

30/04/2024 09:49

Danske Aktier



Indholdsfortegnelse

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

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

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

Jyske Bank A/S

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

A.P. Møller - Mærsk

Fokus på 1. kvartal og Svitzer

- 1. kvartal og overnormale søfragtrater
- Svitzer udskilt fra Mærsk

1. kvartal og overnormale søfragtrater

Op mod offentliggørelsen af Mærsk's regnskab for 1. kvartal den 2. maj forholder situationen i Rødehavet sig endnu uløst. Ligeledes befinder søfragtraterne sig fortsat på overnormale niveauer, trods starten på en normalisering hen over februar og marts måned. De globale spot- og kontrakter ligger stadig henholdsvis 90% og 30% over det gennemsnitlige niveau for 2023, og derudover peger de seneste par ugers fragtratetal faktisk på stigende tendenser i raterne. Det fortsat overnormale fragtrateniveau er positivt for Mærsk og kan give anledning til, at selskabet lander et stærkt resultat i 1. kvartal og dermed løfter den nedre ende af sit guidanceinterval for driftsindtjeningen før afskrivninger, der pt. ligger på \$1 mia. til \$6 mia. for året.

Svitzer udskilt fra Mærsk

Udskelelsen og den selvstændige børsnotering af Mærsk's bugserings- og marineserviceaktiviteter under det nye selskab Svitzer Group faldt i april på plads. Her havde Svitzer sin første selvstændige handelsdag på børsen den 30. april. Mærsk-aktien handler nu uden værdien af Svitzer i aktiekursen, mens Mærsk-aktionærene har fået tildelt to aktier i det nye selskab pr. ejet Mærsk-aktie. For Mærsk har målet med udskillelsen været at forenkle sin forretning og øge sit fokus på integreret logistik.

Investeringscase

Hvis vi tager de langsigtede briller på, så er vi ikke i tvivl om, at Maersk er blandt de absolut bedste i containershipping-industrien, og at de står stærkt rustet til fremtiden. Mærsk havde nogle virkelig gode år under covid-19, men på kort sigt er der sorte skyer forude pga. øget fragtkapacitet på markedet. På længere sigt har Maersk en meget stærk balance og en høj andel af volumen på kontrakt, hvilket fjerner en del af usikkerheden.

Udvalgte nøgletal

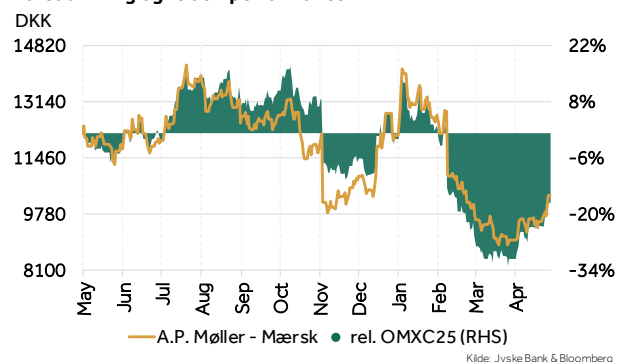
USDm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	51.065	48.102	49.131	50.902
Res. Primær drift	3.934	-215	248	1.333
Nettoresultat	3.908	-658	-232	767
Balance sum	82.100	80.840	80.088	79.842
Egenkapital	55.090	54.968	56.936	58.092
Indtjening per aktie (DKK)	1.714,7	-288,5	-101,6	336,4
Udbytte per aktie (DKK)	4.300,0	515,0	150,0	150,0
P/E (x)	7,4	n.m.	n.m.	27,5
K/I (x)	0,5	0,4	0,4	0,4

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

A.P. Møller - Mærsk

	Hold
Sektor	Industri
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	12500
Lukkekurs (DKK)	10595
Markedsværdi (DKK mio.)	183.877
Jyske Quant	Q4
Value score	Q2
Quality score	Q4
Momentum score	Q5

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Morten Holm Enggaard, Research

Alm. Brand

Fremgang i forsikringsindtjeningen

- Voldsomt vejr ikke nok til at trække samlet resultat ned
- Intet dækningsansvar i historisk brand

Voldsomt vejr ikke nok til at trække samlet resultat ned

Januar var præget af usædvanligt hårdt vintervejr i Danmark, og februar oplevede historisk høje mængder af regn, hvilket vil påvirke Alm. Brands resultat negativt, hvor vi venter vejrligsskaderne ca. 1/3 højere end normalen for 1. kvartal. Vi tror dog, Alm. Brands forsikringsresultat vil vise fremgang og lande på DKK 270 mio. (1. kvartal 2023: DKK 205 mio.). Dette vil især være resultatet af en solid vækst i forsikringsindtægterne på 5% å/å, drevet af prisstigninger og indekseringer, og en forbedring af den underliggende erstatningsprocent.

Intet dækningsansvar i historisk brand

Det var 400 års Danmarks historie, der i den forgangne måned gik tabt med branden i den historiske bygning Børsen.

Det er det Alm Brand. ejede forsikringsselskab, Codan, der havde entrepriserforsikringen i forbindelse med den renovering, der fandt sted før branden, men denne forsikring omfattede ikke brand. Dermed er der ikke noget, der peger på, at begivenheden kommer til at påvirke Alm. Brands resultater.

Investeringscase

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

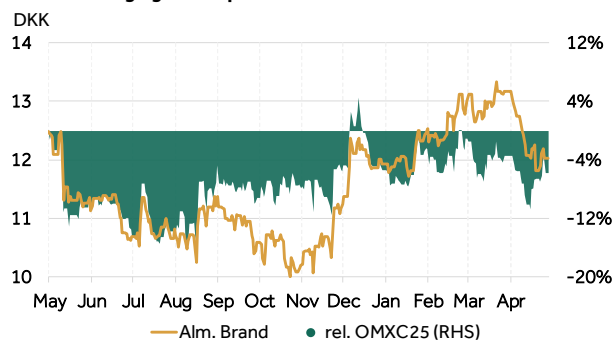
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Bruttopræmieindtægter	11.784	12.381	12.842	13.193
Teknisk resultat	1.412	1.790	2.101	2.172
Nettoresultat	616	905	1.238	1.369
Balance sum	35.562	37.371	38.759	39.196
Egenkapital	13.944	13.158	12.696	12.310
Indtjening per aktie (DKK)	0,4	0,6	0,8	0,9
Udbytte per aktie	0,6	0,9	1,0	1,1
P/E (x)	29,6	20	15	13
K/I (x)	1,3	1,4	1,5	1,5

Kilde: Jyske Bank & Alm. Brand

Alm. Brand	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	16
Lukkekurs (DKK)	12,26
Markedsværdi (DKK mio.)	18.894
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

Carlsberg

April afsluttes med et godt regnskab

- Carlsberg lukker og slutter april med et godt regnskab
- Fastholder forventningerne til 2024 – helt som forventet

Carlsberg lukker og slutter april med et godt regnskab

April har været en godkendt måned for Carlsberg-aktien, hvor aktien er steget med 1,5%, mens OMXC25 er faldet ca. 2%. Månedens begivenhed er regnskabet for 1. kvartal, hvor Carlsberg leverede en smule bedre end ventet. Både den organiske omsætnings- og volumenvækst kommer ind bedre end forventet (6,4% og 2,0% vs. forventet 5,0% og 1,7%). Pris/miks-effekten drives af stærk premium-effekt, hvor Carlsberg bekræfter meldingerne fra Heineken om at Premium- (+8%) og alkoholfrie-øl (+7%) leverer bedre end mainstream (+1%). Premium var drevet af god vækst i Vietnam og Asien, mens alkoholfrie øl leverede godt i Norden. Volumenvækst i Asien leverer godt, drevet af Kina (+5%), som havde et godt kinesisk nytår.

Fastholder forventningerne til 2024 – helt som forventet

Helt som forventet fastholder Carlsberg forventningerne til helåret 2024. Carlsberg forventer derfor fortsat en organisk driftsindtjeningsvækst på 1-5%, hvor markedet forventer 5,7%. Den største svingfaktor i guidance må være sommervejret i 3. kvartal. Carlsberg bruger 2024 som et investeringsår for at stå stærkt til fremtidig vækst. Carlsberg fremhæver fortsat usikkerhed omkring forbrugsmønstre som følge af prisstigninger og generel inflation. Carlsberg genlancerer et kvartalsvist aktie tilbagekøbsprogram på 1 mia., hvilket også var vores forventning.

Investeringscase

Annonceringen af den nye vækststrategi betyder, at Carlsberg har en af branchens mest attraktive vækstprofiler. Samtidig har Carlsberg igennem de seneste år leveret stærkt, også relativt til konkurrenterne. Derudover er værdiansættelsen, på trods et kurscomeback i 2024, endnu ikke anstrengt. 2024 bliver et investeringsår for Carlsberg, og der er fortsat en række usikkerhedspunkter for Carlsberg fra bl.a. forbrugertilliden i Kina og Europa. Relativt til konkurrenterne vurderer vi dog, at Carlsberg står stærkt. Vi forventer dog, at presset fra downtrade gradvist vil aftage i løbet af 2024, i takt med at renterne/inflationen kommer ned, forbrugerne får lønstigninger, og der kommer bedring i den kinesiske økonomi.

Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	73.585	76.772	80.528	84.373
Res. Primær drift	11.105	11.596	12.482	13.355
Nettoresultat	7.971	8.190	8.786	9.404
Balance sum	111.831	112.576	113.462	114.528
Egenkapital	25.749	25.460	25.612	25.952
Indtjening per aktie (DKK)	-299,7	51	57	64
Udbytte per aktie	27	30	31	33
P/E (x)	-3	19	17	15
K/I (x)	4,5	5,3	5,3	5,2

Kilde: Jyske Bank & Carlsberg

Carlsberg	Køb
Sektor	Stabilt forbrug
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	1100
Lukkekurs (DKK)	952,8
Markedsværdi (DKK mio.)	135.408
Jyske Quant	Q4
Value score	Q2
Quality score	Q5
Momentum score	Q3

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

- Yderligere stigninger i råvare- og energipriserne.
- Markant downtrade blandt forbrugerne.
- Opbremssning i det vigtige asiatiske vækstmarked.
- Hårdere konkurrence, som vil presser volumenvæksten og markedsandele.
- Lovgivningsmæssige ændringer, der har til formål at reducere alkoholforbruget

Senior Analyst, Henrik Hallengreen Laustsen, Research

Coloplast

Er der lagt i ovnen til en opjustering?

- Sårplejesektoren under pres pga. nyt forslag til tilskud
- Er der lagt i ovnen til en opjustering i 2. kvartal?

Sårplejesektoren under pres pga. nyt forslag til tilskud

April har været en svær måned for Coloplast-aktien, hvor aktien er faldet med ca. 7%, mens OMXC25 er faldet ca. 2%. Den svage performance skyldes et forslag om ændring af tilskudsdekning for biologiske sårplejeprodukter i USA. Forslaget medførte store fald i sårplejesektoren. Coloplast har eksponering mod biologisk sårpleje som følge af Kerecis-opkøbet (Kerecis fylder 3-5% af Coloplast). Kerecis er ikke dækket pt., så kursreaktionen virker en smule overgjort. I forslaget er der heller ikke pt. lagt op til, at Kerecis' produkter vil opnå støtte, på trods af at Coloplast oplyser, at produkterne opfylder kravene for støtte.

Er der lagt i ovnen til en opjustering i 2. kvartal?

Et stærkt resultat i 1. kvartal, som fik investorerne til at poppe champagnen, giver lidt ekstra pres på regnskabet for 2. kvartal, der aflægges den 7. maj. Vores forventning er, at 2. kvartal ikke bliver meget anderledes end 1. kvartal, hverken vækst- eller indtjeningsmæssigt – hvilket også er markedsforventningen. Fokus i regnskabet vil være på guidance for helåret, hvor der er lagt i ovnen til en opjustering – udebliver opjusteringen, vil det forventeligt presse aktien, også set i lyset af den stærke performance i 2024. Coloplast forventer på nuværende tidspunkt en vækst på omkring 8% samt en driftsmargin på 27-28%, hvor både markedet og vi forventer, at Coloplast leverer helt i toppen af guidanceintervallet.

Investeringscase

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

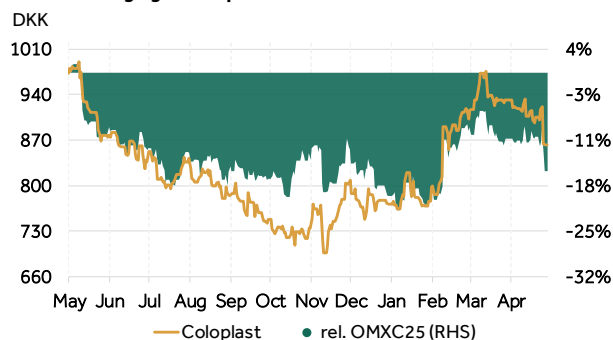
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	24.500	27.135	29.590	32.091
Res. Primær drift	6.771	7.614	8.625	9.576
Nettoresultat	4.783	5.339	6.141	6.886
Balance sum	48.159	49.286	50.753	52.447
Egenkapital	17.299	18.407	19.756	21.328
Indtjening per aktie (DKK)	23	25	29	32
Udbytte per aktie	21	18	20	23
P/E (x)	33	34	30	27
K/I (x)	9	11	10	9

Kilde: Jyske Bank & Coloplast

Coloplast	Hold
Sektor	Sundhed
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	925
Lukkekurs (DKK)	861,8
Markedsværdi (DKK mio.)	196.663
Jyske Quant	Q5
Value score	Q4
Quality score	Q4
Momentum score	Q5

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

- At de ikke kan leve op til egne langsigtede vækst mål.
- 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

Gode udsigter for indtjeningen

- Flot 1. kvartalsregnskab i vente
- Aktien er fortsat for billig

Flot 1. kvartalsregnskab i vente

Det er fortsat de historisk høje nettorenteindtægter, der forventes at stjæle rampelyset når Danske Bank lægger 1. kvartalsregnskab d. 3. maj, hvor vi forventer et resultat efter skat på DKK 5.675 mio. (vækst på 10% å/å). I modsætning til andre banker er Danske Bank mere modstandsdygtig overfor det faldende renteniveau de kommende år. Dette skyldes blandt andet bankens store beholdning af obligationer (hold-to-collect porteføljen), der løbende vil blive repriset til en højere kuponrente og dermed være medvirkende til at understøtte bankens nettorenteindtægter og gode profitabilitet.

Aktien er fortsat for billig

Danske Bank aktien har i den forgangene måned udviklet sig relativt fladt uden de store udsving undervejs. Vi mener dog fortsat at Danske Bank aktien ikke har fået nok kredit for sin ambitiøse 2026-plan og med en fortsat stor rabat til de nordiske peers (banken handler på en 2026-indtjeningsmultipl på 7,7x vs. 8,8x for peergruppen af store nordiske banker), så er nuværende niveau en god mulighed for at supplere op i aktien.

Investeringscase

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

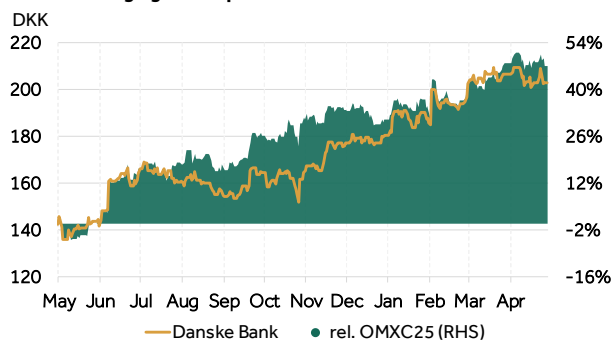
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Indtj. før skat	26.682	28.871	29.270	27.820
Nettoreultat	21.262	21.942	22.245	21.143
Balance sum	3.595.242	3.638.249	3.674.999	3.711.009
Egenkapital	175.739	180.696	174.822	167.210
Indtjening per aktie (DKK)	24,7	27	29	31
Udbytte per aktie	14,5	16	17	18
P/E (x)	8	7,5	7,0	6,6
K/I (x)	1,0	1,0	1,0	1,0

Kilde: Jyske Bank & Danske Bank

Danske Bank	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	230
Lukkekurs (DKK)	203
Markedsværdi (DKK mio.)	175.023
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

Danske Bank er den største bank i Danmark med markedsandele på udlån og indlån mellem 25 og 30%. Danske Bank har også en betydelig international tilstedeværelse som en af de største banker i Norden med mere end millioner kunder og afdelinger i 8 lande. Banken servicerer privatkunder, erhvervs kunder og institutionelle kunder, og udover traditionelle bankrelaterede serviceydelser, tilbyder banken livsforsikring og pension, realkredit, formueforvaltning, samt bolig- og 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

Afdæmpet effekt fra Oticon Intent

- Begrænset effekt fra lanceringen af Oticon Intent
- Mere interessant prissætning, men risiko for modvind

Begrænset effekt fra lanceringen af Oticon Intent

Demant har ligesom resten af markedet haft en lidt svær april måned, hvor aktien er faldet med ca. 1%. Demant kommer med deres kvartalsorientering d. 6. maj, hvor fokus vil være på salgsudviklingen i kvartalet og lanceringen af Oticon Intent. Vi forventer, at høreapparatsmarkedet forsat vil vise solide takter, men sammenligningstallene bliver væsentligt sværere for Demant, da væksten sidste år blev trukket op af lanceringen af Oticon Real, der kom ekstraordinært stærkt fra start. Vi ser derfor en lidt mere afdæmpet effekt i forbindelse med lanceringen af Oticon Intent og forventer således, at den organiske vækst i 1. kvartal vil ligge i den lave ende af guidance intervallet for året på 4-8%.

Mere interessant prissætning, men risiko for modvind

Ovenpå den seneste tids kursfald begynder prissætningen igen at se interessant ud – både i forhold til selskabets egen historik og relativt til konkurrenterne. Vi kan dog ikke afvise, at der kan komme noget modvind fra Managed Care segmentet i USA efter Demants beslutning om ikke at tilbyde Oticon Intent til denne kanal. Omvendt kan det være med til at forbedre Oticons position blandt de uafhængige audiologer og samtidig forbedre gennemsnitspriserne.

Investeringscase

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

Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	22.443	22.995	24.781	26.708
Res. Primær drift	4.148	4.838	5.239	5.672
Nettoresultat	1.798	3.142	3.446	3.776
Egenkapital	9.256	10.745	11.717	12.845
Indtjening per aktie (DKK)	8,1	14	16	18
P/E (x)	43	24	22	19
K/I (x)	8,4	7,0	6,4	5,9

Kilde: Jyske Bank & Demant

Demant	Hold
Sektor	Sundhed
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	360
Lukkekurs (DKK)	341
Markedsværdi (DKK mio.)	75.392
Jyske Quant	Q1
Value score	Q3
Quality score	Q1
Momentum score	Q2

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Hård medfart efter sløjt regnskab

- Svækket investorbegejstring
- NEOM og DB Schenker i fokus

Svækket investorbegejstring

Kvartalsregnskabet den 24. april gav ikke anledning til fejring hos investorerne, der handlede DSV-aktien ned 5,3% på dagen. Aktien er nu nede med ca. 19% siden offentliggørelsen af 2023 årsregnskabet. Kvartalsregnskabet bød på et skuffende driftsresultat, der landede 3% under markedsforventningen. Skuffelsen blev primært drevet af et lavere end ventet driftsresultat for Air & Sea-segmentet, der, trods overraskende og positive volumental, blev trukket ned af normaliserende fragtrater og en svag udvikling i Air & Sea-yields. På telekonferencen indikerede DSV dog, at fokus på yields fremadrettet vil være mere afdæmpet til fordel for et øget fokus på at vinde markedsandele gennem volumenvækst. DSV forventer, at driftsindtjeningen formentlig har bundet ud i forbindelse med regnskabet, og fastholder i samme ombæring sin driftindtjeningsguidance for året.

NEOM og DB Schenker i fokus

Ud over DSV's finansielle performance er de to nuværende fokuspunkter NEOM-projektet og opkøbskandidaten DB Schenker. DSV ændrede ikke på sine finansielle ambitioner og forventninger til NEOM-projektet i forbindelse med det seneste kvartalsregnskab, til trods for den seneste tids nyheder om nedskæringer og forsinkelser relateret dertil. Dette er alt andet lige positivt. Ligeledes ser vi på kort sigt det potentielle opkøb af DB Schenker som værende en positiv kurstrigger, mens vi tilsvarende vil forvente, at markedet kan reagere negativt, hvis DSV ikke bliver den endelige køber.

Investeringscase

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

Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	150.785	149.552	155.550	161.788
Res. Primær drift	17.723	16.995	18.048	18.822
Nettoresultat	12.407	11.859	12.652	13.234
Balance sum	147.110	141.836	136.562	131.288
Egenkapital	68.966	73.718	78.989	84.889
Indtjening per aktie (DKK)	58	56	60	62
Udbytte per aktie (DKK)	9	8,4	9,0	9,4
P/E (x)	21	18	17	16
K/I (x)	2,8	2,9	2,8	2,6

Kilde: Jyske Bank & DSV

DSV	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	1550
Lukkekurs (DKK)	1016
Markedsværdi (DKK mio.)	217.424
Jyske Quant	Q4
Value score	Q3
Quality score	Q2
Momentum score	Q5

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Morten Holm Enggaard, Research

Genmab

Meget negativt sentiment i aktien

- Kursfald på trods af positive nyheder
- Genmab køber biotekselskab

Kursfald på trods af positive nyheder

Bedst som man troede at momentum var ved at vende i den hårdt prøvede Genmab-aktie var april endnu en svær måned hvor aktien faldt med 5%, mens OMX C25 er faldet med ca. 2%. Vi har svært ved at forstå presset på aktien i en måned, som har budt på flere positive nyheder og gode salgstal fra flere partnere bl.a. Johnson & Johnson, Novartis og AbbVie. Torsdag d. 2. maj offentliggør Genmab deres regnskab for 1. kvartal, hvor fokus er på 1) ordlyden om pipeline, særligt forud for ASCO-konference d. 31. maj til 4. juni. 2) implikationerne af den positive anbefaling omkring brugen af MRD som målepunkt i knoglemarvskræft, 3) ordlyd om opkøb af ProfoundBio

Genmab køber biotekselskab

Genmab startede april med at annoncere opkøbet af biotekselskabet ProfoundBio for ca. DKK 12,5 mia. Markedet sendte aktien ned på nyheden, hvilket vi er uforstående overfor. Vi ser opkøbet som et strategisk godt fit, som styrker Genmabs pipeline med et interessant produkt (Rina-S) og øger eksponeringen i ADC-området, som er et hot område for Big Pharma. Senere i april var Genmab igen i fokus efter et ekspertpanel under FDA enstemmigt anbefalede brugen af minimal restsygdom (MRD) som målepunkt i kliniske forsøg inden for knoglemarvskræft. Den positive anbefaling (hvis den godkendes af FDA) vil øge sandsynligheden for, at Johnson & Johnson udnytter partnerskabsoptionen på HexaBody-CD38, som er et meget kursafgørende event for Genmab, efter Head-to-head-dataene mod Darzalex, som forventes i slutningen af 2024.

Investeringscase

Aktien har haft det svært de sidste år pga. frygt for stigende omkostninger og et begrænset nyhedsflow i starten af året. Vi mener, modvindene efterhånden er ved at være indregnet, og vi anser risk/reward som gunstig. Investeringscasen drives fortsat af et stærkt Darzalex-salg, en positiv lancering af EPKINLY samt positive pipeline-data for bl.a. GEN1042 i H1'24 og Hexabody-CD38 i H2'24 (ultimo 2024). Vi anbefaler, at investorerne stille og roligt begynder at stige ombord på toget, inden det kører.

Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	16.478	19.941	23.910	27.987
Res. Primær drift	5.325	5.644	7.429	10.113
Nettoresultat	4.356	4.725	6.104	8.235
Balance sum	35.289	36.955	43.059	51.294
Egenkapital	32.025	33.276	39.380	47.615
Indtjening per aktie (DKK)	67	73	95	128
P/E (x)	30	27	21	15
K/I (x)	4,4	3,9	3,3	2,7

Kilde: Jyske Bank & Genmab

Genmab	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	2850
Lukkekurs (DKK)	1970
Markedsværdi (DKK mio.)	130.262
Jyske Quant	Q3
Value score	Q2
Quality score	Q1
Momentum score	Q5

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 udkækket 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

Nye finansielle mål skal skabe tiltro

- Resound Nexia bør drive en acceleration i væksten
- Fokus på de nye finansielle mål på kapitalmarkedsdagen

Resound Nexia bør drive en acceleration i væksten

Efter en stærk afslutning på måneden lukker GN april måned med en stigning på ca. 7% - i et marked, der har været svagt negativt. GN kommer med regnskab d. 2. maj, hvor fokus vil være på salgsudviklingen i kvartalet og lanceringen af ReSound Nexia. Vi forventer, at den stærke udvikling på høreapparatsmarkedet er forsat ind i 1. kvartal, hvor GN samtidig får medvind fra lanceringen af Resound Nexia. Det bør give et væsentligt bidrag til salget i Hearing i 1. kvartal, hvor vi forventer at se en acceleration i den organiske vækst til 9% i 1. kvartal - op fra 7% i 4. kvartal. Salget af headsets er dog fortsat udfordrende, men vi ser tegn på stabilisering og forventer at væksten vil vende tilbage til positivt territorium senere på året.

Fokus på de nye finansielle mål på kapitalmarkedsdagen

GN afholder kapitalmarkedsdag d. 7. maj, hvor fokus vil være på selskabets nye finansielle mål efter sammenlægningen af Hearing og Audio. Positive nyheder på kapitalmarkedsdagen kan således være med til at skabe større tiltro til vækstudsigterne gående fremad, efter at efterspørgslen efter headsets er kollapsede de seneste to år. Markedet synes således at sætte spørgsmålstegn ved, om væksten kan vende tilbage, hvorfor alle tegn på en tilbagevendende til positiv vækst og en genopretning af indtjeningsevnen i Audio vil blive taget positivt op.

Investeringscase

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

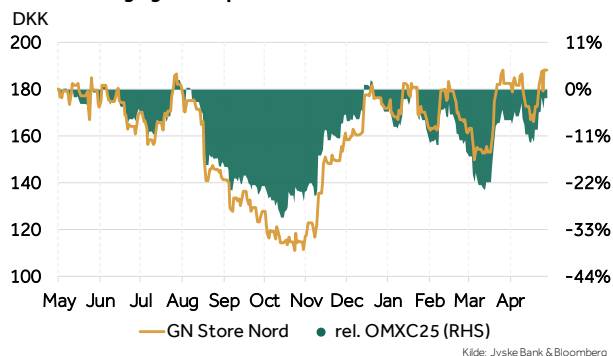
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	18.120	19.177	20.618	22.050
Res. Primær drift	869	2.267	2.784	3.330
Nettoresultat	267	1.324	1.660	2.104
Balance sum	30.200	31.610	33.613	34.037
Egenkapital	9.587	10.852	12.439	12.450
Indtjening per aktie (DKK)	1,9	8,8	11	14
Udbytte pr. aktie (DKK)	0,0	0,0	0,0	1,8
P/E (x)	93	22	17	14
K/I (x)	2,7	2,7	2,3	2,3

Kilde: Jyske Bank & GN Store Nord

GN Store Nord	Køb
Sektor	Cyklisk forbrug
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	200
Lukkekurs (DKK)	190,75
Markedsværdi (DKK mio.)	28.787
Jyske Quant	Q4
Value score	Q3
Quality score	Q4
Momentum score	Q5

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

Netcompany

Afdæmpet start på året

- Årets svageste kvartal venter, og fremgang derfra
- Udlodningen til aktionærerne fortsætter

Årets svageste kvartal venter, og fremgang derfra

Netcompanys 1. kvartal bliver formentligt det svageste i 2024, drevet af færre arbejdsdage pga. den tidlige påske og fortsat begrænset aktivitet i Danmark. Påskeeffekten er dog et rent og skært timingsspørgsmål og vil påvirke tallene tilsvarende positivt i 2. kvartal. Vi er grundlæggende optimistiske omkring Netcompanys vækst- og profitabilitetsudsigter i 2024 og forventer at den danske del af forretningen vil se en forbedring, hvilket kombineret med DALAS-rammeaftalen i Storbritannien og AVINOR-aftalen i Norge, vil gøre det muligt for Netcompany at indfri den høje ende af guidanceintervallet for 2024 (omsætningsvækst 7-10%, driftsmargin før afskrivninger 15-18%).

Udlodningen til aktionærerne fortsætter

Netcompany annoncerede ifm. 4. kvartalsregnskabet et aktietilbagekøbsprogram på DKK 150 mio. som blev afsluttet pr 19. april. Det er vores forventning, at et lignende program vil blive annonceret i forbindelse med 1. kvartalsregnskabet, og vi ser Netcompany annoncere aktietilbagekøb for i alt DKK 600 mio. i 2024 – dermed er selskabet godt på vej til at indfri målsætningen om at udlodde samlet set mere end DKK 2 mia. frem mod 2026, og vi ser det som understøttende for investeringscasen at Netcompany sender noget af overskuddet tilbage til aktionærerne, samtidigt med at man opretholder en fornuftig gældsratio og dermed beholder kapaciteten til at foretage investeringer og opkøb uden at skulle hente ny kapital.

Investeringscase

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

Udvalgte nøgletal

DKKm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	5.545	6.078	6.643	7.377
Res. Primær drift	841	578	811	998
Nettoresultat	603	304	525	671
Egenkapital	3.527	3.830	3.755	3.855
Indtjening per aktie (DKK)	12	6	11	15
Udbytte per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	22	42	23	17
K/I (x)	3,7	3,3	3,4	3,3

Kilde: Jyske Bank & Netcompany

Netcompany	Køb
Sektor	IT
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	350
Lukkekurs (DKK)	256,6
Markedsværdi (DKK mio.)	12.830
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Senior Analyst, Anders Haulund Vollesen, Research

Nordea

Højeste profitabilitet på udsalg

- Et regnskab til UG
- Aktien er fundamentalt undervurderet

Et regnskab til UG

Nordea var den første af de nordiske banker til at aflægge regnskab for årets første kvartal, hvilket blev gjort til UG. Med en annualiseret egenkapitalforrentning for perioden på 17,8% (resulterende i et overskud på EUR 1.361 mia.) fortsatte Nordea stemmen af historisk flotte resultater i kølvandet på de store rentestigninger i 2022. Derfor var det også betryggende at ledelsen kommunikerede at det var deres forventning, at nettorenteindtægterne ville forblive "modstandsdygtige" gennem 2024, omend vi dog forventer, at bankens profitabilitet over tid vil opleve strukturel modvind i takt med at markedsrenterne falder.

Aktien er fundamentalt undervurderet

På trods af en meget stærk kreditkvalitet og den højeste estimerede egenkapitalforrentning i feltet blandt de største nordiske banker, så handler Nordea aktien i øjeblikket med en 2026-indtjeningsmultiplerrabat på ca. 10% ift. peergruppen. Dette anser vi ikke som værende retfærdiggjort og vi mener i øvrigt at bankernes profitabilitet – også på en horisont udover 2024-2025 – bør give anledning til højere indtjeningsmultipler. Vores syn på Nordea-aktien er derfor fortsat positivt.

Investeringscase

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

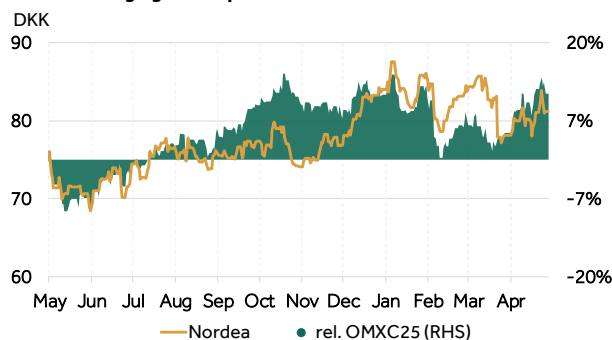
Udvalgte nøgletal

EURm	2022	2023E	2024E	2025E
Omsætning	5.664	7.451	7.802	7.477
Nettoresultat	3.587	4.934	5.222	4.872
Balance sum	594.896	584.702	606.900	617.564
Egenkapital	31.456	31.225	31.759	32.166
Indtjening per aktie (EUR)	1,0	1,4	1,5	1,5
Udbytte per aktie (EUR)	0,7	1,0	1,0	1,1
P/E (x)	11	8	7,2	7,5
K/I (x)	1,3	1,2	1,2	1,2

Kilde: Jyske Bank & Nordea

Nordea	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	95
Lukkekurs (DKK)	81,64
Markedsværdi (DKK mio.)	286.196
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

Stille april for Novo

- Investorerne venter i spænding på regnskabet
- Medicinpriser igen i fokus i USA

Investorerne venter i spænding på regnskabet

April har været en OK måned for Novo-aktien med en stigning på 1%, mens OMXC25 er faldet ca. 2%. April har været en relativ stille måned efter kapitalmarkedsdagen i marts, uden større nyheder, hvor investorerne lader op til regnskabet 2. maj. Vi forventer et fornuftigt regnskab fra Novo, som viser, at efterspørgslen efter Ozempic og fedmemedicin fortsat er massiv. 1. kvartal byder også på et svært sammenligningsgrundlag, hvorfor væksten må forventes at være under det samlede niveau for 2024 – dog forventes væksten fortsat at være over 20% i lokal valuta og med indtjeningsmargin på over 45%. På trods af en fornuftig start forventer vi ikke, at Novo justerer på deres forventninger til helåret endnu. Fokus i regnskabet bliver på ordlyden om leveringsevnerne af Wegovy.

Medicinpriser igen i fokus i USA

Recepttallene for april indikerer fortsat høj efterspørgsel efter fedmemedicin. Receptdata viser en tæt på 4-dobling af antallet af recepter i 1. kvartal (både Wegovy og Zepbound) over det sidste år. Stigningen er skabt af stigende efterspørgsel, lancering af Zepbound og øget kapacitet. April har dog ikke kun budt på positivt nyt for Novo. April startede i modvind, da Bernie Sanders bad Novo sænke priserne på Ozempic og Wegovy markant. Det er bestemt ikke første gang, Sanders sætter fokus på medicinpriserne, som han har gjort til lidt af en mærkesag. Vi anser det som naturligt, at medicinpriserne er i fokus (særligt i valgår), men forventer igen større effekter af det.

Investeringscase

Positive pipeline-nyheder fra Amycretin, opkøb af yderligere produktionskapacitet og forventninger til fremgang i indtjeningsmarginen øger vores tiltro til Novo, som yderligere nyder godt af et stærkt forretningsmomentum i GLP-1-segmentet. Vi vurderer, at Novo har en af de mest attraktive vækstudsigter i sektoren, med en forventet salgsvækst på 19% fra 2024-27 mod et gennemsnit for sektoren på ca. 6%. Novos højere vækst, indtjening og forrentning af kapital mere end retfærdiggør værdiansættelsen

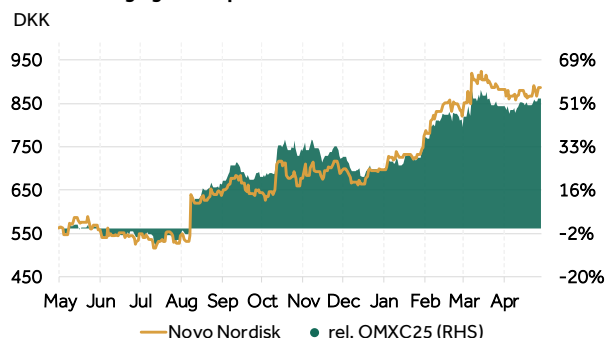
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	232.261	286.380	341.286	403.372
Res. Primær drift	102.574	128.592	153.502	181.932
Nettoreultat	83.683	103.844	122.871	145.961
Balance sum	314.486	401.962	459.494	526.311
Egenkapital	126.822	163.936	190.929	223.214
Indtjening per aktie (DKK)	19	23	28	33
Udbytte per aktie	9	10	11	13
P/E (x)	46	38	32	27
K/I (x)	25	24	21	18

Kilde: Jyske Bank & Novo Nordisk

Novo Nordisk	Køb
Sektor	Sundhed
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	1050
Lukkekurs (DKK)	884,8
Markedsværdi (DKK mio.)	3.950.632
Jyske Quant	Q1
Value score	Q5
Quality score	Q1
Momentum score	Q1

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

- Hurtigere end forventet udrulning af Mounjaro preser 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

Forsat ingen ridser i diamanten

- Fortsat stærkt momentum for Pandora
- Guidance forventes fastholdt indtil videre

Fortsat stærkt momentum for Pandora

Pandora er i april måned faldet med ca. 3%, men er fortsat oppe med 18% år til dato, hvilket er blandt de 6 bedst performende aktier i OMX C25-indekset. Pandora kommer med regnskab d. 2. maj, hvor fokus vil være på salgsudviklingen i kvartalet. Pandora har allerede løftet sløret for salgsudviklingen i de første 5 uger af året, hvor salget i de eksisterende butikker var oppe med en høj encifret procentsats, og vi forventer at det stærke momentum er fortsat kvartalet ud, understøttet af de mange kampanjer, der gik viralt i slutningen af sidste år.

Guidance forventes fastholdt indtil videre

Vi vil dog ikke sætte næsen op efter, at det stærke brandmomentum kan fortsætte året ud, set i lyset af at sammenligningstallene i 2. halvår bliver væsentlig sværere. Den amerikanske økonomi har dog været overraskende robust, og meget tyder på, at vi undgår en mild recession i USA. Det er alt andet lige positivt, men det er fortsat tidligt på året, og vi forventer derfor, at Pandora gentager deres guidance for 2024 – også selv om både vi og markedet forventer, at Pandora slutter året i den høje ende af intervallet og muligvis en anelse over.

Investeringscase

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

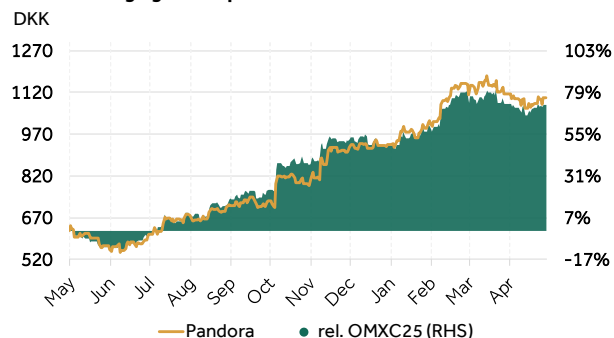
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	30.508	32.697	34.969	36.717
Res. Primær drift	24.112	25.842	27.638	29.020
Nettoresultat	5.095	5.761	6.344	6.837
Egenkapital	7.580	6.673	4.655	4.271
Indtjening per aktie (DKK)	42	53	55	64
Udbytte per aktie	16	16	18	22
P/E (x)	12	20	20	17
K/I (x)	12	13	19	21

Kilde: Jyske Bank & Pandora

Pandora	Hold
Sektor	Cyklisk forbrug
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	1000
Lukkekurs (DKK)	1086
Markedsværdi (DKK mio.)	89.052
Jyske Quant	Q1
Value score	Q3
Quality score	Q1
Momentum score	Q2

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

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

Vice President, Janne Vincent Kjær, Research

Rockwool

Udsigt til konservativ start på året

- Volumentrenden fortsætter
- Prisdisciplinen udgør den største risiko

Volumentrenden fortsætter

Med en stigning på ca. 3% i april måned har Rockwool klaret sig noget bedre end markedet. Aktien har været understøttet af solide regnskaber fra konkurrenterne Saint Gobain og Kingspan, der vidner om, at det værste på volumensiden er ved at være overstået, og at der fortsat er prisdisciplin i markedet. Rockwool kommer med deres 1. kvartalsregnskab d. 15. maj, hvor fokus vil være på volumenudviklingen i kvartalet, og hvorvidt Rockwool er kommet igennem med de annoncerede prisstigninger. Vi forventer, at volumentrenden fra 4. kvartal vil fortsætte ind i 1. kvartal med en volumenvækst, der ligger omkring nul på trods af færre handelsdage i kvartalet.

Prisdisciplinen udgør den største risiko

Den største risiko er relateret til prisdisciplinen i markedet, hvor vi ikke kan afvise, at enkelte konkurrenter kan blive fristet til at sænke priserne, særligt hvis efterspørgslen falder yderligere tilbage. Indtil videre holder priserne sig dog på et stabilt niveau, hvorfor der ikke er tegn på intensiveret priskonkurrence. Vi ser derfor gode muligheder for, at Rockwool vil komme igennem med de normale 1-3%'s prisstigninger i 2024, hvorfor guidance ser konservativ ud.

Investeringscase

Efterspørgslen efter stenuld er drevet af en række langsigtede trends, der er med til at understøtte efterspørgslen efter Rockwools produkter på længere sigt. Blandt de vigtigste kan nævnes 1) et øget fokus på energieffektivitet; 2) et øget fokus på brandsikkerhed; 3) en øget urbanisering og 4) en substitution væk fra plasticbaserede materialer over imod mere naturlige produkter som stenuld. På kort sigt ser vi en risiko for, at de høje renter og højere materialepriser vil påvirke aktivitetsniveauet negativt, hvor særligt nybygningsaktiviteten er hårdt ramt, men vi vurderer, at det værste er ved at være overstået og forventer, at volumenvæksten i 2024 vil ligge og balancere omkring 0%. Rockwool har dog bevist, at de formår at styre fornuftigt igennem et evt. lavere aktivitetsniveau.

Udvalgte nøgletal

EURm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	3.620	3.638	3.856	4.088
Res. Primær drift	518	512	565	620
Nettoresultat	389	393	434	476
Balance sum	3.477	3.596	3.789	4.014
Egenkapital	2.804	2.918	3.071	3.255
Indtjening per aktie (EUR)	18	18	20	21
Udbytte per aktie (EUR)	5,5	5,6	6,1	6,4
P/E (x)	15	17	16	15
K/I (x)	2,0	2,3	2,2	2,1

Kilde: Jyske Bank & Rockwool

Rockwool	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	2350
Lukkekurs (DKK)	2304
Markedsværdi (DKK mio.)	49.874
Jyske Quant	Q1
Value score	Q2
Quality score	Q1
Momentum score	Q2

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

- Opbremssning i den globale vækst.
- Stigende renter påvirker nybygningsaktiviteten negativt.
- Lav kapacitetsudnyttelse vil lægge pres på marginen.
- 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

Fik vi endelig et positivt vendepunkt?

- En tidlig, men positiv overraskelse
- Lovende takter for de kommende år

En tidlig, men positiv overraskelse

April har været en fantastisk måned for Unibrew-aktien, som har været den bedst performende aktie i OMX C25-indekset, med en stigning på 17%, mens OMX C25 er faldet 1,4%. Den stærke performance skyldes en tidlig annoncering af et imponerede godt regnskab for 1. kvartal og opjusterede forventninger til helåret. Investorerne kvitterede med at sende aktien op med 18%. Markedsreaktionen vidner også om, at markedet køber ind på, at skuffelserne er ovre for Unibrew. Vi deler markedsbegejstringen og løfter vores forventninger til 2024 – og anser den løftede guidance for værende en smule konservativ og vurderer i stedet, at Unibrew lander i den høje ende af det nye guidanceinterval. For 2024 forventer vi et samlet salg på DKK 15,128 mia. (Unibrew guider for ca. DKK 15 mia.) og en driftsindtjening på DKK 2.013 mio., hvor Unibrew guider for DKK 1.875-2.025 mio.

Lovende takter for de kommende år

Særligt positivt var det at opjusteringen blev begrundet med hurtigere end forventet integration af Vrumona og San Giorgio, hvilket gavner kapacitetsudnyttelsen og sender lovende signaler for indtjeningsforbedringerne i de kommende år. Unibrew selv mener, at de er bedre positioneret end tidligere – 1. kvartalsregnskabet var første bevis på dette, og vi ser en mulighed for, at kapitalmarkedsdagen 13. maj kan bekræfte dette yderligere, hvilket kan betyde, at aktien fortsætter op.

Investeringscase

1. kvartal 2024 ser ud til at være det positive vendepunkt, som Unibrew aktionærene har ventet på. Den tidligere opjustering vidner om solid omkostningskontrol – et element, som netop har manglet lidt de sidste par år. Opjusteringen begrundes bl.a. med hurtigere end forventet integration af Vrumona og San Giorgio, hvilket gavner kapacitetsudnyttelsen og sender lovende signaler for indtjeningsforbedringerne i de kommende år. Unibrew selv mener, at de er bedre positioneret end tidligere – 1. kvartals regnskabet var første bevis på dette, og vi ser en mulighed for, at kapitalmarkedsdagen d. 13. maj kan bekræfte dette yderligere, hvilket kan betyde, at aktien fortsætter op.

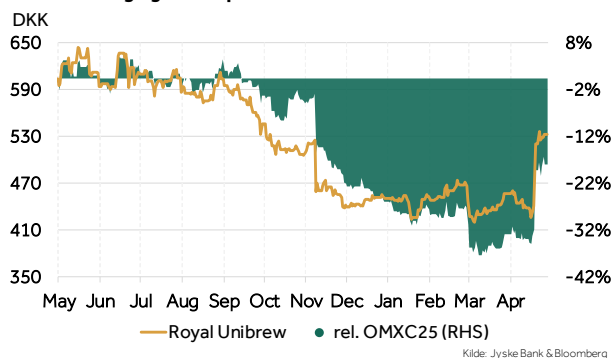
Udvalgte nøgletal

DKKm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	12.927	15.128	15.757	16.378
Res. Primær drift	1.638	2.013	2.201	2.370
Nettoresultat	1.095	1.302	1.473	1.618
Balance sum	17.778	19.018	19.852	20.818
Egenkapital	5.748	6.269	6.947	7.756
Indtjening per aktie (DKK)	22	26	29	32
Udbytte per aktie	0	16	16	16
P/E (x)	24	21	18	17
K/I (x)	4	4,3	3,9	3,5

Kilde: Jyske Bank & Royal Unibrew

Royal Unibrew	Køb
Sektor	Stabilt forbrug
Risiko	Mellem
12-m. kursmål (DKK)	575
Lukkekurs (DKK)	539
Markedsværdi (DKK mio.)	27.058
Jyske Quant	Q2
Value score	Q3
Quality score	Q2
Momentum score	Q1

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

En undervurderet kvalitetsaktie

- Solide resultater, trods vådt 1. kvartal
- Aktien har haft en hård start på året

Solide resultater, trods vådt 1. kvartal

Tryg leverede et solidt 1. kvartalsregnskab uden de helt store overraskelser. Høje vejrligs- og storskader tyngede resultatet, men dette var allerede forventet af markedet efter en særdeles våd start på året og tydelig kommunikation fra Tryg. Dårligt vejr er ensbetydende med glatte veje, hvilket var afspejlet i en forhøjet skadesfrekvens på motorforsikring, hvor Tryg oplevede 4-10% flere skader end samme periode sidste år i sine markeder. Dette var dog ikke nok til at forværre Trygs underliggende erstatningsprocent (0,5% point forbedring å/å) og det er også ledelsens vurdering at problematikken vil blive løst i takt med at nye prisinitiativer indføres.

Aktien har haft en hård start på året

Et hår i suppen for årets første tre måneder var et stort fald i forsikringsindtægterne fra Industri (-12,6% å/å). Det er dog vigtigt at påpege, at kundeafgangen sker i forbindelse med prisstigninger, hvilket derfor vil bidrage til at løfte lønsomheden på de blivende kunder. Tryg aktien har siden årets start tabt ca. 4% inkl. udlodning, hvilket har medvirket til at Tryg nu handler på en rabat ift. selskabets historiske indtjeningsmultipel på ca. 20% og også med en lille rabat relativt til selskabets konkurrenter. Da kvaliteten af selskabet i vores vurdering er forblevet uændret, og Tryg ventes at have den bedste combined ratio i feltet de kommende år, er dette en attraktiv mulighed for at købe op i aktien.

Investeringscase

Attraktiviteten af Trygs stabile forretningsmodel, solide vækstudsigter i flere af Trygs segmenter og et strategisk fornuftigt og værdiskabende opkøb af RSA/Codan er ikke til at komme udenom. Vi mener ikke, at Tryg-aktiens nuværende leje afspejler værdien af selskabet og ultimativt det stabile udlodningspotentiale, som Tryg historisk har været garanteret for. Risikoen for, at Tryg ikke kan levere de forventede synergieffekter frem mod 2024, er til stede, men erfaringerne fra det succesfulde Alka-opkøb bør alt andet lige øge troværdigheden omkring Trygs evne til at levere som lovet.

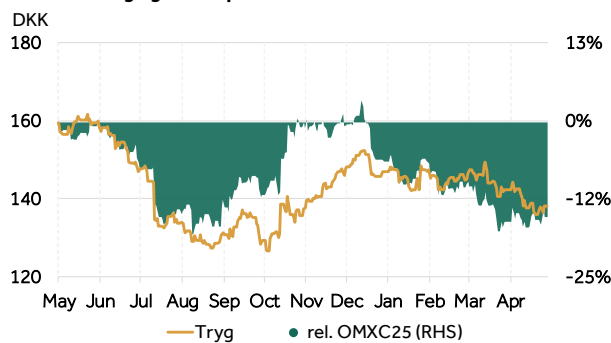
Udvalgte nøgletal

DKKm	2024	2024E	2025E	2026E
Bruttopræmieindtægter	39.102	41.236	43.385	0
Teknisk resultat	7.566	7.810	8.229	0
Nettoreultat	5.008	5.385	5.734	0
Balance sum	120.901	126.099	130.165	0
Egenkapital	37.440	37.057	36.754	0
Indtjening per aktie (DKK)	8,0	8,7	9,4	0,0
Udbytte per aktie	7,8	8,2	8,4	0,0
P/E (x)	17	16	15	0
K/I (x)	9,6	10,2	10,8	0,0

Kilde: Jyske Bank & Tryg

Tryg	Køb
Sektor	Finans
Risiko	Lav
12-m. kursmål (DKK)	170
Lukkekurs (DKK)	139,2
Markedsværdi (DKK mio.)	85.802
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

Vindstille kvartal for Vestas

- Svag ordreindgang giver opsamlingsmulighed
- 1. kvartal bliver ikke prangende

Svag ordreindgang giver opsamlingsmulighed

Vestas har i april måned oplevet et kursfald på små 4%, hvilket er en anelse mere end markedet. Aktiekursen har været presset af en svag ordreindgang, hvor Vestas i 1. kvartal har annonceret 1.503 MW i ordrer, hvilket er mindre end markedet havde sat næsen op efter. Det skal dog ses i lyset af den stærke ordreindgang i 4. kvartal. Vi er derfor ikke så bekymrede for den svage ordreindgang i 1. kvartal og har fortsat har tiltro til, at ordrerne fra USA fortsætter med at rulle ind, understøttet af en stærk pipeline af potentielle ordrer. Vi vil derfor bruge den seneste tids kursfald til at supplere op i aktien.

1. kvartal bliver ikke prangende

Vestas aflægger regnskab d. 2. maj. Vi vil dog ikke sætte næsen op efter noget prangende resultat – tvært imod kigger vi ind i et lavere aktivitetsniveau end sidste år. Vi forventer derfor, at overskudsgraden vil ligge og balancere omkring 0%, med risiko for en svagt negativ indtjeningsmargin. 1. kvartal er dog traditionelt et svagt kvartal, hvorfor vi forventer, at markedet vil se igennem fingrene med det svage resultat, særligt hvis Vestas fastholder forventningerne til helåret, hvilket vi forventer.

Investeringscase

Vestas er godt på vej i forhold til at genetablere indtjeningsvejen efter 2 år, hvor selskabet ikke har formået at tjene penge på selve møllerne. Det værste er dog overstået, og vi forventer en gradvis bedring i indtjeningsvejen hen over de næste to år i takt med, at kvaliteten af ordrebogen forbedres, og Vestas begynder at eksekvere på ordrer, der er taget ind på højere priser. Profitabiliteten forventes derfor at være tilbage på et normaliseret niveau i 2025. Samtidig begynder ordrerne i USA at rulle ind, hvor forlængelsen af skatterabatordningen åbner op for en markant stigning i installationsniveauet hen over de næste par år. Den langsigtede væksthistorie er derfor intakt, understøttet af en række ambitiøse målsætninger fra verdens førende lande, der forventes at sætte skub i udbygningen af vindkraft både på land og til havs.

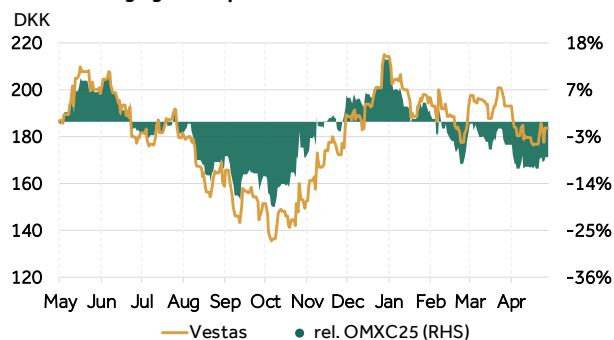
Udvalgte nøgletal

EURm	2023	2024E	2025E	2026E
Omsætning	15.382	17.187	21.339	23.399
Res. Primær drift	292	871	1.891	2.285
Nettoresultat	78	619	1.405	1.708
Balance sum	21.879	23.779	28.735	32.139
Egenkapital	3.042	3.607	4.975	6.598
Indtjening per aktie (EUR)	0,1	0,6	1,4	1,7
Udbytte per aktie (EUR)	0,1	0,0	0,0	0,1
P/E (x)	318	40	18	15
K/I (x)	8,2	7	5	3,8

Kilde: Jyske Bank & Vestas

Vestas	Køb
Sektor	Industri
Risiko	Høj
12-m. kursmål (DKK)	220
Lukkekurs (DKK)	185,05
Markedsværdi (DKK mio.)	186.876
Jyske Quant	Q5
Value score	Q4
Quality score	Q5
Momentum score	Q4

Kursudvikling og relativ performance



Selskabsbeskrivelse

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

Risikofaktorer

- Afdæmpet efterspørgsel pga. tilbageholdenhed blandt kunderne eller strammere finansieringsvilkår.
- Udløb af skatterabat 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 siden sidst (27-03-2024)

Selskab	Aktuel kurs	Aktuelt kurs-mål	Tidligere kursmål	Dato for ændring af kursmål	Anbefaling	Tidligere anbefaling	Dato for ændring af anbefaling	Analytiker
A.P. Møller - Mærsk	10595 (DKK)	12500 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Morten Holm Enggaard
Alm Brand	12,26 (DKK)	16 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Carlsberg	952,8 (DKK)	1100 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Coloplast	861,8 (DKK)	925 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Danske Bank	203 (DKK)	230 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Demant	341 (DKK)	360 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Janne Vincent Kjær
DSV	1016 (DKK)	1550 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Morten Holm Enggaard
Genmab	1970 (DKK)	2850 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
GN Store Nord	190,75 (DKK)	200 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
Netcompany	256,6 (DKK)	350 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Nordea	81,64 (DKK)	95 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Novo Nordisk	884,8 (DKK)	1050 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Henrik Hallengreen Laustsen
Pandora	1086 (DKK)	1000 (DKK)	-	-	Hold	-	-	Janne Vincent Kjær
Rockwool	2304 (DKK)	2350 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær
Royal Unibrew	539 (DKK)	575 (DKK)	525 (DKK)	22-04-2024	Køb	Hold	22-04-2024	Henrik Hallengreen Laustsen
Tryg	139,2 (DKK)	170 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Anders Haulund Vollesen
Vestas	185,05 (DKK)	220 (DKK)	-	-	Køb	-	-	Janne Vincent Kjær

Kilde: Jyske Bank

Se historiske anbefalingsændringer [her](#)

Vigtig Investorinformation

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

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

Analysen og anbefalinger er generelle informationer og ikke personlig rådgivning.

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

Interessekonflikter

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

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

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

Læs mere om Jyske Banks politik om interessekonflikter på:

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

Modeller

Kvantitative anbefalinger på enkeltsselskaber

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

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

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

Fundamentale anbefalinger på enkeltsselskaber

Jyske Quant Global Large Cap Equities (se beskrivelse under afsnittet "Modeller") anvendes til at screene markedet og identificere fremtidens potentielle vindere. Ved lancering af en ny Køb eller Stærkt Køb anbefaling skal selskabet score i Q1 eller Q2 – det vil sige blandt de 40% bedst scorende selskaber i Jyske Quant Global Large Cap Equities. Vi revurderer løbende vores anbefalinger. Det afgørende for, hvornår vi ændrer en anbefaling fra Køb eller Stærkt 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 mellemperiode, hvori det antages, at selskabet vil være i stand til at opretholde sin konkurrencemæssige fordel og en terminalperiode. Beregningen af værdien i budgetperioden og mellemperioden 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 estimataendringer og anbefalingsændringer.

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

Anbefalingsbegreber

Kvantitative anbefalinger på enkeltsselskaber

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

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

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

Fundamentale anbefalinger på 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. Handes værdipapirer i en anden valuta end investors basisvaluta, så påtager investor sig en valutarisiko. Er der tale om en ADR eller lignende, er valutarisikoen forbundet med den valuta, som moderselskabet handles i.

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

Afkast og kursudvikling

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

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

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

Skat

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

Flere informationer

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

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