til aktionærerne. Netcompanys nuværende gældsration er 1,6x, men venter, at den ultimo 2023 vil være ca. 1x. Vi forventer derfor, at Netcompany vil nedbringe gælden med DKK 400 mio. i andet halvår af 2023 og påbegynde et årligt aktietilbagekøb på DKK 600-700 mio. fra 2024.

Investeringscase

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

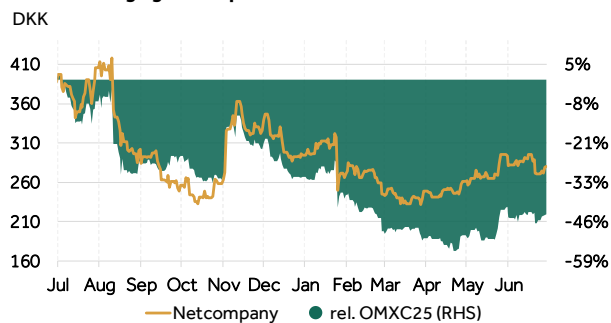
Udvalgte nøgletal

DKKm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	5.545	6.240	6.993	7.802
Res. Primær drift	841	827	1.022	1.183
Nettoresultat	603	583	734	859
Egenkapital	3.527	4.102	4.212	4.427
Indtjening per aktie (DKK)	12	12	15	19
Udbytte per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	24	24	18	15
K/I (x)	4,1	3,4	3,3	3,2

Kilde: Jyske Bank & Netcompany

Netcompany	Køb
Sektor	IT
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	400
Lukkekurs (DKK)	280,7
Markedsværdi (DKK mio.)	14.035
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

Netcompany er en dansk IT-konsulentvirksomhed, der udvikler og implementerer "next generation" IT-løsninger til den private og offentlige sektor. Netcompany har blandt andet stået for udviklingen og vedligeholdelsen af portalen Borger.dk, kommunikationsplatformen Aula, samt avancerede IT-systemer hos selskaber som Topdanmark, Novo Nordisk og Københavns Lufthavn. Netcompany havde i 2021 en omsætning på DKK 3.632 mio. og mere end 5400 ansatte.

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

Nordea

Højere renter løfter Nordea

- Højere renter på Nordeas markeder
- Rentebølgen rammer forskudt

Højere renter på Nordeas markeder

Om end juni ikke har leveret meget nyt med specifik fokus på Nordea er det dog værd at holde det større billede for øje. De sidste 12 måneder har den europæiske centralbank (ECB) hævet deres rente fra 0% til 3,5%, ligeledes har Danmarks Nationalbank hævet renten fra -0,45% til 3,25%, mens Norges Bank har hævet fra 1,25% til 3,75%, og renten hos Sveriges Riksbank er løftet fra 0,25% til 3,75%.

Rentebølgen rammer forskudt

En højere rente på alle Nordeas primære markeder vil afspejle sig positivt i selskabets resultater gennem nettorenteindtægterne. I takt med at markedsrenten stiger hæves renten både på bankens udlån og gæld, men i mindre grad på bankens indlån. Hjælpen fra centralbankernes renteløft rammer dog ikke Nordeas bundlinje med det samme. Bankens renteomkostninger er generelt kortsigtede og vil derfor stige hurtigere end indtægten fra bankens udlånsportefølje der strækker sig over flere år, og derfor kan tage noget længere tid at hæve. Men nettoeffekten er positiv over tid, og det er netop det vi har set – og forventer fortsat at se – på Nordeas nettorenteindtægter de kommende kvartaler.

Investeringscase

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

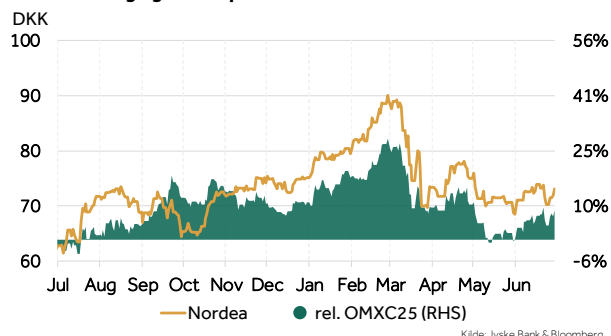
Udvalgte nøgletal

EURm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	5.664	7.383	7.541	7.368
Nettoreultat	3.587	4.909	5.136	5.097
Balance sum	594.896	604.281	621.984	640.312
Egenkapital	31.456	30.354	31.317	31.889
Indtjening per aktie (EUR)	1,0	1,4	1,5	1,6
Udbytte per aktie (EUR)	0,7	0,9	1,1	1,2
P/E (x)	11	7	6,3	6,2
K/I (x)	1,2	1,2	1,1	1,1

Kilde: Jyske Bank & Nordea

Nordea	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	100
Lukkekurs (DKK)	73,05
Markedsværdi (DKK mio.)	262.202
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

Nyheder fra ADA-konference

- Innovativt lcodec viser flot potentiale
- CagriSema – Novos næste vækstmotor

Innovativt lcodec viser flot potentiale

Juni sluttede af med den vigtige ADA-konference, hvor den mest interessante nyhed fra Novo var det ugentlige insulin, lcodec, som viser mindst samme effekt i blodsukkerreduktionen og sikkerhedsprofil som med dagligt insulin. Dette er en vigtig innovation i insulinmarkedet, som vil gøre en stor forskel for patienterne. Novo annoncerer samtidig, at de har ansøgt om godkendelse af lcodec og forventer en afgørelse i første halvår af 2024.

CagriSema - Novos næste vækstmotor

Novo præsenterede data fra et diabetesstudie med CagriSema. CagriSema virker meget lovende både i diabetes og fedme og er Novos modsvar til Eli Lillys Mounjaro, som har overtaget tronen fra Novos Ozempic og Wegovy. Udover stærke data oplyser Novo, at de sætter gang i flere fase-3-studier i diabetes med CagriSema, hvor vi især lægger vægt på et head-to-head-studie mod Mounjaro. Dette indikerer, at Novo har stor tiltro til, at CagriSema kan blive et kommende "best-in-class"-produkt. Data for dette studie kommer først i slutningen af 2025 eller starten af 2026.

Investeringscase

Massiv vækst i diabetessegmentet GLP-1 og hypen om fedme har boostet Novo siden starten af 2021 og har resulteret i imponerende vækst samt flere opjusteringer. Resultaterne er heller ikke gået ubemærket hen, da Novo-aktien er steget med 150% siden starten af 2021. Positivt nyhedsflow, fortsat gode recepttal og stærke vækstudsigter kan sikre, at aktien fortsætter det positive momentum, men vi vurderer også, at høje forventninger er indregnet i aktien, og ser derfor kun begrænset kurspotentiale. Vi anbefaler investorerne ikke at supplere yderligere op i aktien, men at holde fast og udnytte det positive momentum i aktien og muligvis overveje at tage lidt profit. På den lange bane fastholder vi vores grundlæggende positive syn på investeringscasen, hvor investorerne får eksponering mod et modent vækstselskab med stærkt momentum i både GLP-1 og Fedme.

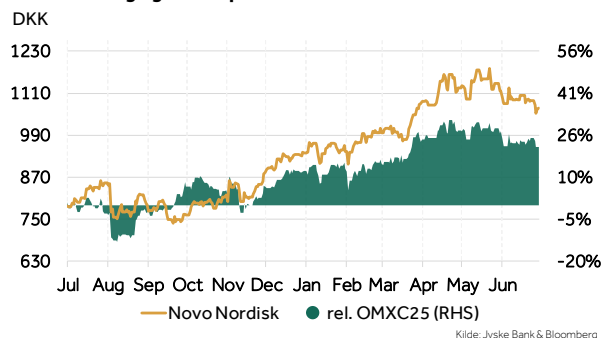
Udvalgte nøgletal

DKKm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	176.954	219.213	247.400	278.774
Res. Primær drift	74.809	94.152	107.743	121.964
Nettoreultat	55.525	77.634	85.994	97.471
Balance sum	241.257	307.881	337.682	376.878
Egenkapital	115.148	123.965	136.327	156.112
Indtjening per aktie (DKK)	25	34	38	43
Udbytte per aktie	12	17	17	17
P/E (x)	44	31	28	25
K/I (x)	18	19	18	15

Kilde: Jyske Bank & Novo Nordisk

Novo Nordisk	Hold
Sektor	Sundhed
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	1175
Lukkekurs (DKK)	1066,8
Markedsværdi (DKK mio.)	2.405.634
Jyske Quant	Q1
Value score	Q4
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 presse væksten i Ozempic i diabetes og/eller Wegovy for fedme, hvis de anvendes off-label.
- Værre end forventet prispres pga. f.eks. regulering, biosimilær konkurrence, patentudløb.
- Skuffende markedsvækst for væksthåbene i GLP-1 og/eller fedme.
- Øget konkurrence i GLP-1 og fedme fra bl.a. Eli Lilly.
- Skuffende kliniske resultater.
- Negative valutabevægelser, særligt USD/DKK.

Senior Analyst, Henrik Hallengreen Laustsen, Research

Pandora

Forsigtig optimisme

- Pandora bedre stillet end Signet
- Ledelsen guider forsigtigt for 2023

Pandora bedre stillet end Signet

Pandora kommer med regnskab d. 15. august, hvor fokus vil være på salgsudviklingen i kvartalet, og hvorvidt Pandora har set tegn på opbremsning i væksten. På trods af de negative udmeldinger fra konkurrenten Signet fastholder Pandora, at de ikke har set nogen nævneværdig forværring i salget i april, hvor væksten ud af butikkerne lå omkring 0%. Det gælder også USA. Pandora har hele tiden forventet, at væksten i USA ville være negativ, men de kan ikke genkende Signets udmeldinger om yderligere svaghed på det amerikanske smykkemarked i april. Det bekræfter vores antagelser, om at meget af svagheden er relateret til salget af forlovelses- og vielsesringe, der udgør næsten 50% af Signets omsætning. Vi forventer derfor ikke at se samme svaghedstegn i Pandora's salgstal i 2. kvartal.

Ledelsen guider forsigtigt for 2023

Pandora guider for en organisk vækst på -2% til 3% i 2023. Vi ser den lave ende af intervallet som meget konservativt, da det kræver en markant forværring af makroøkonomien, hvilket indebærer et recessionslignende scenarie. Det er ikke det vi ser i tallene i øjeblikket. Vi ser derfor en god mulighed for, at Pandora slutter året i den øvre ende af intervallet, også selv om vi skulle se en lille svækkelse af makroøkonomien.

Investeringscase

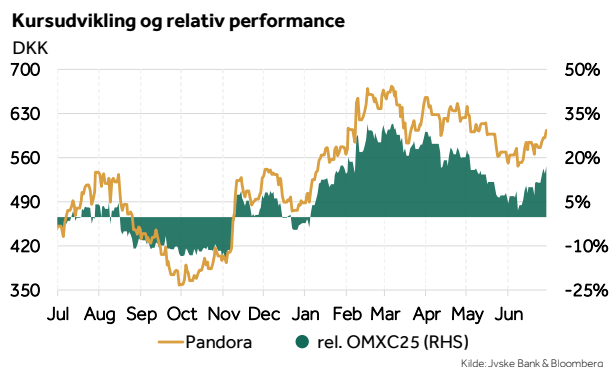
Pandora har formået at få væksten tilbage i forretningen efter en periode med negativ vækst i 2018-'20. På kort sigt er der en risiko for, at væksten bremser op i takt med at forbrugerne bliver mere tilbageholdende i deres købsadfærd, men indtil videre har salget ud af butikkerne holdt sig oppe. Det vidner om, at salget er mere modstandsdygtigt, end vi umiddelbart havde frygtet. Vi forventer således, at Pandora formår at styre fornuftigt igennem den økonomiske vækststopbremsning, og selskabet er væsentlig bedre polsteret end mange andre detailhandlere takket være selskabets høje bruttomargin, lave gældsætning og stærke cash flow generering, hvilket gør det muligt at sende op imod DKK 6,4 mia. tilbage til aktionærerne årligt i form af udbytte og aktietilbagekøb. Det ser vi som et klart kvalitetsstempel.

Udvalgte nøgletal

DKKm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	26.463	26.922	28.403	29.965
Res. Primær drift	20.190	20.859	22.148	23.366
Nettoresultat	5.029	4.954	5.456	5.775
Egenkapital	6.500	2.076	596	1.069
Indtjening per aktie (DKK)	42	54	57	66
Udbytte per aktie	15	16	20	23
P/E (x)	11	11	11	9
K/I (x)	13	26	90	50

Kilde: Jyske Bank & Pandora

Pandora	Køb
Sektor	Cyklisk forbrug
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	720
Lukkekurs (DKK)	603,2
Markedsværdi (DKK mio.)	53.685
Jyske Quant	Q1
Value score	Q2
Quality score	Q1
Momentum score	Q3



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

Rockwool

Rockwool mindre berørt end H+H

- H+H ser lignende udfordringer i Østeuropa
- Rockwool står bedre isoleret end H+H

H+H ser lignende udfordringer i Østeuropa

Kollegaen H+H nedjusterede midt i juni deres forventninger til 2023 og venter nu en organisk vækst på -15% til -20% mod tidligere ~0%. Dette begrundes med svære markeder, hvor stigende renter har bremset det private boligbyggeri, ikke mindst i Polen, som udgør 27% af omsætningen. H+H havde forventet en bedring i 2. kvartal, og selv om aktiviteten er øget, er det ikke sket i det omfang, som selskabet havde ventet.

Rockwool står bedre isoleret end H+H

Der er dog stor forskel på tværs af de forskellige markeder, hvor Rockwool i forbindelse med 1. kvartalsregnskabet var ude og flage en god aktivitet i USA og Canada, hvor omsætningen voksede med en tocifret procentsats. Samtidig er Rockwool væsentlig mere eksponeret mod renoveringsmarkedet, som viser god modstandsdygtighed. Vi er derfor varsomme med at trække direkte paralleller til Rockwool, også da Rockwool i 1. kvartal leverede en organisk vækst på -7% mod H+H's -27%, men meddelelsen vidner om, at vi ikke skal sætte næsen op efter en nævneværdig bedring i Østeuropa. Vi noterer os dog, at H+H taler om en lille bedring i aktivitetsniveauet sammenlignet med 1. kvartal, hvilket understøtter vores forventninger om en omsætningsvækst i lokalvaluta på -6,5% i 2023.

Investeringscase

Efterspørgslen efter stenuld er drevet af en række langsigtede trends, der er med til at understøtte efterspørgslen efter Rockwools produkter på længere sigt. Blandt de vigtigste kan nævnes 1) et øget fokus på energieffektivitet; 2) et øget fokus på brandsikkerhed; 3) en øget urbanisering og 4) en substitution væk fra plasticbaserede materialer over imod mere naturlige produkter som stenuld. På kort sigt ser vi dog en risiko for, at de kraftigt stigende materialepriser vil påvirke aktivitetsniveauet negativt, hvor særligt nybygningsaktiviteten forventes at blive hårdt ramt, men de lavere energipriser bør gøre det muligt for Rockwool at styre fornuftigt igennem det lavere aktivitetsniveau.

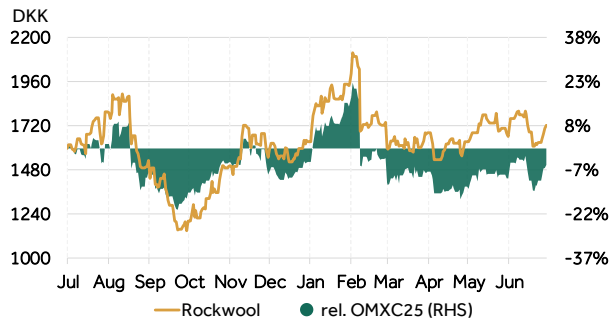
Udvalgte nøgletal

EURm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	3.907	3.634	3.743	3.967
Res. Primær drift	402	391	423	474
Nettoresultat	273	311	336	375
Balance sum	3.343	3.393	3.651	3.963
Egenkapital	2.580	2.755	2.996	3.268
Indtjening per aktie (EUR)	13	15	16	18
Udbytte per aktie (EUR)	4,8	4,5	4,9	5,4
P/E (x)	19	16	15	13
K/I (x)	2,0	1,8	1,7	1,5

Kilde: Jyske Bank & Rockwool

Rockwool	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	1920
Lukkekurs (DKK)	1723
Markedsværdi (DKK mio.)	37.198
Jyske Quant	Q2
Value score	Q2
Quality score	Q2
Momentum score	Q3

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.
- 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

Øllen er kold, men aktien varm

- Udfordringer spøger både i Italien og Afrika
- Sommervejr er øl-vejr

Udfordringer spøger både i Italien og Afrika

Overordnet går det godt i de nordiske lande, hvor forbrugerne fortsat bruger penge i beværtninger og premium-produkter. Spørgsmålet er, om dette kan overskygge udfordringerne: Udfordringerne i Italien spøger fortsat og vi fornemmer ikke at løsningen er lige på trapperne. Derudover fortsætter udfordringerne i Afrika, hvilket presser den Internationale forretning (Afrika er ca. 5% af omsætningen). Endelig er både den norske og svenske krone faldet (-10% & -6%), hvilket presser indtjeningen i Norge og Sverige. Vi vurderer at der er risiko for fald, særligt set i lyset af den stærke kursstigning i 2023: På den lange bane vil partnerskaber og faldende energi- og råvarepriser dog gavne indtjeningen – ingen tegn på at øl-priserne falder igen.

Sommervejr er øl-vejr

Efter lidt blandet vejr i maj (god i Norden, men dårligere i resten af EU) tyder juni måned på at blive en rigtig god måned med mange "øl-drikke-dage". Det gode vejr har betydet 1,8 flere "øl-drikke-dage" i Vesteuropa i 2023 mens Norden har haft 3,8 flere dage fra 1. til 28. juni end i 2022. Desværre startede vejret i 2. kvartal ikke så flot som det sluttede. Samlet set har Vesteuropa haft samme antal dage som sidste år, mens Norden havde 2,7 flere. Da det er sjovere at drikke øl i solskin end i regnvejr, vil flere øl-drikke-dage give et lille boost til 2. kvartal.

Investeringscase

Et skuffende 1. kvartalsregnskab kan vende investorenes fokus fra optimisme omkring væksten i 2023 og indtjeningen i 2024 til vækst- og indtjeningsbekymringer for 2023. Samtidigt kan en kursmæssigt stærk start på året, en fair værdiansættelse, og at indtjeningen er back-end loadet, få investorerne til at tage gevinst i aktien. Aktien handler fortsat på fornuftige niveauer, 3% under det historiske gennemsnit og en præmie til konkurrenterne på 9% mod en præmie på 12% historisk. Men tager vi de lange briller på, så kan der være upside-potentiale i Unibrew, hvis de kan overbevise markedet om, at de kan leve op til deres egen langsigtede målsætning om en profit-margin på 20-21%.

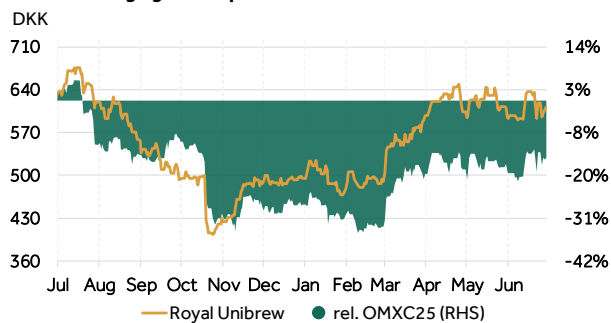
Udvalgte nøgletal

DKKm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	11.487	13.125	13.653	14.135
Res. Primær drift	1.515	1.599	1.949	2.263
Nettoresultat	1.491	1.181	1.454	1.699
Balance sum	14.474	15.663	16.252	16.792
Egenkapital	5.158	5.332	5.735	6.104
Indtjening per aktie (DKK)	23	24	30	35
Udbytte per aktie	15	14	15	18
P/E (x)	26	26	21	17
K/I (x)	5	5,8	5,4	5,0

Kilde: Jyske Bank & Royal Unibrew

Royal Unibrew		Hold
Sektor		Stabilit forbrug
Risiko		Mellem
12-m. kursmål (DKK)	650	
Lukkekurs (DKK)	612,2	
Markedsværdi (DKK mio.)	30.732	
Jyske Quant		Q4
Value score		Q3
Quality score		Q3
Momentum score		Q5

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

Selskabsbeskrivelse

Royal Unibrew er blandt de ledende drikkevareproducenter på udvalgte europæiske markeder 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 indtelt 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

Storm vil skjule fremgang i regnskab

- Storskader og dårligt vejr rammer indtjeningen
- Analytikerdag kastede lys på industri-segmentet

Storskader og dårligt vejr rammer indtjeningen

Heldet har ikke været helt med Tryg i 2. kvartal. For nylig meldte man ud, at man bogfører en enkelt storskade på DKK 225 mio., som er mere end det "normale" niveau på omkring DKK 200 mio. for alle storskader i et kvartal. Derudover vil vejrskader ligge højere end de normale DKK 80 mio. i 2. kvartal, pga. dårligt vejr i Norge og skybrud i Danmark. Overordnet set er der udsigt til en combined ratio i 2. kvartal der stiger lidt relativt til sidste år, men da dette er skabt af et overnormalt højt niveau af vejr- og storskader, er det ikke noget vi tror markedet vil/bør tillægge megen værdi.

Analytikerdag kastede lys på Industri-segmentet

Tryg afholdt i juni analytikerdag. Der blev ikke annonceret nye finansielle nøgletal, og vores primære take-away fra dagen var at Trygs arbejde med at reducere kompleksiteten og risikoen i Industri-segmentet virker meget fokuseret og frugtbart. Tryg har de seneste 2-3 år ikke tøvet med at afslutte lange kunderelationer, hvis størrelsen og kompleksiteten af kundens forretning har vokset sig over Trygs grænser. Det handler således for Tryg ikke om pris, men om kompleksitet og opfattet risiko. Dette påvirker naturligvis bruttopræmieindtægterne i Industri-segmentet negativt, men forbedrer combined ratio betydeligt, hvorfor Tryg fortsat har en combined ratio på under 90% som målsætning i 2024.

Investeringscase

Attraktiviteten af Trygs stabile forretningsmodel, solide vækstudsigter i flere af Trygs segmenter og et strategisk fornuftigt og værdiskabende opkøb af RSA/Codan er ikke til at komme udenom. Vi mener dog, at Tryg-aktien afspejler værdien af opkøbet i øjeblikket, hvilket er understøttet af værdiansættelsen relativt til konkurrenter som ser fair ud. Risikoen for, at Tryg ikke kan levere de forventede synergieffekter frem mod 2024 er til stede, men erfaringerne fra det succesfulde Alka-opkøb bør alt andet lige øge troværdigheden omkring Trygs evne til at levere som lovet

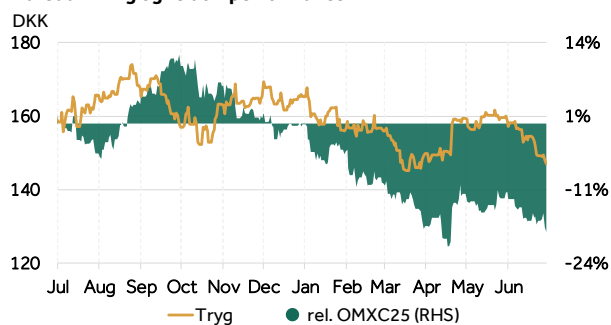
Udvalgte nøgletal

DKKm	2022	2023E	2024E	2025E
Bruttopræmieindtægter	37.499	38.613	39.782	0
Teknisk resultat	7.071	7.410	7.582	0
Nettoresultat	4.440	5.063	5.342	0
Balance sum	112.848	121.933	123.743	0
Egenkapital	37.487	35.462	33.743	0
Indtjening per aktie (DKK)	7,0	8,0	8,5	0,0
Udbytte per aktie	7,0	8,0	8,2	0,0
P/E (x)	21	18	17	n/m
K/I (x)	8,7	2,6	2,8	n/m

Kilde: Jyske Bank & Tryg

Tryg	Hold
Sektor	Finans
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	170
Lukkekurs (DKK)	146,95
Markedsværdi (DKK mio.)	93.289
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

Vestas

Udsigt til endnu et svagt kvartal

- 2. kvartals regnskab forventer vi ikke opmuntrer
- Ordrene lader vente på sig

2. kvartals regnskab forventer vi ikke opmuntrer

Ifølge Vestas ligger der fortsat en række dårlige projekter i ordrebøgerne, som skal overleveres til kunderne. Det kommer til at påvirke indtjeningen i 2. kvartal. Vi forventer derfor, at profitmarginen bliver negativ igen i 2. kvartal, hvilket også er afspejlet i markedet. Bruttomarginen bør dog bedres hen over året i takt med at kvaliteten af ordrebogen forbedres, og Vestas begynder at eksekvere på de ordrer, der er taget ind på højere priser. Markedet har dog langt hen ad vejen afskrevet 2023, men Vestas er ikke ude af problemerne i 2024, da der fortsat ligger nogle dårlige projekter i ordrebøgerne ved udgangen af 2023. Samtidig lader ordrene i USA vente på sig. Vi forventer derfor først, at ordrene for alvor begynder at rulle ind hen imod slutningen af året. Vi er derfor ikke længere helt så overbeviste om, at aktivitetsniveauet i 2024 bliver markant højere end i 2023.

Ordrene lader vente på sig

Vestas havde den 29. juni annonceret ordrer på 895 MW i 2. kvartal. Det er 7,5% lavere end sidste år, og markant lavere end gns. de sidste 5 år på 2,4 GW. Vestas skal således løbe stærkt for at indfri forventningerne i markedet på 3.365 MW, hvilket er 56% mere end sidste år.

Investeringscase

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

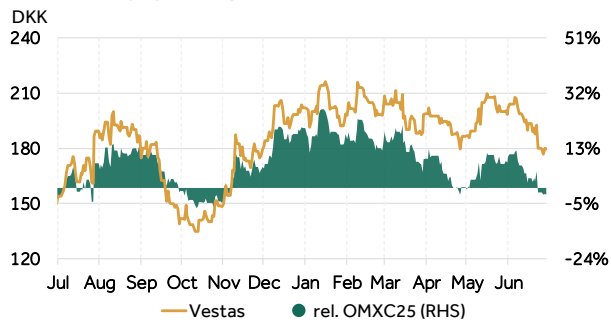
Udvalgte nøgletal

EURm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	14.486	15.613	20.368	22.832
Res. Primær drift	-1.596	246	1.390	1.830
Nettoresultat	-1.572	171	1.052	1.390
Balance sum	19.913	21.097	25.849	29.284
Egenkapital	3.060	3.265	4.262	5.590
Indtjening per aktie (EUR)	-1,6	0,2	1,0	1,4
Udbytte per aktie (EUR)	0,1	0,0	0,1	0,1
P/E (x)	-17	142	23	17
K/I (x)	8,8	7	6	4,4

Kilde: Jyske Bank & Vestas

Vestas	Hold
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	210
Lukkekurs (DKK)	179,6
Markedsværdi (DKK mio.)	181.372
Jyske Quant	Q5
Value score	Q5
Quality score	Q5
Momentum score	Q2

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

Danske aktier – Ændringer den seneste måned

Selskab	Aktuel kurs	Aktuelt kurs-mål	Tidligere kursmål	Dato for ændring af kursmål	Anbefaling	Tidligere anbefaling	Dato for ændring af anbefaling	Analytiker
A.P. Møller	11885 (DKK)	17000 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Morten Holm Enggaard
Alm Brand	10,63 (DKK)	16 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Carlsberg	1088 (DKK)	1175 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Coloplast	836,8 (DKK)	1045 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Danske Bank	164,15 (DKK)	200 (DKK)	185 (DKK)	08-06-2023	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Demant	282,4 (DKK)	300 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Janne Vincent Kjær
DSV	1410 (DKK)	1550 (DKK)	1650 (DKK)	27-06-2023	Køb	-	-	Morten Holm Enggaard
Genmab	2535 (DKK)	3225 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
GN Store Nord	169,1 (DKK)	210 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
Netcompany	280,7 (DKK)	400 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Nordea	73,05 (DKK)	100 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Novo Nordisk	1066,8 (DKK)	1175 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Pandora	603,2 (DKK)	720 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
Rockwool	1723 (DKK)	1920 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
Royal Unibrew	612,2 (DKK)	650 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Tryg	146,95 (DKK)	170 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Anders Haulund Vollesen
Vestas	179,6 (DKK)	210 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Janne Vincent Kjær

Kilde: Jyske Bank

Vigtig Investorinformation

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

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

Analysen og anbefalinger er generelle informationer og ikke personlig rådgivning.

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

Interessekonflikter

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

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

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

Læs mere om Jyske Banks politik om interessekonflikter på:

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

Modeller

Kvantitative anbefalinger på enkeltsselskaber

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

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

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

Fundamentale anbefalinger på enkeltsselskaber

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

Jyske Bank anvender en eller flere af følgende modeller:

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

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

hvor:

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

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

EV = Estimeret værdi (både egenkapital og rentebærende gæld)

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

Anbefalingsbegreber

Kvantitative anbefalinger på enkeltsselskaber

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

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

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

Fundamentale anbefalinger på enkeltsselskaber

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

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

Kilde: Jyske Bank

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

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

For uddybning af vores anbefalingsbegreber henvises til:

<https://jyskebank.dk/aktieanbefalingsstruktur>

Opdatering af analysen

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

Risiko

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

Afkast og kursudvikling

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

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

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

Skat

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

Risikomærkning

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

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

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

Kompleksitet

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

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

Flere informationer

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

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