

30/04/2020 23:27

# Danske Aktier

## Anbefalinger

Flyvere og dykkere

Analysen af danske aktier som Handelsbanken har analysedækning på





# Indholdsfortegnelse

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| Flyvere: Størst potentiale på kort sigt | 4  |
| Dykkere: Mindst potentiale på kort sigt | 5  |
| A.P. Møller - Mærsk                     | 5  |
| Alk-Abello                              | 7  |
| Ambu                                    | 8  |
| Carlsberg                               | 9  |
| Chr. Hansen                             | 10 |
| Coloplast                               | 11 |
| Danske Bank                             | 12 |
| Demant                                  | 13 |
| DSV Panalpina                           | 14 |
| FLSmidth & Co                           | 15 |
| Genmab                                  | 16 |
| GN Store Nord                           | 17 |
| ISS                                     | 18 |
| Jyske Bank                              | 19 |
| Lundbeck                                | 20 |
| Nordea                                  | 21 |
| Novo Nordisk                            | 22 |
| Novozymes                               | 23 |
| Pandora                                 | 24 |
| Ringkjøbing Landbobank                  | 25 |
| Rockwool                                | 26 |
| Royal Unibrew                           | 27 |
| SimCorp                                 | 28 |
| Spar Nord                               | 29 |
| Sydbank                                 | 30 |
| Topdanmark                              | 31 |
| Tryg                                    | 32 |
| Vestas                                  | 33 |
| Definitioner og forklaringer            | 34 |
| Særlige oplysninger                     | 36 |

# Flyvere: Størst potentiale på kort sigt

Her giver vi vores bud på de tre 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. Flyvere er udvalgt blandt de aktier som vi har en Hold eller købsanbefaling på og er en kortsigtet handelsanbefaling (op til 3 måneder).

## Alk-Abello

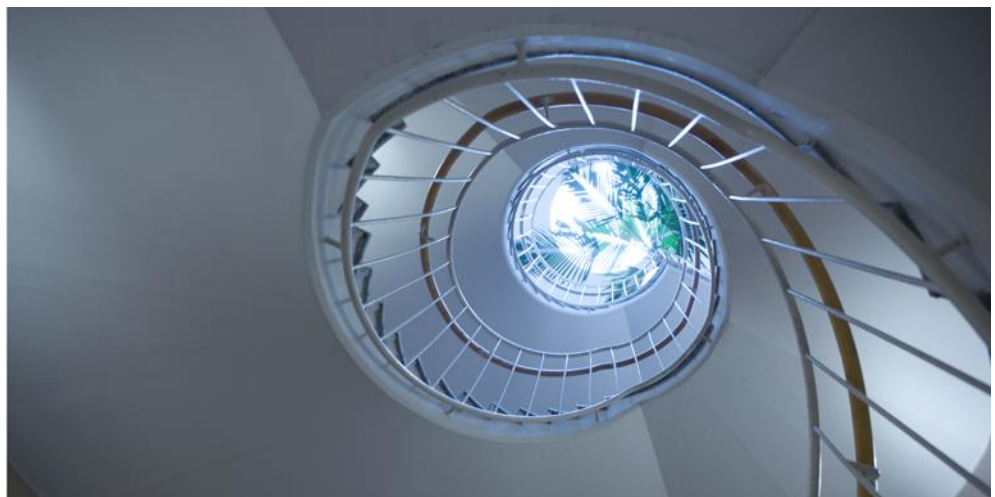
- Alk-Abellos japanske partner rapporterede et solidt regnskab, hvor salget af Alk-Abellos allergitabletter generede en samlet vækst på 238% relativt til sidste år, hvilket var markant højere end ventet.
- Alk-Abellos best-in-class allergimidler befinder sig i et marked med en oligopol konkurrencesituation og en solid strukturel markedsvækst med en lav generisk risiko.
- Efterspørgslen på tabletbaserede allergimidler, der kan købes på apotekerne i håndkøb, vil formentlig være stigende som følge af corona-pandemien.

## Coloplast

- Selskabets solide defensive kvaliteter vil holde hånden under aktien.
- Coloplast genererer en solidt vækst upåagtet af, hvordan den globale økonomi udvikler sig.
- Størstedelen af Coloplasts divisioner ventes at være nogenlunde on track i forhold til markedets forventninger på trods af corona-pandemien.

## Pandora

- Trods modvinden fra diverse butikslukninger så har vi fået indikationer på, at salget var forholdsvis acceptabelt indtil ultimo februar.
- Vi ser en sandsynlighed for, at konsensus er for pessimistiske forud for regnskabet.
- Pandoras omstruktureringsindsatser vil bære frugt på trods af virusudbredelsen.



## Dykkere: Mindst potentiale på kort sigt

Her giver vi vores bud på de tre 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. Dykkere er udvalgt blandt de selskaber som vi har en Salgsanbefaling på og er en kortsigtet handelsanbefaling (op til 3 måneder).

### Demant

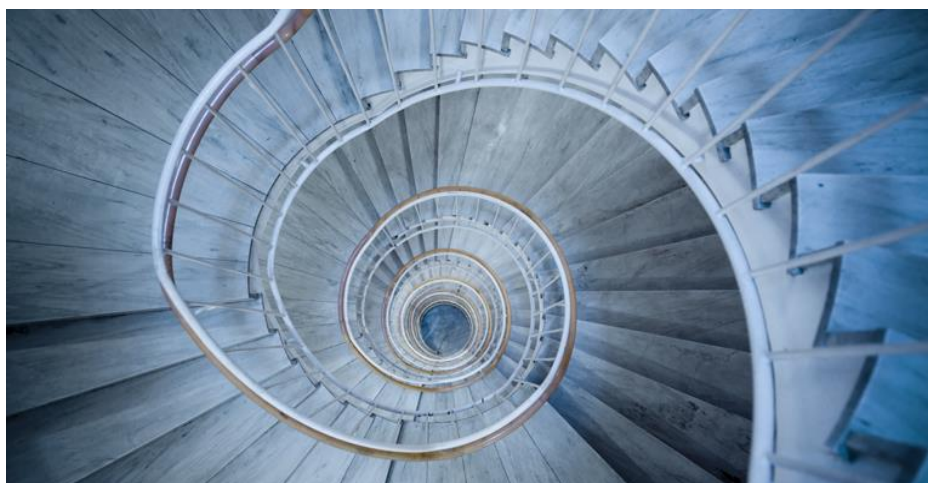
- Demant vil være blandt de hårdest ramte selskaber i sektoren som følge af corona-pandemien.
- Salget af høreapparater, der siden nedlukningerne af økonomierne har vist en nedadgående salgstrend, tegner sig for godt 77% af Demants samlede omsætning.
- Omsætningen i Demants 3.000 detailbutikker stort set er gået i stå.

### Novozymes

- Amerikansk produktion af biobrændstof har været faldende i flere uger i træk.
- Bioenergi divisionen ventes at opleve et fald i væksten på 18% idet færre amerikanere kører længere distancer, mens svagere makroøkonomiske opgørelser ligeledes dæmper efterspørgslen.
- Vi finder prisfastsættelsen for anstrengt, specielt når man antager den beskedne toplineudvikling i betragtning.

### Spar Nord

- Nedskrivningsniveauet ventes at ende højere end niveauet i 2019.
- Vi ser umiddelbart ingen kurstriggere eller potentielle nyheder, der kan understøtte en positiv kursudvikling på 12 måneders sigt.
- Vi ser fortsat en forhøjet risiko for skuffelser i de kommende kvartalsregnskaber.



# A.P. Møller - Mærsk



## Disciplin, disciplin og atter disciplin

- Fragtselskaberne har reduceret deres planlagte sejlads
- Fragtraterne holder et overraskende højt niveau
- Vi fastholder købsanbefalingen og kursmålet på 9.000 kr.

**Nuværende anbefaling: Køb**  
**Selskabsspecifik risiko: Høj**

### Ny bølge med volumennedgang i sigte

A.P. Møller-Mærsk rapporterer deres regnskab for 1. kvartal 2020 den 13. maj. Imidlertid har Mærsk dog allerede offentliggjort foreløbige regnskabstal for 1. kvartal. Således venter Mærsk en driftsindtjening (EBITDA) på 1,4 mia. dollar i 1. kvartal 2020 på trods af et volumenfald på 5%. Til sammenligning genererede Mærsk en driftsindtjening på 1,2 mia. dollar i 1. kvartal 2019. Umiddelbart venter vi, at 2. kvartal 2020 ligeledes bliver et stærkt kvartal på trods af udsigten til en betydelig volumennedgang. Således har fragtselskaberne reduceret deres planlagte sejlads indtil udgangen af maj måned fra Asien til Europa med 30-40% og med 10-15% fra Asien til Nordamerika.

### Fragtraterne har holdt et overraskende stabilt niveau

Fragtraterne på containerfragt har i 2020 holdt et overraskende stabilt niveau trods udsigten til en økonomisk krise. Vi anerkender, at dette delvist kan skyldes den midlertidige effekt af, at fragtselskaberne er ved at gennemføre eftermonteringerne af røgningsanlæg på deres fragtskibe for at imødekomme de nye brændstofregler. Vi vurderer, at dette reducerer det tilgængelige udbud med 3-4% i størstedelen af 2020. Disse fragtskibe bliver dog gradvist indfaset på markedet igen. Det store spørgsmål i den forbindelse er dog, om de kan indfases igen uden at skabe ubalance i markedet. For at undgå ubalance må fragtselskaberne fortsætte med at tilpasse deres sejlads i forhold til den lavere efterspørgsel. Således afspejler udviklingen i fragtraterne ligeledes den ændrede konkurrencesituation som følge af coronavirus-udbruddet, hvor udbuddet tilpasses i forhold til udsvingene i efterspørgslen.

### Disciplinen beskytter lønsomheden

Vores positive syn på aktien skyldes blandt andet Mærskes evne til konstant at opretholde en disciplineret flådestørrelse, hvilket giver selskabet en konkurrencemæssig fordel relativt til resten af sektoren. Derudover er vi fortsat konfidente i forhold til vores forventninger om, at fragtselskaberne, på trods af de svære markedsvilkår, formår at holde disciplinen intakt, hvilket vil vise sig nyttigt i mange år frem, eftersom dette beskytter lønsomheden.

### Udvalgte nøgletal

| USDm                       | 2019   | 2020e  | 2021e  | 2022e  |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Omsætning                  | 38,890 | 39,380 | 42,224 | 43,491 |
| Res. Primær drift          | 1,725  | 890    | 2,707  | 3,149  |
| Nettoresultat              | -84    | 221    | 2,038  | 2,212  |
| Balance sum                | 55,399 | 53,742 | 54,949 | 56,228 |
| Egenkapital                | 28,837 | 27,720 | 29,220 | 30,895 |
| Indtjening per aktie (USD) | -4     | 11     | 103    | 113    |
| Udbytte per aktie          | 150    | 150    | 150    | 150    |
| P/E (x)                    | 75     | >99    | 10     | 9      |
| K/I (x)                    | 1      | 0.7    | 0.7    | 0.7    |

Kilde: Handelsbanken Capital Market

### Anbefaling de næste 12 måneder

|                                 |                       |
|---------------------------------|-----------------------|
| Kursmål, inkl. udbytte (DKK)    | 9,000                 |
| Potentiale (%)                  | 30                    |
| Sistelukkekurs (DKK)            | 6,918                 |
| Dato                            | 2020-04-29            |
| Markedsværdi (DKKbn)            | 135                   |
| Sektor                          | Transportation        |
| Næste regnskab.....fore Market) | 13/05/2020: Q1 report |

### Absolut og relativ kursudvikling



Kilde: Handelsbanken Capital Markets

### Noter og kommentarer

Vores favoritaktie i transportsektoren er på nuværende tidspunkt A.P. Møller-Mærsk, som vi har en Købsanbefaling på. Vi anbefaler ikke at købe DSV Panalpina, som vi har en Salgsanbefaling på.

### Selskabsbeskrivelse

A.P. Møller - Mærsk er et integreret containerlogistikfirma, der arbejder for at forbinde og forenkle kundernes forsyningskæder. Selskabet er en ledende global aktør i shippingbranchen og opererer i 130 lande og beskæftiger omkring 76.000 mennesker.

For yderligere oplysninger se side 34-37.

# Alk-Abello



## Effektive best-in-class allergimidler

- Solid strukturel markedsvækst med en lav generisk risiko
- Efterspørgslen på tabletbaserede allergimidler vil være stigende
- Vi fastholder vores købsanbefaling og kursmål på 2.080 kr.

### Fundamentalt set blandt de mest solide selskaber

Alk-Abello har et af de mere solide forretningsgrundlag i vores analyseunivers, hvilket også er anerkendt af markedet. Således er aktien steget med omkring 6% i år, hvilket er markant bedre end det gennemsnitlige niveau for aktierne i eliteindekset. Vi venter en fortsat positiv kursudvikling, der vil være understøttet af investorer, der køber op i aktien i takt med, at de kommende kvartalsregnskaber vil vise en fortsat solid vækst, der er relativt upåvirket af corona-pandemien. Fra et fundamentalt perspektiv, er ALK-Abello blandt vores favoritaktier, idet selskabets patientvenlige og effektive best-in-class allergimidler befinder sig i et marked med en oligopol konkurrencesituation (få, men store udbydere) og en solid strukturel markedsvækst med en lav generisk risiko.

### Japansk partner med en positiv overraskelse

ALK-Abellos japanske partner Torii rapporterede et solidt regnskab for 1. kvartal 2020, hvor salget af ALK-Abellos allergitabletter genererede en samlet vækst på 238% relativt til samme periode sidste år. På trods af at der ikke er en perfekt korrelation mellem Torris omsætning af allergitabletter og ALK-Abello, er dette dog markant højere end vores forventninger om, at ALK-Abello i 1. kvartal vil opleve en omsætningsvækst på 63% fra allergitabletter solgt af Torri. Derudover kan den nuværende markedssituation som følge af corona-pandemien på langt sigt være til gavn for Alk-Abello, eftersom de relativt set mindre producenter i branchen vil opleve økonomiske udfordringer. Derudover vil efterspørgslen på tabletbaserede allergimidler, der kan købes i apotekerne, formentlig være stigende. Med sin diversificerede portefølje af allergitabletter er Alk-Abello solidt positioneret til at høste frugterne af dette.

### Klimaforandringer styrker indtjeningspotentialt

Vi vurderer, at Alk-Abello på nuværende tidspunkt har et stabilt fundament, der agerer som springbræt mod yderligere vækst. Således består Alk-Abellos portefølje af lægemidler hovedsageligt af en varieret og differentieret mængde af tablet- og sprøjtebaserede allergiprodukter, der står til at opleve en markant omsætningsvækst i de kommende år. Dette skyldes blandt andet klimaforandringerne, der vil resultere i et stigende antal af allergier på globalt plan. Derudover oplever man blandt andet i Europa, at foråret indtræder tidligere, hvilket forlænger græs- og pollenallergisæsonen. Dette styrker alt andet lige ALK-Abellos indtjeningspotentialt.

### Udvalgte nøgletal

| DKKm                       | 2018  | 2019  | 2020e | 2021e |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Omsætning                  | 2,915 | 3,274 | 3,630 | 4,048 |
| Res. Primær drift          | -96   | -14   | 42    | 270   |
| Nettoresultat              | -168  | -50   | -8    | 175   |
| Balance sum                | 4,865 | 5,011 | 5,149 | 5,298 |
| Egenkapital                | 3,179 | 3,129 | 3,121 | 3,296 |
| Indtjening per aktie (DKK) | -15   | -4    | -0.8  | 16    |
| P/E (x)                    | n.m   | n.m   | >99   | 83    |
| K/I (x)                    | 3     | 6     | 6     | 6     |

Kilde: Handelsbanken Capital Markets

**Nuværende anbefaling: Køb**  
**Selskabsspecifik risiko: Mellem**

### Anbefaling de næste 12 måneder

|                                 |                                 |
|---------------------------------|---------------------------------|
| Kursmål, inkl. udbytte (DKK)    | 2,080                           |
| Potentiale (%)                  | 24                              |
| Sistelukkeus (DKK)              | 1,682                           |
| Dato                            | 2020-04-29                      |
| Markedsværdi (DKKbn)            | 19                              |
| Sektor                          | Pharmaceuticals & Biotechnology |
| Næste regnskab.....fore Market) | 06/05/2020: Q1 report           |

### Absolut og relativ kursudvikling



Kilde: Handelsbanken Capital Markets

### Noter og kommentarer

Vores favoritaktier i medicinal- og bioteksektoren er Alk-Abello og Novo Nordisk, som vi har på køb. Vi er også positive på Genmab og Lundbeck, som vi har på hold.

### Selskabsbeskrivelse

Alk-Abello producerer vacciner til behandling af allergi. Målsætningen er at kurere allergi samt udvikle stadig mere patientvenlige og effektive lægemidler. Alk er førende inden for vacciner mod allergi. Grazax-tabletten mod græspollenallergi er selskabets flagskip på produktsiden.

Selskabet står selv for salget af Grazax i Europa, mens salget i USA på sigt skal varetages af Merck. Udviklingsporteføljen består bl.a. af produktkandidater til behandling af allergi overfor pollen og husstøvmider.

For yderligere oplysninger se side 34-37.



# Ambu



## Markant opjustering af forventningerne

- Rekordsalg af aScope 4 endoskopet
- Eksplosiv efterspørgselsstigning i USA i vente
- Vi har en købsanbefaling, mens kursmålet hæves til 215 kr. (175 kr.)

### Salget af endoskoper nyder godt af virusudbruddet

I modsætning til den generelle udvikling på aktiemarkederne har Ambu-aktien vist sig at være et ganske solidt bekendtskab i år, hvor aktien er steget med mere end 100%. Aktien har i denne måned fået yderligere medvind fra en ganske markant opjustering af forventningerne til udviklingen i kalenderåret 2019/20, mens selskabet leverede solide foreløbige resultater for 2. kvartal 2019/20 (januar-marts). Opjusteringen skyldes et rekordsalg af aScope 4 endoskopet som et resultat af en eksplosiv stigning i efterspørgslen som følge af coronavirus-udbruddet.

### Efterspørgslen på engangsendoskoper ventes intakt

Ambu venter nu et endoskopsalg på mere end 1 mio. enheder mod tidligere 0,9 mio. enheder. Derudover har Ambu løftet deres forventninger til udviklingen i den organiske vækst, der nu ses lande på 26-30% (tidligere 16-22%). Vi vurderer, at den solide omsætningsudvikling formentlig fortsætter i april-maj drevet af en eksplosiv stigning i efterspørgslen på engangsendoskoper i USA. Efterspørgslen på engangsendoskoper forventes som minimum at være intakt resten af året, idet engangsendoskoperne minimerer risikoen for smittespredning blandt patienter.

### Lancering af aScope Duo bliver næste kurstrigger

Den næste helt store kurstrigger bliver formentlig lanceringen af engangsendoskopet aScope Duo. Vi vurderer, at omsætningen fra aScope Duo potentielt kan nå 2 mia. kr. i 2023/24, hvilket vil sikre Ambu en solid markedsposition. Vi vurderer, at Ambu er i den sidste fase i forhold til udviklingen af den endelige version af deres aScope Duo engangsendoskop, mens vi venter en godkendelse fra FDA inden for de kommende måneder. Vi vurderer, at Ambu vil undersøge mulighederne for at investere yderligere i R&D samt salg fremme aktiviteter. Vi er store tilhængere af Ambus konstante fokus på at fremme salgstyrken, der effektivt vil kunne kommercialisere de kommende lanceringer af engangs-endoskoper. På trods af den dyre prisfastsættelse med en P/E på 66,7x for 2021/22, vurderer vi ikke, at der er andre nordiske selskaber, der tilbyder et lignende potentiale.

### Udvalgte nøgletal

| DKKm (FYE: 30/09)          | 18/19   | 19/20e  | 20/21e  | 21/22e  |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Omsætning                  | 2,820   | 3,651   | 4,358   | 5,332   |
| Res. Primær drift          | 306     | 531     | 678     | 1,135   |
| Nettoresultat              | 317     | 354     | 472     | 829     |
| Balance sum                | 4,569   | 4,972   | 5,467   | 6,354   |
| Egenkapital                | 2,179   | 2,434   | 2,803   | 3,518   |
| Indtjening per aktie (DKK) | 1       | 1       | 2       | 3       |
| Udbytte per aktie (DKK)    | 400,000 | 416,162 | 462,557 | 812,005 |
| P/E (x)                    | 64      | >99     | >99     | 65      |
| K/I (x)                    | 14      | 23      | 20      | 15      |

Kilde: Handelsbanken Capital Market

Nuværende anbefaling: **Køb**

Selskabsspecifik risiko: **Høj**

### Anbefaling de næste 12 måneder

|                                 |                                 |
|---------------------------------|---------------------------------|
| Kursmål, inkl. udbytte (DKK)    | 215                             |
| Potentiale (%)                  | 1.8                             |
| Sistelukkekurs (DKK)            | 211                             |
| Dato                            | 2020-04-29                      |
| Markedsværdi (DKKbn)            | 52                              |
| Sektor                          | Healthcare Equipment & Services |
| Næste regnskab.....fore Market) | 05/05/2020: Q2 report           |

### Absolut og relativ kursudvikling



Kilde: Handelsbanken Capital Markets

### Noter og kommentarer

Vores favoritaktie blandt de medikoteknologiske selskaber er og Ambu, som vi har på køb. Derudover er vi også positive på Coloplast og GN Store Nord, som vi har på Hold. Vi anbefaler ikke at investere i Demant, som vi har på Salg.

### Selskabsbeskrivelse

Ambu udvikler og producerer diagnostisk og livbærende udstyr til hospitaler og medicinske klinikker. Det Virksomheden opererer gennem tre forretningsområder: Anæstesi, Patient Monitoring & Diagnostics og Visualisering.

For yderligere oplysninger se side 34-37.



# Carlsberg

## Samtlige markeder er under pres

- Volumenerne vil falde yderligere i 2. kvartal
- Markedsudviklingen er fortsat uforudsigelig
- Hold-anbefalingen fastholdes, mens kursmålet hæves til 900 kr. (850 kr.)

### Så langt så godt, men volumenerne er under pres

På trods af at Carlsberg i 1. kvartal 2020 rapporterede en omsætning, der var 1% højere end de relativt pessimistiske konsensusforventninger, hersker der dog ingen tvivl om, at indtjeningspotentialer på samtlige af Carlsbergs markeder vil være begrænset i 2. kvartal 2020. Således har selskabets adm. direktør påpeget, at størstedelen af selskabets markeder fortsat vil være påvirket af coronavirus-udbruddet i 2. kvartal, mens det kinesiske marked så småt viser tegn på bedring. Det kinesiske marked var ellers hårdest ramt i 1. kvartal 2020, hvor Carlsberg rapporterede et omsætningsfald på omkring 12% relativt til sidste år. Som en konsekvens af blandt andet ændret forbrugsadfærd venter Carlsberg, at volumenerne vil falde yderligere i 2. kvartal, mens selskabet har understreget at april formentlig vil være hårdest ramt.

### Guidance fortsat suspenderet

Carlsberg har set sig nødsaget til at fortsætte suspenderingen af deres guidance for 2020, idet markedsudviklingen fortsat er uforudsigelig. Således er det fortsat uklart hvornår ontrade-handlen (barer, cafeer og restauranter) igen må åbnes på stort set samtlige af Carlsbergs markeder. På trods af at en række europæiske lande så småt er ved at implementere deres genåbningsstrategier, er det vores overbevisning, at genåbningen af cafeer og restauranter vil være blandt de sidste i køen, mens det endnu er uvist, hvornår sportsarrangementer og større begivenheder genoptages. De pandemirelaterede foranstaltninger vil således sætte indtjeningen under pres, særligt i Vesteuropa, der har været hårdt ramt i april.

### Seneste kursfremgang udgør et risikoelement

Coronavirus-udbruddet har betydet en markant ændring af forbrugernes adfærd. Imidlertid har Carlsberg dog været hurtige til at tilpasse sig efterspørgselsnedgangen og udvist imponerende fleksibilitet. Derudover er der tegn på, at Carlsberg trods de turbulente tider formår at vinde markedsandele i Kina og Rusland. Der er dog fortsat stor uklarhed i forhold til genåbningen af ontrade-handlen samt større arrangementer og begivenheder.

### Udvalgte nøgletal

| DKKm                       | 2018    | 2019    | 2020e   | 2021e   |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Omsætning                  | 62,503  | 65,902  | 63,136  | 67,687  |
| Res. Primær drift          | 9,241   | 10,966  | 9,092   | 11,151  |
| Nettoreultat               | 5,309   | 6,569   | 5,231   | 6,501   |
| Balance sum                | 117,700 | 123,120 | 118,785 | 118,907 |
| Egenkapital                | 47,889  | 46,035  | 42,925  | 41,031  |
| Indtjening per aktie (DKK) | 35      | 43      | 35      | 44      |
| Udbytte per aktie          | 18      | 21      | 22      | 24      |
| P/E (x)                    | 20      | 24      | 24      | 19      |
| K/I (x)                    | 2       | 3       | 3       | 3       |

Kilde: Handelsbanken Capital Markets

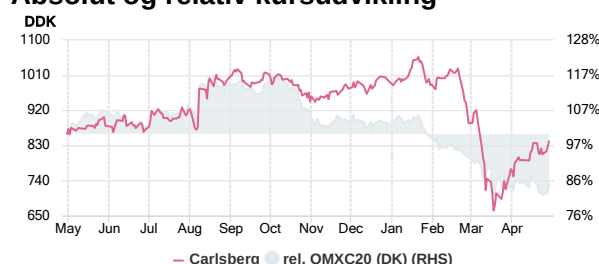


**Nuværende anbefaling: Hold**  
**Selskabsspecifik risiko: Høj**

### Anbefaling de næste 12 måneder

|                                 |                                  |
|---------------------------------|----------------------------------|
| Kursmål, inkl. udbytte (DKK)    | 900                              |
| Potentiale (%)                  | 7.0                              |
| Sistelukkekurs (DKK)            | 841                              |
| Dato                            | 2020-04-29                       |
| Markedsværdi (DKKbn)            | 123                              |
| Sektor                          | Food, Beverage & Tobacco         |
| Næste regnskab.....fore Market) | 30/04/2020: Q1 trading statement |

### Absolut og relativ kursudvikling



Kilde: Handelsbanken Capital Markets

### Noter og kommentarer

Vores favoritaktie blandt danske selskaber i kategorien konsumentvarer er Royal Unibrew, som vi har på køb. Vi er ligeledes positive på Carlsberg, som vi har en Hold anbefaling på.

### Selskabsbeskrivelse

Carlsberg blev grundlagt i 1847 af J. C. Jacobsen. Carlsberg er i dag verdens 4. største bryggeri. Størstedelen af selskabets ølsalg sker i udlandet og selskabets ølsalg er primært eksponeret mod Vesteuropa, Rusland og Sydøstasien. I Vesteuropa har Carlsberg fokus på optimering af driften. I Rusland og Sydøstasien er fokus på øget salgsvækst. Carlsberg er karakteriseret ved en høj grad af forskellighed af mærker, og deres vision er at være verdens hurtigst voksende bryggeri.

For yderligere oplysninger se side 34-37.

# Chr. Hansen

## Holder hvad de lover

- Solidt regnskab for 2. kvartal 2019/20
- Corona-pandemien har resulteret i stigende efterspørgsel
- Købsanbefalingen fastholdes, mens kursmålet hæves til 650 kr. (575 kr.)

### Stærkt regnskab trods global økonomisk uro

Chr. Hansen cementerede sin position som en sikker havn for investorerne i tider med uro på de finansielle markeder efter aflæggelsen af deres regnskab for 2. kvartal 2019/20 (bemærk skævt regnskabsår). I perioden december 2019 til februar 2020 var Chr. Hansen således i relativt begrænset omfang påvirket af følgerne af coronavirus-udbruddet. Tidspunkter er dog inden coronavirusen for alvor fik konsekvenser for økonomierne i USA og Europa. Hvorom alt er var der dog alligevel mange positive takter at spore i regnskabet. Således endte omsætningen i kvartalet på 295 mio. euro, mens driftsresultatet (EBIT) endte på 81,8 mio. euro. Dette var 0,2% og 0,5% højere end hvad konsensus ventede.

### Ingen væsentlige forstyrrelser af driften

I modsætning til en række danske selskaber valgte Chr. Hansen at fastholde forventningerne til indeværende regnskabsår. Dette tager dog udgangspunkt i, at forholdene ikke forværrer markant fra den aktuelle markedssituation for hverken Chr. Hansen eller selskabets kunder. Chr. Hansen har da også oplevet en stigende efterspørgsel fra kunder, der ønsker at udvide deres nødlagre, mens Chr. Hansen i første del af 3. kvartal, der strækker sig fra marts til og med maj, ikke har oplevet nogen væsentlige forstyrrelser af driften eller efterspørgslen. Faktisk har virusudbruddet været med til at skabe en stigende efterspørgsel på Chr. Hansens produkter som følge af det øgede fokus på immunforsvaret.

### Positivt momentum i HND divisionen

Divisionen HND (sundhed og ernæring) generede en solid organisk vækst på 8%, der blandt andet var drevet af salget af modernermælkserstatning. For 2. halvår 2019/20 venter vi en organisk vækst på 6-7%, der blandt andet vil være drevet af HND-divisionen. Vi vurderer, at Chr. Hansens probiotiske kosttilskud, der styrker immunforsvaret og tarmsundheden, vil nyde godt af det forstærkede fokus på sundhed i kølvandet på corona-pandemien. Derudover har Chr. Hansen en usædvanlig stærk balance, der er understøttet af en robust pengestrømsgenerering.

### Udvalgte nøgletal

| EURm (FYE: 31/08)          | 18/19 | 19/20e | 20/21e | 21/22e |
|----------------------------|-------|--------|--------|--------|
| Omsætning                  | 1,161 | 1,209  | 1,270  | 1,347  |
| Res. Primær drift          | 341   | 353    | 381    | 408    |
| Nettoresultat              | 250   | 258    | 283    | 305    |
| Balance sum                | 2,058 | 2,201  | 2,343  | 2,496  |
| Egenkapital                | 797   | 930    | 1,058  | 1,193  |
| Indtjening per aktie (EUR) | 2     | 2      | 2      | 2      |
| Udbytte per aktie          | 7     | 9      | 10     | 10     |
| P/E (x)                    | 40    | 41     | 37     | 34     |
| K/I (x)                    | 13    | 11     | 10     | 9      |

Kilde: Handelsbanken Capital Markets



Nuværende anbefaling: **Køb**

Selskabsspecifik risiko: **Lav**

### Anbefaling de næste 12 måneder

|                                 |                          |
|---------------------------------|--------------------------|
| Kursmål, inkl. udbytte (DKK)    | 650                      |
| Potentiale (%)                  | 9.5                      |
| Sistelukkekurs (DKK)            | 594                      |
| Dato                            | 2020-04-29               |
| Markedsværdi (DKKbn)            | 78                       |
| Sektor                          | Food, Beverage & Tobacco |
| Næste regnskab.....fore Market) | 02/07/2020: Q3 report    |

### Absolut og relativ kursudvikling



Kilde: Handelsbanken Capital Markets

### Noter og kommentarer

Vores favoritaktie blandt danske selskaber i kategorien fødevarer, ingredienser og enzymer er Chr. Hansen, som vi har en købsanbefaling på. Vi anbefaler ikke at investere i Novozymes, som vi har en Salgsanbefaling på.

### Selskabsbeskrivelse

Chr. Hansen har en bred eksponering til helse relaterede markeder, som i stigende grad bliver efterspurgt af sundhedsbevidste forbrugere. Selskabet er verdens markedsleder indenfor kulturer til ost og yoghurt, probiotiske kulturer og naturlige farvestoffer til fødevarer.

For yderligere oplysninger se side 34-37.

# Coloplast

## Er markedets forventninger for høje?

- Aktien har slået kursrekord i år
- En del positivt bagt ind i investorernes forventninger
- Vi fastholder Hold anbefalingen og kursmålet på 940 kr.

### Aktien har tromlet igennem i år

Coloplast-aktien har vist sig at være standhaftig i disse tider, hvor frygten for en større økonomisk krise i kølvandet på coronapandemien har ramt investorernes risikoappetit. Således har aktiens defensive kvaliteter været årsagen til en kursfremgang på mere end 30% i år. Den solide kursfremgang resulterede ligeledes i, at aktien i medio april lukkede i kursrekord. Den solide stigning i markedsværdien skyldes formentlig, at der stadig er en pæn efterspørgsel på Coloplasts produkter trods coronavirus-udbruddet idet flere af produkterne anvendes på kroniske syge patienter. Således kan Coloplast generere en solid vækst upåagt af, hvordan den globale vækst udvikler sig, godt understøttet af en markedsledende position i Europa og stigende markedsandele i USA og Emerging Markets.

### Forventninger til regnskabsaflæggelse

Overordnet set vurderer vi ikke, at regnskabet for 2. kvartal 2019/20 byder på nogen overraskelser, der for alvor kan få en effekt på kursudviklingen. Således har Coloplast allerede i marts måned nedjusteret deres helårsforventninger som følge af udfordringer i urologiforretningen, eftersom en række af de planlagte operationer er blevet aflyst. Coloplasts resterende divisioner ventes at være nogenlunde on track i forhold til markedets forventninger. Coloplast venter således en organisk vækst på 4-6% i 2019/20 samt en overskudsgrad på 31%. Vi venter, at Coloplast fastholder disse forventninger.

### Kursudvikling udgør en risikofaktor

Vi har på nuværende tidspunkt en Hold-anbefaling på aktien. Coloplast er således et godt bud på en solid defensiv kvalitetsaktie i medicosektoren, hvis forretning i relativt begrænset omfang rammes af urolige økonomiske perioder. Grundet den markante kursstigning i år, er der dog en del positivt lagt ind i investorernes forventninger. Dette anser vi som et risikoelement, når selskabet rapporterer deres regnskab for 2. kvartal 2019/20. Således er der en risiko for, at aktien kan komme under pres i kølvandet på regnskabsaflæggelsen, om end dette formentlig vil være et resultat af den anstrengte prisfastsættelse snarere end den underliggende indtjening i kvartalet.

### Udvalgte nøgletal

| DKKm (FYE: 30/09)          | 18/19  | 19/20e | 20/21e | 21/22e |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Omsætning                  | 17,939 | 18,957 | 20,525 | 22,223 |
| Res. Primær drift          | 5,156  | 5,859  | 6,487  | 7,190  |
| Nettoresultat              | 3,873  | 4,424  | 4,909  | 5,452  |
| Balance sum                | 12,732 | 13,495 | 14,178 | 15,149 |
| Egenkapital                | 6,913  | 7,456  | 7,801  | 8,405  |
| Indtjening per aktie (DKK) | 18     | 21     | 23     | 26     |
| Udbytte per aktie          | 17     | 21     | 22     | 23     |
| P/E (x)                    | 42     | 51     | 46     | 41     |
| K/I (x)                    | 25     | 30     | 29     | 27     |

Kilde: Handelsbanken Capital Markets



**Nuværende anbefaling: Hold**  
**Selskabsspecifik risiko: Mellem**

### Anbefaling de næste 12 måneder

|                                 |                                 |
|---------------------------------|---------------------------------|
| Kursmål, inkl. udbytte (DKK)    | 940                             |
| Potentiale (%)                  | -13                             |
| Sistelukkekurs (DKK)            | 1,075                           |
| Dato                            | 2020-04-29                      |
| Markedsværdi (DKKbn)            | 214                             |
| Sektor                          | Healthcare Equipment & Services |
| Næste regnskab.....fore Market) | 06/05/2020: H1 report           |

### Absolut og relativ kursudvikling



Kilde: Handelsbanken Capital Markets

### Noter og kommentarer

Vores favoritaktier blandt de medicoteknologiske selskaber er GN Store Nord og Ambu, som vi har på køb. Derudover er vi også positive på Coloplast, som vi har på Hold. Vi anbefaler ikke at investere i Demant, som vi har på Salg.

### Selskabsbeskrivelse

Coloplast blev grundlagt i 1954 og i dag er Coloplast en af de største producenter af løsninger inden for stomi, kontinens samt hud- og sårpleje. Med købet af Mentors urologi-forretning i 2006 har Coloplast udvidet forretningsomfanget markant. Frankrig, Tyskland og England er Coloplasts største markeder.

For yderligere oplysninger se side 34-37.

# Danske Bank

## Nedskrivningerne var altoverskyggende

- Størrelsen af nedskrivningerne er markant højere end ventet
- Nettoresultatet i 2020 ventes nu at ende på 3 mia. kr.
- Anbefaling og kursmål er under revidering

### Regnskab for 1. kvartal var en blandet landhandel

Danske Banks regnskab for 1. kvartal 2020 var en blandet landhandel. Således endte omsætningen stort set på linje med markedets forventninger mens udviklingen i nettorentindtægterne overraskede positivt. Kommissionsindtægterne endte lavere end ventet på trods af fortsat medvind fra refinansieringsaktiviteten, om end modvinden fra et fald i aktiver under forvaltning var til at føle på. Hvorom alt er var investorernes fokus primært rettet mod størrelsen af nedskrivningerne. Danske Bank så sig nødsaget til at nedskrive for samlede 4,3 mia. kr. hvilket var mere end 70% højere end markedets forventninger. Nedskrivningerne skyldes primært kunder, hvor kreditværdigheden er svækket samt yderligere hensættelser baseret på Danske Banks modelberegning af en række makroøkonomiske scenarier.

### Danske Bank har opdateret deres guidance for 2020

I forlængelse af regnskabsaflæggelsen opdaterede Danske Bank deres guidance for 2020. Nettorent- og kommissionsindtægterne ventes fortsat at ende lavere end niveauet for 2019, om end udviklingen i kommissionsindtægterne er underlagt en betydelig usikkerhed som følge af udviklingen i aktiver under forvaltning, faldende kundeaktivitet samt den generelle markedsudvikling. Nedskrivninger i form af værdiforringelser og konkurser ventes dog at ende markant højere end tidligere antaget som følge af de økonomiske udsigter i kølvandet på følgerne af coronavirus-udbruddet. Således venter Danske Bank nu samlede nedskrivninger for 7,4 mia. kr. i 2020. Endvidere venter Danske Bank, at nettoresultatet i 2020 ender på 3 mia. kr. Til sammenligning ventede Danske Bank tidligere et nettoresultat på omkring 8-10 mia. kr.

### Omkostningsinitiativer skal sikre fremskridt

Vi har på nuværende tidspunkt ikke foretaget yderligere estimatændringer i kølvandet på regnskabet for 1. kvartal. Forud for regnskabet havde vi en Købsanbefaling på aktien. Vi venter solide operationelle fremskridt i takt med, at de annoncerede omkostningsinitiativer i de kommende kvartaler eksekveres.

### Udvalgte nøgletal

| DKKm                       | 2018      | 2019      | 2020e     | 2021e     |
|----------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Indtj. før skat            | 19,723    | 13,823    | 7,188     | -4,920    |
| Nettoresultat              | 14,221    | 14,295    | 4,889     | -8,586    |
| Balance sum                | 3,578,467 | 3,761,050 | 3,751,953 | 3,781,122 |
| Egenkapital                | 148,976   | 156,271   | 157,531   | 146,107   |
| Indtjening per aktie (DKK) | 16        | 17        | 6         | -10       |
| Udbytte per aktie          | 9         | 4         | 3         | 6         |
| P/E (x)                    | 7         | 7         | 13        | 7         |
| K/I (x)                    | 0.7       | 0.6       | 0.5       | 0.5       |

Kilde: Handelsbanken Capital Markets

**Nuværende anbefaling: Under revidering**  
**Selskabsspecifik risiko: Mellem**

### Anbefaling de næste 12 måneder

|                                 |                       |
|---------------------------------|-----------------------|
| Kursmål, inkl. udbytte (DKK)    | 105                   |
| Potentiale (%)                  | 25                    |
| Sistelukkekurs (DKK)            | 84.0                  |
| Dato                            | 2020-04-29            |
| Markedsværdi (DKKbn)            | 72                    |
| Sektor                          | Banks                 |
| Næste regnskab.....fore Market) | 30/04/2020: Q1 report |

### Absolut og relativ kursudvikling



Kilde: Handelsbanken Capital Markets

### Noter og kommentarer

Vores favoritaktier blandt bankerne er Jyske Bank og Nordea, som vi har på Køb. Vi er ligeledes positive på Ringkjøbing Landbobank, som vi har en Hold anbefaling på. Vi anbefaler ikke at købe Spar Nord og Sydbank, som vi har på Sælg.

### Selskabsbeskrivelse

Danske Bank er Danmarks største bank og en ledende spiller i det skandinaviske finansmarked, som leverer ydelser til privat- såvel som erhvervs- og institutionelle kunder. Koncernen tilbyder en bred vifte af finansielle produkter, blandt andet via Danica Pension og Realkredit Danmark.

For yderligere oplysninger se side 34-37.

# Demant

## Blandt de hårdest ramte i sektoren

- Underliggende fundamentale faktorer er fortsat robuste
- Den samlede markedsvækst ventes at krympe markant
- Anbefalingen sænkes til sælg (Hold), mens kursmålet sænkes til 145 kr. (245 kr.)

### Coronavirus-udbruddet rammer markedsvæksten

Demant-aktien har været under et voldsomt pres i kølvandet på den eskalerende udbredelse af coronavirusen, idet der nu ikke hersker nogen tvivl om, at coronavirus-pandemien vil få en væsentlig negativ indflydelse på den samlede markedsvækst for høreapparater. Dette blev senest eksemplificeret ved den markante nedgang i GN Store Nords Hearing-division. Således venter vi, at markedsvæksten vil falde med omkring 9-27% i 2020 relativt til sidste år. Imidlertid vurderer vi dog, at de underliggende fundamentale markedsfaktorer fortsat er robuste. Således venter vi en markedsvækst på omkring 8% allerede i 2021.

### USA bliver afgørende for markedsvæksten

På trods af at vi er enige med Demants vurdering af, at de fundamentale faktorer fortsat er intakte, fremhæver vi dog, at der er en stor usikkerhed forbundet med hvor længe virusudbruddet kommer til at hæmme efterspørgslen. Afgørende for den samlede markedsvækst bliver dog omfanget af virussens effekt på det amerikanske marked, der i 2019 stod for 40% af den samlede markedsvækst. Ledelsen venter fortsat, at Demant kan overgå den samlede markedsvækst i 2020, om end den samlede markedsvækst ventes at krympe markant.

### Nedadgående salgstrend for høreapparater

Demant rapporterer deres regnskab for 1. kvartal 2020 den 5. maj. Salget af høreapparater, der siden nedlukningerne af økonomierne har vist en nedadgående salgstrend, tegner sig for godt 77% af Demants samlede omsætning. Som følge heraf sænker vi blandt andet vores forventninger til omsætningen i 2020 med 2,8 mia. kr. Derudover sænker vi vores indtjeningsforventninger (EPS) for 2020 med 68%. Således vurderer vi, at Demant vil være blandt de hårdest ramte selskaber i sektoren som følge af den eskalerende udbredelse af coronavirusen. Det skyldes blandt andet, at omsætningen i Demants 3.000 detailbutikker stort set er gået i stå. Nedlukninger af butikker i Europa og USA hæmmer omsætningen, mens potentielle kunder udskyder deres besøg hos audiologerne som følge af udgangsforbuddene.

### Udvalgte nøgletal

| DKKm                      | 2018   | 2019   | 2020e  | 2021e  |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Omsætning                 | 13,937 | 14,946 | 14,443 | 15,661 |
| Res. Primær drift         | 2,532  | 2,151  | 1,080  | 2,552  |
| Nettoreultat              | 1,830  | 1,467  | 704    | 1,794  |
| Balance sum               | 17,935 | 18,185 | 17,297 | 17,812 |
| Egenkapital               | 7,059  | 7,126  | 6,330  | 6,624  |
| Indtjeningsperaktie (DKK) | 7      | 6      | 3      | 8      |
| P/E (x)                   | 24     | 34     | 54     | 21     |
| K/I (x)                   | 6      | 7      | 6      | 5      |

Kilde: Handelsbanken Capital Markets



**Nuværende anbefaling: Sælg**  
**Selskabsspecifik risiko: Mellem**

### Anbefaling de næste 12 måneder

|                                |                                 |
|--------------------------------|---------------------------------|
| Kursmål, inkl. udbytte (DKK)   | 145                             |
| Potentiale (%)                 | -11                             |
| Sistelukkekurs (DKK)           | 163                             |
| Dato                           | 2020-04-29                      |
| Markedsværdi (DKKbn)           | 38                              |
| Sektor                         | Healthcare Equipment & Services |
| Næste regnskab.....fore Market | 05/05/2020: Q1 report           |

### Absolut og relativ kursudvikling



Kilde: Handelsbanken Capital Markets

### Noter og kommentarer

Vores favoritaktie blandt de medicoteknologiske selskaber er og Ambu, som vi har på køb. Derudover er vi også positive på Coloplast og GN Store Nord, som vi har på Hold. Vi anbefaler ikke at investere i Demant, som vi har på Salg.

### Selskabsbeskrivelse

William Demant blev grundlagt i 1904. Selskabet er i dag en af verdens førende producenter af høreapparater med en solid, global markedsandel. William Demants produktportefølje spænder over hele prissegmentet, hvilket gør selskabet mindre sårbart over for ændrede forbrugsvaner. William Demant har siden 2004 udelukkende udloppet midler til aktionærerne via tilbagekøb af egne aktier.

For yderligere oplysninger se side 34-37.



# DSV Panalpina

## Sejler et stærkt 1. kvartal hjem

- Udviklingen i driftsindtjeningen overraskede positivt
- Overeksponeret mod svage fragttendenser
- anbefaling og kursmål er under revidering

### Der er fortsat vind i sejlene, men...

DSV Panalpina (DSVP) rapporterede et ganske solidt regnskab for 1. kvartal 2020 den 30. april. Således endte omsætningen på linje med konsensus' forventninger, mens driftsindtjeningen før særlige poster (EBIT) endte 10% højere. DSVP var i 1. kvartal 2020 begunstiget af usædvanligt stærke fragtrater i luft- og søfragtdivisionerne, om end medvinden herfra ventes at være af midlertidig karakter. Således har DSVP draget nytte af den usædvanlige situation på markedet for luftfragt i kølvandet på coronavirus-udbruddet, der har resulteret i udsving i volumenerne samt fraværet af rejsende. Dette førte til en kraftig stigning i fragttransport med kort varsel, hvilket DSVP har været i stand til at tjene gode penge på.

### Efterspørgslen fra kunder i USA er faldende

DSVP vil formentlig fortsat være hæmmet af følgerne af coronavirus-udbruddet et stykke ind i 2. kvartal. På trods af at aktiviteten i Kina så småt er ved at vende tilbage til normale niveauer er efterspørgslen fra kunderne i USA og Europa faldende grundet nedlukningerne af økonomierne. På nuværende tidspunkt oplever fragtselskaber, der fokuserer på fragt af blandt andet lægemidler en positiv volumenudvikling. Dette har blandt andet været understøttende for det schweiziske fragtselskab Kuehne & Nagel i 1. kvartal 2020. DSVP er dog undereksporeret mod de positive tendenser inden for fragt af lægemidler, hvorfor selskabets volumenudvikling tidligst vil være tilbage på normale niveauer, når økonomierne for alvor genåbnes.

### Markant fald i produktionen af automobiler

Vi har på nuværende tidspunkt ikke foretaget yderligere estimatændringer i kølvandet på regnskabet for 1. kvartal. Forud for regnskabet havde vi en Købsanbefaling på aktien. Vi vurderer blandt andet at den seneste kursfremgang, hvor aktien er steget med mere end 54% siden medio marts, ikke afspejler DSVP's overeksponering mod bil- og modesektoren. Analysehuset IHS Markit's seneste vækstprognoser for 2020 peger blandt andet på, at produktionen af automobiler i Europa vil falde med 24% i 2020 relativt til sidste år, mens produktionen vil falde med 25% i USA.

### Udvalgte nøgletal

| DKKm                       | 2018   | 2019   | 2020e   | 2021e   |
|----------------------------|--------|--------|---------|---------|
| Omsætning                  | 79,053 | 94,701 | 110,074 | 114,354 |
| Res. Primær drift          | 5,450  | 5,854  | 4,699   | 8,754   |
| Nettoresultat              | 4,000  | 3,700  | 3,043   | 6,057   |
| Balance sum                | 48,362 | 97,557 | 99,979  | 101,183 |
| Egenkapital                | 13,982 | 49,319 | 47,917  | 46,169  |
| Indtjening per aktie (DKK) | 22     | 19     | 13      | 27      |
| Udbytte per aktie          | 2      | 3      | 4       | 5       |
| P/E (x)                    | 20     | 33     | 35      | 25      |
| K/I (x)                    | 6      | 4      | 3       | 3       |

Kilde: Handelsbanken Capital Markets

**Nuværende anbefaling: Under revidering**  
**Selskabsspecifik risiko: Mellem**

### Anbefaling de næste 12 måneder

|                                 |                       |
|---------------------------------|-----------------------|
| Kursmål, inkl. udbytte (DKK)    | 575                   |
| Potentiale (%)                  | -17                   |
| Sistelukkekurs (DKK)            | 692                   |
| Dato                            | 2020-04-29            |
| Markedsværdi (DKKbn)            | 155                   |
| Sektor                          | Transportation        |
| Næste regnskab.....fore Market) | 30/04/2020: Q1 report |

### Absolut og relativ kursudvikling



Kilde: Handelsbanken Capital Markets

### Noter og kommentarer

Vores favoritaktie i transportsektoren er på nuværende tidspunkt A.P. Møller-Mærsk, som vi har Købsanbefaling på.

### Selskabsbeskrivelse

DSV blev stiftet i 1976, hvor ti selvstændige vognmænd gik sammen. Selskabet tilbyder transportløsninger til lands, til vands og i luften. Transportydelserne leveres i vidt omfang af underleverandører i form af selvstændige vognmænd. Selskabet har været en aggressiv og succesfuld opkøber i et meget fragmenteret europæisk transportmarked, senest med købet af Frans Maas i 2006 og ABX i 2008. I januar 2016 afsluttede DSV opkøbet af amerikanske UTI. Opkøbet øger DSV's omsætning med omkring 50% og øger eksponeringen til det amerikanske marked relativt markant. I 2019 fusionerede DSV så med det schweiziske transport- og logistikselskab Panalpina. Det gør DSV til verdens 3. største speditør.

For yderligere oplysninger se side 34-37.



# FLSmidth & Co



## Suveræn udvikling i minedivisionen

- Årets resultat ender formentlig lavere end 18,5 mia. kr.
- En række udfordringer skal løses, før aktien tager fart
- Vi fastholder anbefalingen på Hold, mens kursmålet hæves til 175 kr. (160 kr.)

### Hæderligt regnskab for 1. kvartal 2020

FLSmidth rapporterede et ganske hæderligt regnskab for 1. kvartal 2020. Således endte omsætningen og driftsindtjeningen markant bedre end ventet, mens ordreindgangen i kvartalet ligeledes overraskede positivt. Omsætningen steg med 2,5% relativt til samme periode sidste år, hvilket var 10,1% højere end konsensus' forventninger. Derudover endte driftsindtjeningen (EBITA) 24% højere end konsensus' forventninger. I forbindelse med regnskabsaflæggelsen valgte FLSmidth dog ikke at opdatere deres guidance for 2020. Ledelsen konkluderede dog, at årets resultat formentlig vil ende lavere end den tidligere udstedte guidance for 2020. Således venter FLSmidth en samlet omsætning for 2020, der er lavere end 18,5 mia. kr.

### Solid eksekvering af ordrebogen i minedivisionen

Investorerne fokus var dog i højere grad rettet mod udviklingen i ordreindgangen i de forskellige divisioner samt yderligere information om den underliggende udvikling i efterspørgslen. Udviklingen i minedivisionen opretholdt et suverænt niveau, mens cementdivisionen klarede sig svagere end ventet. Således steg ordreindgangen med 73% relativt til samme periode sidste år, mens ordreindgangen i cementdivisionen faldt med 50%. Udviklingen i kvartalet var hovedsageligt drevet af en solid eksekvering af ordrebogen i minedivisionen.

### Positive langsigtede tendenser i minedivisionen

I kølvandet på regnskabet hæver vi vores forventninger til udviklingen i driftsindtjeningen (EBITA) med 5,1% for 2020, idet vi blandt andet hæver vores forventninger til driftsindtjeningen for minedivisionen med 8,5%. FLSmidth-aktien er nede med mere end 35% i år primært som følge af faldende markedsefterspørgsel forårsaget af coronavirus-udbruddet. Imidlertid ser vi dog fortsat positivt på det langsigtede kurspotentiale, særligt som følge af den store kurstillbagegang, om end vi vurderer, at der er en række udfordringer, som FLSmidth skal løse før kursudviklingen for alvor vil tage fart igen. Når det er sagt er vi dog fortsat positive i forhold til de langsigtede tendenser i minedivisionen.

### Udvalgte nøgletal

| DKKm                       | 2019   | 2020e  | 2021e  | 2022e  |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Omsætning                  | 20,646 | 18,077 | 19,138 | 20,774 |
| Res. Primær drift          | 1,286  | 413    | 1,148  | 1,427  |
| Nettoresultat              | 775    | 251    | 764    | 964    |
| Balance sum                | 23,532 | 22,164 | 23,477 | 24,864 |
| Egenkapital                | 8,793  | 8,634  | 9,398  | 9,952  |
| Indtjening per aktie (DKK) | 15     | 5      | 15     | 19     |
| Udbytte per aktie          | 8      | -      | 8      | 9      |
| P/E (x)                    | 16     | 23     | 11     | 9      |
| K/I (x)                    | 2      | 1      | 1.0    | 0.9    |

Kilde: Handelsbanken Capital Markets

**Nuværende anbefaling: Hold**

**Selskabsspecifik risiko: Høj**

### Anbefaling de næste 12 måneder

|                                 |                       |
|---------------------------------|-----------------------|
| Kursmål, inkl. udbytte (DKK)    | 175                   |
| Potentiale (%)                  | -1                    |
| Siste lukkekurs (DKK)           | 177                   |
| Dato                            | 2020-04-29            |
| Markedsværdi (DKKm)             | 9,048                 |
| Sektor                          | Capital Goods         |
| Næste regnskab.....fore Market) | 04/08/2020: H1 report |

### Absolut og relativ kursudvikling



Kilde: Handelsbanken Capital Markets

### Noter og kommentarer

Vores favoritaktie blandt industriselskaberne er Rockwool og Vestas, som vi har på køb. Vi er også positive på FLSmidth & Co. og ISS, som vi har på hold.

### Selskabsbeskrivelse

FLSmidth & Co. blev grundlagt i 1882 og i dag opererer selskabet primært med levering og service til den globale cement- og mineralindustri. Omsætningen hentes over hele verden, med Asien og Europa som de vigtigste afsætningsområder. Forretningsmodellen for begge områder bygger på ingeniørfærdigheder sammenholdt med projektledelse og servicering. Selskabet har ekspanderet kraftigt de seneste år via organisk vækst samt opkøb.

For yderligere oplysninger se side 34-37.

# Genmab

## Darzalex fortsætter med at levere

- Amerikansk partner rapporterer om solid fremgang
- Subkutane version af Darzalex kan blive afgørende
- Anbefalingen er Hold og kursmålet er på 1.530 kr.

### Solidt skridt i forhold til at indfri guidance

Tidligere på måneden offentliggjorde Genmabs amerikanske partner Johnson & Johnson salgstal for kræftmidlet Darzalex for 1. kvartal 2020. I 1. kvartal endte det globale salg af Darzalex på 937 mio. dollar, hvilket var 9% højere end konsensus' forventninger. Med udviklingen i 1. kvartal har Johnson & Johnson således taget et solidt skridt i forhold til at indfri Genmabs guidance om et Darzalex-salg på 3,9-4,2 mia. dollar i år. En afgørende faktor kan dog formentlig være godkendelsen af den subkutane version (injektion under huden) af Darzalex, der mindsker behandlingstiden med mere end 3 timer. Således vil den subkutane version kræve en behandlingstid på blot 5 minutter.

### Reduceret risiko for skuffelser i 1. kvartal

Genmab rapporterer deres regnskab for 1. kvartal 2020 den 6. maj. Med de allerede offentliggjorte Darzalex-salgstal, er der nu en reduceret risiko for skuffelser. Således har corona-pandemien i 1. kvartal haft begrænset effekt på salget af Darzalex. En større analyse fra et amerikansk finanshus indikerer dog, at corona-pandemien kan få en kortvarig, om end begrænset effekt i 2. kvartal 2020. Derudover har schweiziske Novartis, der blandt andet samarbejder med Genmab om sklerosemedicin, rapporteret et fornuftigt regnskab for 1. kvartal, hvor corona-pandemien har resulteret i, at selskabets kunder har forudbestilt lægemidler.

### Godkendelse af subkutan version af Darzalex på vej

Investorerne sigtekorn er nu indstillet mod offentliggørelsen af resultaterne for fase II-forsøgsstudiet for kræftmidlet TISO mod livmoderhalskræft, der ventes offentliggjort i løbet af 2. halvår af 2020. Vi vurderer, at der på nuværende tidspunkt er 80% sandsynlighed for positive resultater fra forsøgsstudiet og en efterfølgende lancering af Tiso. Derudover venter vi, at FDA, med overvejende sandsynlighed, godkender den subkutane version af Darzalex senere på året. Genmabs amerikanske partner søgte om en markedsføringstilladelse for den subkutane version af Darzalex i både USA og i Europa i juli 2019.

### Udvalgte nøgletal

| DKKm                       | 2018  | 2019   | 2020e  | 2021e  |
|----------------------------|-------|--------|--------|--------|
| Omsætning                  | 3,025 | 5,366  | 5,435  | 7,615  |
| Res. Primær drift          | 1,380 | 2,638  | 1,529  | 2,946  |
| Nettoresultat              | 1,471 | 2,072  | 1,271  | 2,371  |
| Balance sum                | 8,461 | 13,863 | 15,134 | 17,505 |
| Egenkapital                | 8,014 | 13,860 | 15,131 | 17,502 |
| Indtjening per aktie (DKK) | 25    | 33     | 20     | 36     |
| P/E (x)                    | 43    | 44     | 84     | 45     |
| K/I (x)                    | 8     | 7      | 7      | 6      |

Kilde: Handelsbanken Capital Markets



**Nuværende anbefaling: Hold**  
**Selskabsspecifik risiko: Høj**

### Anbefaling de næste 12 måneder

|                                |                                 |
|--------------------------------|---------------------------------|
| Kursmål, inkl. udbytte (DKK)   | 1,530                           |
| Potentiale (%)                 | -7                              |
| Siste lukkekurs (DKK)          | 1,646                           |
| Dato                           | 2020-04-29                      |
| Markedsværdi (DKKbn)           | 107                             |
| Sektor                         | Pharmaceuticals & Biotechnology |
| Næste regnskab.....fore Market | 06/05/2020: Q1 report           |

### Absolut og relativ kursudvikling



Kilde: Handelsbanken Capital Markets

### Noter og kommentarer

Vores favoritaktier i medicinal- og bioteksektoren er Alk-Abello og Novo Nordisk, som vi har på køb. Vi er også positive på Genmab og Lundbeck, som vi har på hold.

### Selskabsbeskrivelse

Genmab er et biotekselskab, der udvikler antistof-baserede lægemidler til behandling af cancer og infektionssygdomme. Genmab blev grundlagt af Lisa N. Drakeman og Jan G. J. van de Winkel i 1999 og har hovedkontor i København, Danmark. Genmabs amerikanske partner har indsendt en registreringsansøgning til Det Europæiske Lægemiddelagentur (EMA) om at udvide brugen af Darzalex til behandling af knoglemarvskræft. En tilsvarende registreringsansøgning hos sundhedsmyndighederne (FDA) i USA er under behandling. Genmab har ligeledes søgt om at blive noteret på Nasdaq i USA.

For yderligere oplysninger se side 34-37.

# GN Store Nord

## Audio kunne ikke opveje for Hearing

- Hearing-divisionen er hårdt ramt
- Vi venter nu en svag udvikling i 2. kvartal 2020
- Anbefalingen sænkes til Hold (Køb), mens kursmålet sænkes til 320 kr. (425 kr.)

### Hearing-divisionen sendt til tælling

GN Store Nord rapporterede overordnet set et svagt regnskab for 1. kvartal 2020. I kvartalet genererede GN en samlet organisk vækst på 3%, heri inkluderet en organisk vækst i Audio-divisionen på 22% samt et fald på 14% i Hearing-divisionen. Den samlede driftsindtjening (EBITA) endte på blot 300 mio. kr. idet driftsindtjeningen i Hearing-divisionen endte mere end 50% lavere end konsensus' forventninger. Væksten i Audio-divisionen var drevet af CC&O-segmentet, der oplevede en markant stigning i efterspørgslen på hjemmekontorprodukter. Efterspørgslen på særligt høretelefoner oplevede dog et markant dyk i marts som følge af selskabernes afskedigelse af medarbejdere, om end salget af produkter online var med til at begrænse den negative effekt. Hearing-divisionen var ramt af markant fald i salget af høreapparater efter nedlukningerne af økonomierne, eftersom potentielle kunder har udskudt deres besøg hos audiologerne.

### USA bliver afgørende for markedsvæksten

Der hersker ikke den store tvivl om, at den eskalerende udbredelse af coronavirussen i Europa og USA vil få en væsentlig negativ indflydelse på den samlede markedsvækst for høreapparater. Således venter vi, at markedsvæksten vil falde med omkring 9-27% i 2020 relativt til sidste år. Afgørende for den samlede markedsvækst bliver omfanget af virussens effekt på det amerikanske marked, der i 2019 stod for 40% af den samlede markedsvækst.

### Stor usikkerhed i forhold til Hearing-divisionen

Som følge af en fortsat stor usikkerhed i forhold til udviklingen i Hearing-divisionen, en lavere end ventet indtjening samt vores forventninger om en svag udvikling i 2. kvartal 2020, sænker vi vores indtjeningsforventninger (EPS) med 17% for 2020 og med 14% for 2021. Vi kan dog ikke udelukke, at vi sænker vores forventninger yderligere, såfremt corona-pandemien i 2. halvår af 2020 fortsat vejer tungt på efterspørgslen.

### Udvalgte nøgletal

| DKKm                       | 2018   | 2019   | 2020e  | 2021e  |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Omsætning                  | 10,607 | 12,574 | 13,954 | 15,398 |
| Res. Primær drift          | 1,797  | 2,002  | 2,513  | 2,905  |
| Nettoresultat              | 1,242  | 1,468  | 1,899  | 2,215  |
| Balance sum                | 13,017 | 16,683 | 17,893 | 19,297 |
| Egenkapital                | 5,096  | 4,849  | 5,520  | 6,420  |
| Indtjening per aktie (DKK) | 9      | 11     | 15     | 19     |
| Udbytte per aktie          | 1      | 1      | 2      | 3      |
| P/E (x)                    | 27     | 28     | 18     | 15     |
| K/I (x)                    | 6      | 8      | 6      | 5      |

Kilde: Handelsbanken Capital Markets



**Nuværende anbefaling: Hold**  
**Selskabsspecifik risiko: Mellem**

### Anbefaling de næste 12 måneder

|                                 |                                 |
|---------------------------------|---------------------------------|
| Kursmål, inkl. udbytte (DKK)    | 320                             |
| Potentiale (%)                  | 1.6                             |
| Siste lukkekurs (DKK)           | 315                             |
| Dato                            | 2020-04-29                      |
| Markedsværdi (DKKbn)            | 36                              |
| Sektor                          | Healthcare Equipment & Services |
| Næste regnskab.....fore Market) | 19/08/2020: Q2 report           |

### Absolut og relativ kursudvikling



Kilde: Handelsbanken Capital Markets

### Noter og kommentarer

Vores favoritaktie blandt de medicoteknologiske selskaber er og Ambu, som vi har på køb. Derudover er vi også positive på Coloplast og GN Store Nord, som vi har på Hold. Vi anbefaler ikke at investere i Demant, som vi har på Salg.

### Selskabsbeskrivelse

GN Store Nord blev stiftet i 1869 som et telegraf-selskab. Siden er forretningsområdet ændret. I dag producerer GN Store Nord headset, høreapparater og audiologisk diagnoseudstyr til hele verden med GN Netcom som deres hovedforretningsområde. GNs headset markedsføres globalt under navnet Jabra, hvor høreapparaterne sælges som ReSound, Beltone og Interton. GN producerer primært deres produkter i Kina, men har hovedsæde i Danmark.

For yderligere oplysninger se side 34-37.

## ISS



## Klarhed gav medvind for aktien

- Konkurrent rapporterer om solid efterspørgsel i Kina
- Corona-pandemien kan på sigt skabe muligheder for vækst
- Anbefalingen er Hold, mens kursmålet sænkes til 100 kr. (135 kr.)

## V-formet udvikling i Kina ventes

ISS-aktien har været hårdt ramt i år, hvor aktien er nede med omkring 37%. Årsagen skyldes en kombination af coronavirus-udbruddet samt et hackerangreb på IT-infrastrukturen. Aktien har ligeledes været presset af kapitalforvaltere, der har øget deres shortpositioner i aktien samt finanshuse, der har sænket deres kursmål og anbefalinger. Vi vurderer dog, at ISS vil nyde godt af den stigende aktivitet i Kina. Således venter vi, at serviceforretningen i Kina vil få et voldsomt skub i den kommende tid. Vi har fået et fingerpeg fra danske Danfoss, der i marts oplevede en omsætningsudvikling og efterspørgsel på niveau med samme periode sidste år, mens Danfoss således venter en V-formet udvikling. Dette betyder, at der i givet fald vil være udsigt til hurtigt genopretning af aktiviteten, hvilket vi venter vil komme ISS til gavn.

## Hårdt ramt i 1. kvartal

ISS rapporterer deres regnskab for 1. kvartal 2020 den 6. maj. Der hersker ikke den store tvivl om, at ISS i 1. kvartal har været hårdt ramt på indtjeningen i de lande, der har indført undtagelsestilstande, i særdeleshed i marts måned. Således oplever ISS blandt andet et omsætningsfald på 30% i divisionen fødevarereservices, der tegner sig for godt 15% af koncernens samlede omsætning. Endvidere understregede ledelsen i en telekonference tidligere på måneden, at det ikke kan udelukkes, at forretningsområder i lande, der har indført undtagelsestilstand, vil opleve et fald på 20% i omsætningen. Vi vurderer dog, at coronavirus-udbruddet på sigt kan skabe vækstmuligheder, idet det må formodes, at efterspørgslen på servicerengøring vil være stigende i efterdønningerne af corona-pandemien.

## Større klarhed ønskes

Vi værdsætter dog ISS' defensive profil og selskabets strategi med øget fokus på større og mere lønsomme kunder og teknologier. Derudover er aktien attraktivt prisfastsat med en P/E på 11,9x for 2020. Vi ønsker dog større klarhed i forhold til den videre transformationsproces, før vi får et mere positivt syn.

## Udvalgte nøgletal

| DKKm                       | 2018   | 2019   | 2020e  | 2021e  |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Omsætning                  | 73,592 | 78,555 | 73,761 | 78,274 |
| Res. Primær drift          | 2,386  | 2,558  | 1,519  | 2,739  |
| Nettoresultat              | 1,213  | 1,157  | 638    | 1,599  |
| Balance sum                | 49,811 | 50,061 | 49,659 | 51,692 |
| Egenkapital                | 12,472 | 12,547 | 13,191 | 14,239 |
| Indtjening per aktie (DKK) | 7      | 6      | 3      | 8      |
| Udbytte per aktie          | 8      | -      | 3      | 8      |
| P/E (x)                    | 15     | 17     | 13     | 10     |
| K/I (x)                    | 3      | 2      | 1      | 1      |

Kilde: Handelsbanken Capital Markets

**Nuværende anbefaling: Hold**  
**Selskabsspecifik risiko: Lav**

## Anbefaling de næste 12 måneder

|                                 |                                  |
|---------------------------------|----------------------------------|
| Kursmål, inkl. udbytte (DKK)    | 100                              |
| Potentiale (%)                  | -5                               |
| Sistelukkekurs (DKK)            | 105                              |
| Dato                            | 2020-04-29                       |
| Markedsværdi (DKKbn)            | 19                               |
| Sektor                          | Commercial Services & Supplies   |
| Næste regnskab.....fore Market) | 06/05/2020: Q1 trading statement |

## Absolut og relativ kursudvikling



Kilde: Handelsbanken Capital Markets

## Noter og kommentarer

Vores favoritaktie blandt industriselskaberne er Rockwool og Vestas, som vi har på køb. Vi er også positive på FLSmidth & Co. og ISS, som vi har på hold.

## Selskabsbeskrivelse

ISS er en ledende global udbyder af facility services. Mere konkret udbyder selskabet en lang række services indenfor facility management, rengøring, sikkerhed, ejendomsservice, catering-service og supportservice. Selskabet beskæftiger over en halvmillion medarbejdere fordelt på over 50 lande.

For yderligere oplysninger se side 34-37.

# Jyske Bank



## Corona-pandemi rammer resultaterne

- Kreditkvaliteten i udlånsbogen er fortsat solidt
- Vi venter en nedjustering af tidligere udstedte guidance
- Vi fastholder anbefalingen på Køb, mens kursmålet sænkes til 225 kr. (295 kr.)

### Hensætter 1 mia. kr. til nedskrivninger

Jyske Bank rapporterer deres regnskab for 1. kvartal 2020 den 5. maj. Vi vurderer, at Jyske Banks kreditkvalitet i udlånsbogen fortsat vil være høj, eftersom en stor del af bankens udlån finansieres gennem dækkede obligationer for omkring 350 mia. kr. Bankbogen er på omkring 150 mia. kr., heri inkluderet repolån, mens eksponeringen mod brancher og industrier, der i særlig grad er påvirket af corona-pandemien, såsom luftfartsselskaber, hoteller, restauranter mm., er lavere end den samlede markedsandel i hele bankbogen. Dog vil Jyske Bank være ramt af negative kursreguleringer samt faldende aktivitet på boligmarkedet. Den store usikkerhed for alle banker ligger i størrelsen af nedskrivningerne. I den forbindelse har Jyske Bank dog valgt at hensætte 1 mia. kr., hvilket bogføres i 1. kvartal.

### Nedskrivninger resulterer i markant nedjustering

Jyske Bank offentliggør deres opdaterede guidance for 2020 i forbindelse med aflæggelsen af regnskabet for 1. kvartal. Vi venter en markant nedjustering af den tidligere udstedte guidance, der blev suspenderet. Vi venter, at nettoresultatet i 2020 ender på omkring 742 mio. kr. Således venter vi, at Jyske Bank vil guide et interval på 0,5-1 mia. kr. Til sammenligning ventede Jyske Bank tidligere et resultat på 1,8-2,2 mia. kr. på DKK 1,8-2,2 mia. kr. Umiddelbart vurderer vi dog, at de økonomiske konsekvenser af virusudbruddet i vid udstrækning vil være begrænset til 2020 primært i form af øget nedskrivninger grundet konkurser og værdiforringelser.

### Solid finansiel polstring

Jyske Banks finansielle polstring er blandt de bedste i den danske banksektor og lever fuldt ud op til de regulative krav. Vi vurderer, at banken har øget deres fokus på at bevare en stabil forretning og opretholde en høj kreditkvalitet, hvilket kan holde hånden under indtjeningen i disse urolige tider. Målt på både kurs/indre-værdi og P/E handler Jyske Bank-aktien med en relativt fin rabat til den øvrige del af den nordiske banksektor.

### Udvalgte nøgletal

| DKKm                       | 2018    | 2019    | 2020e   | 2021e   |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Totalindkomst              | 7,999   | 8,060   | 7,573   | 7,812   |
| Indtj. før skat            | 3,140   | 3,079   | 951     | 2,713   |
| Nettoresultat              | 2,373   | 2,284   | 626     | 2,000   |
| Balance sum                | 599,947 | 649,738 | 652,293 | 655,841 |
| Egenkapital                | 31,786  | 32,453  | 32,203  | 32,044  |
| Indtjening per aktie (DKK) | 29      | 31      | 9       | 35      |
| Udbytte per aktie          | 6       | -       | 7       | 3       |
| P/E (x)                    | 8       | 8       | 21      | 5       |
| K/I (x)                    | 0.6     | 0.6     | 0.4     | 0.3     |

Kilde: Handelsbanken Capital Markets

**Nuværende anbefaling: KØB**  
**Selskabsspecifik risiko: Mellem**

### Anbefaling de næste 12 måneder

|                                 |                       |
|---------------------------------|-----------------------|
| Kursmål, inkl. udbytte (DKK)    | 225                   |
| Potentiale (%)                  | 22                    |
| Siste lukkekurs (DKK)           | 184                   |
| Dato                            | 2020-04-29            |
| Markedsværdi (DKKbn)            | 13                    |
| Sektor                          | Banks                 |
| Næste regnskab.....fore Market) | 05/05/2020: Q1 report |

### Absolut og relativ kursudvikling



Kilde: Handelsbanken Capital Markets

### Noter og kommentarer

Vores favoritaktier blandt bankerne er Jyske Bank og Nordea, som vi har på Køb. Vi er ligeledes positive på Ringkjøbing Landbobank, som vi har en Holdanbefaling på. Vi anbefaler ikke at købe Spar Nord og Sydbank, som vi har på Sælg.

### Selskabsbeskrivelse

Jyske Bank med hovedsæde i Silkeborg blev grundlagt i 1967 via en fusion mellem fire midtjyske lokalbanker. Herefter har forskellige opkøb – herunder Finansbanken i 1980 – været med til at sikre bankens ekspansion og gjort Jyske Bank til Danmarks tredjestørste bank. På produkt-siden tilbyder Jyske Bank et komplet sortiment af finansielle løsninger til private, samt små- og mellemstore virksomheder.

For yderligere oplysninger se side 34-37.



# Lundbeck

## Er kommet stærkt igen

- Migrænemiddel sælges nu i USA
- Vi ser en sandsynlighed for, at markedet er for pessimistisk
- Vi har en Hold-anbefaling på aktien og et kursmål på 291 kr.

### Er steget med knap 28% den seneste måned

Efter at have været hårdt ramt af den eskalerende udbredelse af coronavirusen i Europa og USA, er Lundbeck-aktien kommet stærkt igen den seneste måned, hvor aktien er steget med knap 28%. Aktien har blandt andet nydt godt af, at Vyepti (et lægemiddel til forebyggelse af migræne hos voksne) tidligere på måneden er blevet kommercielt tilgængeligt i USA og nu kan købes hos udvalgte distributører og apoteker. Tilbage i februar fik Lundbeck markedsføringstilladelsen af produktet. Godkendelsen er især vigtig for Lundbeck idet de overtog rettighederne til midlet med købet af amerikanske Alder Biopharmaceuticals i september sidste år. Vi venter, at Vyepti vil have en omsætning på 4,5 mia. kr. i USA i 2027. Salget af Vyepti ventes isoleret set at resultere i en positiv gennemsnitlig årlig indtjeningseffekt (EPS) på 12% i perioden 2020-27.

### Fokus på fremtidsudsigter og pipeline

Lundbeck rapporterer selskabets regnskab for 1. kvartal den 12. maj. I den forbindelse venter vi, at Lundbeck vil opleve et fald i omsætningen på især det kinesiske marked som følge af coronavirus-udbruddet. Dog ser vi en sandsynlighed for, at tilbagegangen ikke vil være nær så voldsom som markedet venter. Investorerne vil ligeledes holde øje med udviklingen på de resterende markeder og produktkategorier samt udmeldinger omkring fremtidsudsigterne. Her vil der især blive holdt øje med om de negative effekter fra coronavirusen ligeledes vil fortsætte ind i 2. kvartal 2020.

### Kan Lundbeck eksekvere i forhold til deres pipeline?

Lundbeck skal i de kommende år bevise, at de kan eksekvere i forhold til deres pipeline samt håndtere en række forfaldne patenter. Derfor er investorernes fokus i høj grad rettet mod migrænemidlet Vyepti. En succesfuld modtagelse i USA er således afgørende for aktiekursens udvikling.

### Udvalgte nøgletal

| DKKm                       | 2018   | 2019   | 2020e  | 2021e  |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Omsætning                  | 18,117 | 17,036 | 18,367 | 18,250 |
| Res. Primær drift          | 5,301  | 3,608  | 2,878  | 3,075  |
| Nettoreultat               | 3,907  | 2,623  | 1,940  | 2,149  |
| Balance sum                | 23,011 | 33,728 | 34,745 | 36,182 |
| Egenkapital                | 14,251 | 14,491 | 15,231 | 16,507 |
| Indtjening per aktie (DKK) | 20     | 13     | 10     | 11     |
| Udbytte per aktie          | 8      | 12     | 6      | 4      |
| P/E (x)                    | 12     | 18     | 15     | 16     |
| K/I (x)                    | 4      | 3      | 3      | 3      |

Kilde: Handelsbanken Capital Markets



**Nuværende anbefaling: Hold**  
**Selskabsspecifik risiko: Lav**

### Anbefaling de næste 12 måneder

|                                 |                                 |
|---------------------------------|---------------------------------|
| Kursmål, inkl. udbytte (DKK)    | 291                             |
| Potentiale (%)                  | 17                              |
| Sistelukkekurs (DKK)            | 248                             |
| Dato                            | 2020-04-29                      |
| Markedsværdi (DKKbn)            | 49                              |
| Sektor                          | Pharmaceuticals & Biotechnology |
| Næste regnskab.....fore Market) | 12/05/2020: Q1 report           |

### Absolut og relativ kursudvikling



Kilde: Handelsbanken Capital Markets

### Noter og kommentarer

Vores favoritaktier i medicinal- og bioteksektoren er Alk-Abello og Novo Nordisk, som vi har på køb. Vi er også positive på Genmab og Lundbeck, som vi har på hold.

### Selskabsbeskrivelse

Lundbeck blev stiftet i 1915 er en forskningsbaseret virksomhed. Selskabet fokuserer på behandling af sygdomme i centralnervesystemet. Hovedproduktet er antidepressionsmidlet Cipralex. Midlet markedsføres i USA af samarbejdspartneren Forest Labs under navnet Lexapro. Derudover producerer Lundbeck midler til behandling af Alzheimers, Parkinsons, Huntington samt skizofreni. Udviklingsporteføljen ser fin ud, hvor antidepressivmidlet LU21004 og Nalmefene tabletten mod alkoholmisbrug ser mest lovende ud.

For yderligere oplysninger se side 34-37.



# Nordea

## Omstruktureringer fortsætter med at bære frugt

- Er blandt vores favoritter i den nordiske banksektor
- Nedskrivninger og omkostninger overraskede positivt
- Vi fastholder vores købsanbefaling og kursmål 75 SEK

### Regnskab til den positive side

Nordea rapporterede bankens regnskab for 1. kvartal 2020 den 29. april. Overordnet set var regnskabet til den positive side. På trods af, at omsætningen endte 2% lavere end markedets forventninger belønnede investorerne aktien for at have lavere end ventede nedskrivninger. Nedskrivningerne var primært relateret til offshore segmentet grundet de kraftigt faldende oliepriser i løbet af den sidste måned. Derudover formåede Nordea at opretholde et stabilt omkostningsniveau, der var lavere end markedets forventninger.

### Er særdeles velpolstret

I regnskabet var det desuden positivt at bemærke, at udlånsvæksten i Sverige er positiv, hvor Nordea tager markedsandele. Derimod er marginen fortsat under pres, hvilket er på linje med hvad vi har set andre banker har rapporteret. Derudover viste regnskabet, at Nordea er særdeles velpolstret. På trods af dette er beslutningen omkring udbytterne blevet udskudt. Vi venter desuden, at Nordea vil reducere udbytterne for 2019 med 0,2 euro.

### Prisfastsættelsen er for pessimistisk

I kølvandet på regnskabet fastholder vi vores Købsanbefaling samt kursmål på 75 SEK. Med en solid kapitalbuffer på 5,8% kan Nordea således fokusere på at vinde yderligere markedsandele i de kommende år. De seneste kvartaler har bekræftet, at indtjeningen er inde i et positivt momentum, mens omkostningerne er under kontrol. Coronavirus-udbruddet har været et bump på vejen, men Nordea er velpolstret til at stå imod modvinden. Til trods for at vi har sænket vores forventninger til udbyttebetalingerne, så anser vi fortsat Nordea for at være en blandt vores favoritter i den nordiske banksektor.

### Udvalgte nøgletal

| EURm                       | 2019    | 2020e   | 2021e   | 2022e   |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Indtj. før skat            | 2,113   | 3,028   | 3,860   | 4,074   |
| Nettoreultat               | 1,542   | 2,320   | 3,108   | 3,117   |
| Balance sum                | 554,848 | 608,517 | 621,379 | 634,641 |
| Egenkapital                | 31,528  | 32,518  | 33,849  | 36,428  |
| Indtjening per aktie (EUR) | 0.4     | 0.6     | 0.8     | 0.8     |
| Udbytte per aktie          | 2       | 3       | 4       | 4       |
| P/E (x)                    | 19      | 10      | 8       | 8       |
| K/I (x)                    | 0.9     | 0.7     | 0.7     | 0.7     |

Kilde: Handelsbanken Capital Markets



**Nuværende anbefaling: Køb**  
**Selskabsspecifik risiko: Mellem**

### Anbefaling de næste 12 måneder

|                                 |                       |
|---------------------------------|-----------------------|
| Kursmål, inkl. udbytte (DKK)    | 52.2                  |
| Potentiale (%)                  | 17                    |
| Sistelukkekurs (DKK)            | 44.7                  |
| Dato                            | 2020-04-29            |
| Markedsværdi (DKKbn)            | 180                   |
| Sektor                          | Banks                 |
| Næste regnskab.....fore Market) | 17/07/2020: H1 report |

### Absolut og relativ kursudvikling



Kilde: Handelsbanken Capital Markets

### Noter og kommentarer

Vores favoritaktier blandt bankerne er Jyske Bank og Nordea, som vi har på Køb. Vi er ligeledes positive på Ringkjøbing Landbobank, som har en holdanbefaling på. Vi anbefaler ikke at købe Spar Nord og Sydbank, som vi har på Sælg.

### Selskabsbeskrivelse

Nordea er Nordens største bank med en stærk markedsposition på alle fire nordiske markeder. Nordea er skabt gennem en fusion af Nordbanken (Sverige) Merita (Finland) UniDanmark (Danmark) og Christiania Bank (Norge). Banken har en bred vifte af ydelser og services indenfor traditionelle bankforretning, kapitalforvaltning, pension og forsikring.

For yderligere oplysninger se side 34-37.

# Novo Nordisk



## Indikationer på en stærk start på året

- Alzheimers-studie kan blive en særdeles positiv kurstrigger
- Har en stærk og diversificeret udviklingsportefølje
- Vi fastholder Købsanbefalingen og kursmålet på 480 kr.

### Alzheimers-studie kan rykke aktien mod nye højder

Novo Nordisk-aktien reagerede kraftigt i begyndelsen af januar, hvor aktien steg med 5% i kølvandet på kommentarer fra selskabets salgsdirektør om det igangværende ELAD-forsøgsstudie. Kursreaktionen dengang var en klar indikation på, at investorerne med stor bevågenhed har rettet deres sigtekorn mod offentliggørelsen af resultaterne fra ELAD-forsøgsstudiet med diabetesmidlet Victoza til behandling af Alzheimers. Vi vurderer, at positive resultater fra ELAD-forsøgsstudiet kombineret med en erklæret målsætning og strategi i forhold til en eventuel lancering vil resultere i, at konsensus vil opjustere deres estimer. Dette vil rykke aktien mod nye højder. Resultaterne ventes offentliggjort i løbet af 2. kvartal 2020.

### Lagreopfyldning vil gavne væksten

Novo Nordisk-aktien har været blandt de få aktier, som ikke har været påvirket af coronavirus-udbruddet. Det skyldes, at diabetesmedicin ikke har været omfattet af diverse restriktioner. Samtidig har coronavirussen ligeledes fået diabetikere i USA til at bestille deres medicin hjem for at sikre sig mod forsyningsproblemer under coronavirus-udbruddet. Således viser recepttallene en kraftig stigning i løbet af marts og april for både GLP-1 analogen Ozempic og Victoza. Lignende tendens har Novo Nordisks amerikanske konkurrent Eli Lilly og den franske konkurrent Sanofi oplevet, hvor begge selskabers diabetesmidlet har oplevet en kraftig vækst i 1. kvartal 2020. Vi venter således, at Novo Nordisk har generet en pæn toplinevækst i 1. kvartal

### Erobrer fortsat markedsandele

Vi ser positivt på, at Novo Nordisk har en stærk og diversificeret udviklingsportefølje med en række potentielle markedsrevolutionerende lægemidler i pipelinen. Således har Novo Nordisk flere ben at stå på, hvilket alt andet lige styrker indtjeningspotentialer. Novo Nordisk' Best-in-Class portefølje af diabetesprodukter erobrer fortsat markedsandele i et relativt stabilt tempo, hvilket gør Novo Nordisk til en af de hurtigst voksende selskaber i medicinal- og bioteksektoren.

### Udvalgte nøgletal

| DKKm                       | 2018    | 2019    | 2020e   | 2021e   |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Omsætning                  | 111,831 | 122,021 | 128,867 | 140,259 |
| Res. Primær drift          | 47,248  | 52,483  | 54,889  | 61,162  |
| Nettoresultat              | 38,140  | 38,951  | 42,788  | 48,381  |
| Balance sum                | 110,769 | 119,330 | 133,536 | 147,547 |
| Egenkapital                | 51,839  | 62,081  | 71,593  | 82,609  |
| Indtjening per aktie (DKK) | 16      | 16      | 18      | 21      |
| Udbytte per aktie          | 6       | 7       | 7       | 8       |
| P/E (x)                    | 19      | 24      | 24      | 20      |
| K/I (x)                    | 14      | 15      | 14      | 12      |

Kilde: Handelsbanken Capital Markets

**Nuværende anbefaling: KØB**

**Selskabsspecifik risiko: Lav**

### Anbefaling de næste 12 måneder

|                                 |                                 |
|---------------------------------|---------------------------------|
| Kursmål, inkl. udbytte (DKK)    | 480                             |
| Potentiale (%)                  | 11                              |
| Sistelukkekurs (DKK)            | 432                             |
| Dato                            | 2020-04-29                      |
| Markedsværdi (DKKbn)            | 1,009                           |
| Sektor                          | Pharmaceuticals & Biotechnology |
| Næste regnskab.....fore Market) | 06/05/2020: Q1 report           |

### Absolut og relativ kursudvikling



Kilde: Handelsbanken Capital Markets

### Noter og kommentarer

Vores favoritaktier i medicinal- og bioteksektoren er Alk-Abello og Novo Nordisk, som vi har på køb. Vi er også positive på Genmab og Lundbeck, som vi har på hold.

### Selskabsbeskrivelse

Novo Nordisk er verdens førende producent af diabetesbehandling og blev stiftet i 1923. Selskabet har en bred produktpalette og oplever især vækst i salget af insulinanaloger, der giver bedre muligheder for at kontrollere blodsukkeret end human insulin. Med den stigende velstand oplever flere lande en kraftig vækst i antallet af diabetikere. Novo Nordisk har desuden også en førende position inden for behandling af bløder-sygdomme og væksthormonterapi.

For yderligere oplysninger se side 34-37.

# Novozymes

## Øget fokus på rengøring gav nede top linjen

- Regnskab var stort set på linje med forventningerne
- Prisfastsættelsen er fortsat anstrengt
- Vi fastholder salgsanbefalingen og kursmålet på 275 kr.

### Regnskabet bød ikke på den store spænding

Novozymes annoncerede deres foreløbige regnskabstal den 7. april. Således var der knap så meget spænding at spore forud for offentliggørelsen af de endelige regnskabstal for 1. kvartal 2020 den 29. april. Det betød ligeledes, at regnskabet stort set var på linje med forventningerne. Den organiske vækst i kvartalet endte på 10%, mens overskudsgraden endte på 28,9%, hvilket var uændret relativt til de foreløbige offentliggjorte regnskabstal.

### De positive takter vil fortsætte ind i 2. kvartal

Som ventet forblev guidance til helåret suspenderet som følge af den fortsatte lave sigtbarhed relateret til coronavirus-udbruddet. Dog meddelte Novozymes, at et par af enzymselskabets divisioner, Vaskemidler (Novozymes' største division som omfatter enzymer til vaskemidler og mikroorganismer) og Føde- og drikkevarer har lukret på coronavirus-udbruddet på globalt plan. Førstnævnte oplevede således en vækst på 11% (1. kvartal 2019: minus 3%). Det skyldes, at der er blevet gjort mere rent, mens der ligeledes er blevet bagt og spist en del mere hjemme. Forbrugernes hamstring har ligeledes betydet, at salget af enzymer er steget til gavn for omsætningen. Novozymes meddelte desuden, at de positive takter for 1. kvartal ser ud til at fortsætte ind i 2. kvartal 2020.

### Er for dyr

For 2020 venter vi, at Husholdningsdivisionen vil opnå en organisk vækst på 7%, hvilket er understøttet af lageropbygning samt at forbrugere i USA og Europa i højere grad har efterspurgt premium-produkter under coronavirus-udbruddet. Modsat venter vi, at Bioenergi divisionen vil opleve et fald i væksten på 18% idet færre amerikanere kører længere distancer, mens svagere makroøkonomiske opgørelser ligeledes dæmper efterspørgslen. I alt venter vi en organisk top linjevækst på 1-1,5% på gruppeniveau i år. Novozymes handler med en P/E for 2020 på omkring 31x, hvilket vi finder særdeles anstrengt, specielt når vi tager den beskedne top linjeudvikling i betragtning.

### Udvalgte nøgletal

| DKKm                       | 2018   | 2019   | 2020e  | 2021e  |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Omsætning                  | 14,390 | 14,374 | 14,547 | 15,128 |
| Res. Primær drift          | 4,070  | 4,039  | 3,917  | 4,140  |
| Nettoresultat              | 3,168  | 3,154  | 3,086  | 3,276  |
| Balance sum                | 19,697 | 20,437 | 20,563 | 21,467 |
| Egenkapital                | 11,438 | 11,480 | 11,566 | 12,335 |
| Indtjening per aktie (DKK) | 11     | 11     | 11     | 11     |
| Udbytte per aktie          | 5      | 5      | 5      | 6      |
| P/E (x)                    | 27     | 30     | 31     | 28     |
| K/I (x)                    | 8      | 8      | 8      | 7      |

Kilde: Handelsbanken Capital Markets



**Nuværende anbefaling: Sælg**  
**Selskabsspecifik risiko: Mellem**

### Anbefaling de næste 12 måneder

|                                 |                       |
|---------------------------------|-----------------------|
| Kursmål, inkl. udbytte (DKK)    | 275                   |
| Potentiale (%)                  | -16                   |
| Sistelukkekurs (DKK)            | 326                   |
| Dato                            | 2020-04-29            |
| Markedsværdi (DKKbn)            | 93                    |
| Sektor                          | Materials             |
| Næste regnskab.....fore Market) | 12/08/2020: H1 report |

### Absolut og relativ kursudvikling



Kilde: Handelsbanken Capital Markets

### Noter og kommentarer

Vores favoritaktie blandt danske selskaber i kategorien fødevarer, ingredienser og enzymer er Chr. Hansen, som vi har en købsanbefaling på. Vi anbefaler ikke at investere i Novozymes, som vi har en Salgsanbefaling på.

### Selskabsbeskrivelse

Novozymes er verdens førende producent af enzymer og mikroorganismer. Selskabet blev stiftet tilbage i 1921. Novozymes udvikler blandt andet enzymløsninger til vaskemidler, bioethanol og fødevarer. Novozymes investerer kraftigt i udvikling af nye enzymer, og selskabet udbygger dermed markedet via innovation. Som følge af at bioethanol vinder mere frem vil efterspørgslen efter enzymer til dette vokse tilsvarende.

For yderligere oplysninger se side 34-37.

# Pandora



## Konsensus er for pessimistisk

- Butikslukninger har ramt topplinen
- Indkøbt ekspertise vil bedre kendskabet til sektoren
- Vi fastholder købsanbefalingen og kursmålet på 300 kr.

### Indikationer på at salget var ok indtil ultimo februar

Pandora rapporterer den 5. maj selskabets 1. kvartalsregnskab. Overordnet venter vi, at Pandora har oplevet et fald i omsætningen i 1. kvartal 2020 på 9%, mens konsensus venter et fald på hele 20%. Dermed vurderer vi, at konsensus ser en anelse for pessimistisk ud. Lukningen af Pandoras butikker i Kina i fire uger ventes at have resulteret i et fald i topplinen på omkring 4%. Ydermere ventes lukningen af Pandoras butikker i Europa og USA i minimum 2 uger at have resulteret i et fald i omsætningen på gruppeniveau på omkring 13%. Trods modvinden fra diverse butikslukninger så har vi fået indikationer på, at salget var forholdsvis acceptabelt indtil ultimo februar. Det skyldes især en fortsat succesfuld markedsføring samt et pænt onlinesalg i løbet af 1. kvartal 2020, hvilket delvist ventes at have udlignet tabet ved butikslukningerne. Således ville en omsætningsvækst på 30% i onlinesalget gavne topplinen med 3% på gruppeniveau. Når vi kigger ind i 2. kvartal 2020 så venter vi, at Pandora har oplevet et fald i omsætningen på 22%.

### Fokus i regnskabet vil være på genåbning af butikker

Vi vurderer, at markedet vil være i stand til at se gennem fingre med et svagere 1. kvartalsregnskab end ventet. Det skyldes, at investorerne allerede venter, at 1. kvartal 2020 vil være svagt. Derfor vil det primære fokus i langt højere grad være rettet mod udsigterne til, at butikkerne igen åbnes samt effekten af de forskellige stabiliseringstiltag, som Pandora har indført. Således har Pandora for nylig købt retail ekspertise fra H&M og hjælp fra Bulgari i forsøget på at forbedre den adm. direktørs kendskab til hurtigt omsættelige forbrugsvarer.

### Besidder et solidt fundament

Vi venter, at smykkebutikker vil være blandt de første butikker til at åbne i forbindelse med en gradvis genåbning af økonomierne. Derudover ventes smykker til en overkommelig pris at være blandt det som forbrugerne vil købe, når købelysten blandt forbrugerne vender tilbage. Foruden dette har Pandora et solidt fundament i form af deres brand, stærke produkter og aktiv base som helhed. Endelig vurderer vi, at selskabets omstrukturingsindsatser vil bære frugt på trods af virusudbredelsen.

### Udvalgte nøgletal

| DKKm                       | 2018   | 2019   | 2020e  | 2021e  |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Omsætning                  | 22,806 | 21,868 | 19,389 | 20,629 |
| Res. Primær drift          | 6,431  | 3,828  | 3,051  | 5,075  |
| Nettoresultat              | 5,045  | 2,821  | 2,272  | 3,797  |
| Balance sum                | 19,244 | 21,571 | 19,943 | 20,990 |
| Egenkapital                | 6,419  | 5,249  | 4,276  | 4,996  |
| Indtjening per aktie (DKK) | 48     | 29     | 27     | 53     |
| Udbytte per aktie          | 9      | 10     | 9      | 17     |
| P/E (x)                    | 6      | 10     | 9      | 5      |
| K/I (x)                    | 4      | 5      | 4      | 3      |

Kilde: Handelsbanken Capital Markets

Nuværende anbefaling: **Køb**

Selskabsspecifik risiko: **Høj**

### Anbefaling de næste 12 måneder

|                                 |                             |
|---------------------------------|-----------------------------|
| Kursmål, inkl. udbytte (DKK)    | 300                         |
| Potentiale (%)                  | 21                          |
| Sistelukkekurs (DKK)            | 248                         |
| Dato                            | 2020-04-29                  |
| Markedsværdi (DKKbn)            | 19                          |
| Sektor                          | Consumer Durables & Apparel |
| Næste regnskab.....fore Market) | 05/05/2020: Q1 report       |

### Absolut og relativ kursudvikling



Kilde: Handelsbanken Capital Markets

### Noter og kommentarer

Pandora er på nuværende tidspunkt vores favoritaktie blandt danske selskaber i sektoren diskretionært forbrug.

### Selskabsbeskrivelse

Pandora designer, producerer, markedsfører og distribuerer håndlavede og moderne smykker som primært er lavet af sterling sølv, guld, ædelstene og Murano-glas.

For yderligere oplysninger se side 34-37.

# Ringkjøbing Landbobank



## Guidance til helåret fastholdt

- Udlånsvæksten fortsætter og nedskrivningerne skuffede
- Yderligere omkostningsreduktioner ventes
- Vi fastholder Holdanbefalingen, mens vi hæver kursmålet til 420 kr. (385 kr.)

## Regnskab til den positive side, men nedskrivningerne skuffede

Ringkjøbing Landbobank rapporterede den 29. april bankens regnskab for 1. kvartal 2020. Overordnet set var regnskabet til den positive side, hvor stort set samtlige regnskabsposter endte højere end ventet. Mere konkret endte nettorenteindtægterne (bankens største indtægtspost) en spids højere end ventet, mens den volatile post handelsindtægterne endte hele 69% højere end ventet. Derudover var det positivt at bemærke, at Ringkjøbing Landbobank har været i stand til at fortsætte det positive vækstmomentum i kvartalet. Således steg udlånene med 6% i kvartalet relativt til forrige kvartal, hvilket ventes at understøtte udviklingen i nettorenteindtægterne i de kommende kvartaler. På den knap så positive side endte nedskrivningerne en del højere end ventet (75 mio. kr. mod 48 mio. kr.).

## Har historisk været i stand til at overgå deres forventninger

I forbindelse med regnskabet fastholdt Ringkjøbing Landbobank deres guidance (forventninger) til helåret. Således venter Ringkjøbing Landbobank fortsat et basisresultat på 900-1.100 mio. kr. i 2020 samt et resultat før skat på 800-1.100 mio. kr. Vi venter, at Ringkjøbing Landbobank vil have et resultat før skat på 1.101 mio. kr., hvilket dermed er en spids højere end det høje udmeldte interval. I den forbindelse er det værd at nævne, at Ringkjøbing Landbobank historisk har været i stand til at overgå deres guidance og endda hæve deres guidance i løbet af året.

## Lavere omkostninger og nedskrivninger end ventet

I kølvandet på regnskabet foretager vi kun få estimatændringer. Således hæver vi vores indtjeningsforventninger (EPS) med 1,8% i 2020 og 2,3% i 2021 og 2022, så de afspejler et øget indtjeningsbidrag fra reprising af indlån, et fald i indlånsbasen samt en fortsat udlånsvækst. Samtidig venter vi, at omkostningerne vil befinde sig på et lavere niveau end vi tidligere ventede, mens vi sænker vores forventninger til nedskrivningerne for 2020. Det fører til, at vi hæver kursmålet til 420 kr., mens anbefalingen fortsat er Hold.

## Udvalgte nøgletal

| DKKm                       | 2019   | 2020e  | 2021e  | 2022e  |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Totalindkomst              | 2,115  | 2,163  | 2,194  | 2,257  |
| Indtj. før skat            | 1,245  | 1,121  | 1,292  | 1,352  |
| Nettoresultat              | 978    | 899    | 1,034  | 1,082  |
| Balance sum                | 52,941 | 53,131 | 55,279 | 57,525 |
| Egenkapital                | 7,283  | 8,121  | 8,378  | 8,715  |
| Indtjening per aktie (DKK) | 33     | 45     | 52     | 55     |
| Udbytte per aktie          | 11     | 14     | 18     | 20     |
| P/E (x)                    | 15     | 9      | 8      | 7      |
| K/I (x)                    | 1      | 1      | 1.0    | 1.0    |

Kilde: Handelsbanken Capital Markets

**Nuværende anbefaling: Hold**  
**Selskabsspecifik risiko: Mellem**

## Anbefaling de næste 12 måneder

|                                 |                       |
|---------------------------------|-----------------------|
| Kursmål, inkl. udbytte (DKK)    | 420                   |
| Potentiale (%)                  | 1.6                   |
| Sistelukkekurs (DKK)            | 414                   |
| Dato                            | 2020-04-29            |
| Markedsværdi (DKKm)             | 8,573                 |
| Sektor                          | Banks                 |
| Næste regnskab.....fore Market) | 05/08/2020: H1 report |

## Absolut og relativ kursudvikling



Kilde: Handelsbanken Capital Markets

## Noter og kommentarer

Vores favoritaktier blandt bankerne er Jyske Bank og Nordea, som vi har på Køb. Vi er ligeledes positive på Ringkjøbing Landbobank, som vi en Holdanbefaling på. Vi anbefaler ikke at købe Spar Nord og Sydbank, som vi har på Sælg.

## Selskabsbeskrivelse

Ringkjøbing Landbobank er en blanding mellem en regionalbank og en nichebank. Således har banken 50% af sine engagementer i midt- og Vestjylland. Den resterende del af bankens forretningsgrundlag kommer fra Private Banking kunder, finansiering af vindturbiner og private lægeklinikker.

For yderligere oplysninger se side 34-37.



# Rockwool



## Vil klima blive en central del af genopretningen af økonomierne?

- Forventninger om at byggebranchen kommer stærkt igen
- Pres på at klima bliver en central del i genopretningsplanen
- Vi fastholder anbefalingen på Køb og kursmålet på 1.850 kr.

### Positive udmeldinger fra den adm. direktør

Rockwool-aktien har, i lighed med størstedelen af aktiemarkedet, oplevet pæn medvind den seneste måned, hvor aktien er steget med knap 23%. Den pæne kursudvikling har blandt andet været understøttet af den adm. direktør for Rockwool, Jens Birgerssons, udtalelser om, at han er optimistisk på byggebranchens vegne og at han mener, at branchen vil vende stærkt tilbage, når coronakrisen har lagt sig. Så selvom Rockwool har været hårdt ramt af coronavirus-udbruddet, som blandt har resulteret i, at Rockwool tidligere på året suspenderede deres guidance for helåret, så ser den adm. direktør fortsat positivt på fremtiden.

### Energibesparende renoveringsprojekter er nøglen

Vores positive syn på Rockwool-aktien er primært drevet af vores forventninger til, at der i genopretningen af de forskellige økonomier i kølvandet på coronavirussen vil være et øget fokus på de klimamæssige tiltag. Således har et stort flertal af EU-landene klart meddelt, at klima og miljø i form af "Den Grønne aftale" skal stå centralt i EU-planen for økonomisk genopretning af Europa. EU-kommissionen arbejder i øjeblikket på at præsentere en plan. Ovenstående er især vigtig eftersom EU i forbindelse med coronavirussen udskød forhandlingerne omkring konkrete renoverings- og effektiviseringstiltag for byggesektoren på ubestemt tid. Rockwools isoleringsprodukter er stærkt positionerede i forhold til at imødekomme de globale mål om et lavere energiforbrug. Det er især produktet stenuld, der skal drive væksten, da stenulden kan modstå temperaturer på mere end 1.000°C. Stenulden udgør i øjeblikket en mindre andel af det samlede isoleringsmarked, hvorfor omstillingen til ikke-brandbar isolering vil sikre den fremtidige vækst.

### Attraktive langsigtede strukturelle vækstmuligheder

Vi finder de langsigtede strukturelle vækstmuligheder interessante for selskabets bæredygtige produkter. Vi vurderer, at stenulden på længere sigt vil vokse i langt højere grad end resten af byggesektoren. Vi fastholder således vores købsanbefaling på aktien.

### Udvalgte nøgletal

| EURm                       | 2018  | 2019  | 2020e | 2021e |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Omsætning                  | 2,681 | 2,773 | 2,876 | 3,053 |
| Res. Primær drift          | 341   | 372   | 357   | 411   |
| Nettoreultat               | 264   | 285   | 274   | 316   |
| Balance sum                | 2,431 | 2,694 | 2,813 | 3,064 |
| Egenkapital                | 1,877 | 2,118 | 2,222 | 2,448 |
| Indtjening per aktie (EUR) | 12    | 13    | 13    | 15    |
| Udbytte per aktie          | 30    | 31    | 31    | 36    |
| P/E (x)                    | 19    | 17    | 16    | 14    |
| K/I (x)                    | 3     | 2     | 2     | 2     |

Kilde: Handelsbanken Capital Markets

**Nuværende anbefaling: Køb**  
**Selskabsspecifik risiko: Høj**

### Anbefaling de næste 12 måneder

|                                 |                       |
|---------------------------------|-----------------------|
| Kursmål, inkl. udbytte (DKK)    | 1,850                 |
| Potentiale (%)                  | 25                    |
| Sistelukkekurs (DKK)            | 1,485                 |
| Dato                            | 2020-04-29            |
| Markedsværdi (DKKbn)            | 32                    |
| Sektor                          | Capital Goods         |
| Næste regnskab.....fore Market) | 13/05/2020: Q1 report |

### Absolut og relativ kursudvikling



Kilde: Handelsbanken Capital Markets

### Noter og kommentarer

Vores favoritaktie blandt industriselskaberne er Rockwool og Vestas, som vi har på køb. Vi er også positive på FLSmidth & Co. og ISS, som vi har på hold.

### Selskabsbeskrivelse

Rockwool er verdens største producent af innovative produkter og systemer baseret på stenuld. Selskabet som blev grundlagt i 1909 er i dag blandt verdens førende inden for isoleringsbranchen. Tyskland, Frankrig og Holland udgør de største markeder efterfulgt af Rusland og Polen, hvor efterspørgslen er meget høj i øjeblikket. Som følge af øget regulering omkring indeklimate og isoleringsrigtige bygninger vil der komme større efterspørgsel efter isoleringsmaterialer.

For yderligere oplysninger se side 34-37.

# Royal Unibrew



## Går et par hårde kvartaler i møde

- Vil komme stærkt igen i 2021
- Volumen faldt og pres på indtjeningen i 1. kvartal 2020
- Anbefalingen fastholdes på køb, mens kursmålet hæves til 550 kr. (525 kr.)

### Regnskabet var bedre end ventet

Royal Unibrew rapporterede deres regnskab for 1. kvartal 2020 den 28. april. Overordnet set var regnskabet bedre end ventet, hvor omsætningen og driftsindtjeningen (EBIT) overraskede positivt. Det skyldtes især, at de negative konsekvenser ved nedlukningen i Finland har været af begrænset karakter. Samtidig bar regnskabet præg af, at top-linjen først for alvor blev ramt af coronavirus-udbruddet i marts, hvor flere europæiske lande, herunder Italien, blev lukket ned. Mere konkret faldt top-linjen med 9% i marts måned. Det betød, at driftsindtjeningen på det vesteuropæiske marked faldt med 39% i kvartalet relativt til samme periode sidste år, mens volumen aftog med 6% relativt til 1. kvartal 2019.

### Øget modvind i 2. kvartal i vente

I forbindelse med regnskabet annoncerede Royal Unibrew ikke nye guidance for helåret. Royal Unibrew meddelte dog, at de vil opleve en øget modvind i 2. kvartal 2020 idet barer og restauranter sandsynligvis vil forblive lukket i løbet af kvartalet, mens større arrangementer såsom musikfestivaler er blevet aflyst. Royal Unibrew fremhævede desuden en række tiltag i forhold til omkostningssiden og anlægsinvesteringerne i forsøget på at opretholde en fortsat høj fleksibilitet. Fordelene ved disse tiltag var dog begrænset til 1. kvartal 2020.

### Attraktivt risiko/afkast-forhold på længere sigt

Vi venter, at Royal Unibrew-aktien går en svagere tid i møde i takt med, at volumenerne ventes at være ramt af nedlukningerne samt diverse aflysninger af større begivenheder. Således venter vi, at volumen og indtjeningen vil være ramt i såvel 2. som 3. kvartal 2020. Dog ventes en række omkostningsbesparende initiativer at afbøde effekten heraf om end de ikke kan udligne disse fuldstændig. Trods udsigten til en række skuffende kvartalsregnskaber så venter vi, at Royal Unibrew-aktien igen vil få medvind i løbet af 2021 grundet en bedring i volumen og trimmet omkostninger. Vi synes samtidig, at bryggeriets prisfastsættelse ser attraktiv ud.

### Udvalgte nøgletal

| DKKm                       | 2019  | 2020e | 2021e | 2022e |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Omsætning                  | 7,692 | 7,331 | 8,027 | 8,306 |
| Res. Primær drift          | 1,469 | 1,242 | 1,553 | 1,686 |
| Nettoresultat              | 1,142 | 957   | 1,214 | 1,304 |
| Balance sum                | 8,493 | 8,985 | 9,536 | 9,985 |
| Egenkapital                | 3,106 | 3,493 | 3,604 | 3,768 |
| Indtjening per aktie (DKK) | 23    | 19    | 25    | 27    |
| Udbytte per aktie          | 12    | 12    | 13    | 14    |
| P/E (x)                    | 27    | 26    | 20    | 19    |
| K/I (x)                    | 10    | 7     | 7     | 6     |

Kilde: Handelsbanken Capital Markets

**Nuværende anbefaling: Køb**  
**Selskabsspecifik risiko: Mellem**

### Anbefaling de næste 12 måneder

|                                 |                                  |
|---------------------------------|----------------------------------|
| Kursmål, inkl. udbytte (DKK)    | 550                              |
| Potentiale (%)                  | 9.3                              |
| Siste lukkekurs (DKK)           | 503                              |
| Dato                            | 2020-04-29                       |
| Markedsværdi (DKKbn)            | 25                               |
| Sektor                          | Food, Beverage & Tobacco         |
| Næste regnskab.....fore Market) | 24/08/2020: H1 trading statement |

### Absolut og relativ kursudvikling



Kilde: Handelsbanken Capital Markets

### Noter og kommentarer

Vores favoritaktie blandt danske selskaber i kategorien konsumentvarer er Royal Unibrew, som vi har på køb. Vi er ligeledes positive på Carlsberg, som vi har en Hold

### Selskabsbeskrivelse

Royal Unibrew er det andet største bryggeri i Danmark. Herudover er bryggeriet geografisk eksponeret mod Letland, Litauen, Tyskland, Italien og Polen. Udover øl, sælger Royal Unibrew også læskedrikke i Danmark, som er baseret på malt læskedrikke i Storbritannien, Caribien og Afrika. Efter at bryggeriet var tæt på konkurs i 2009, har Royal Unibrew skåret omkostningerne markant og er blevet transformeret tilbage til at blive en finansielt set sund virksomhed.

For yderligere oplysninger se side 34-37.

# SimCorp



## Hårde tider, men de er ikke over endnu

- Færre ordrer end sidste år
- Venter på et endnu bedre opkøbstidspunkt
- Vi fastholder vores salgsanbefaling og kursmålet på 575 kr.

### Har oplevet en smule medvind den sidste måned

SimCorp-aktien har oplevet fornyet medvind den seneste måned, hvor aktien er steget med omkring 16%. Fremgangen har blandt andet været drevet af det igangværende aktietilbagekøbsprogram, som holder hånden under aktien. Derudover har aktien ligeledes nydt godt af, at SimCorp formåede at lande en aftale med en stor italiensk kapitalforvalter om levering af software for omkring 1,3 mia. kr. På trods af den positive kursudvikling har vi dog en salgsanbefaling på aktien. Det markante fald i aktiver under forvaltning på globalt plan som følge af uroen på de finansielle markeder, vil formentlig få en betydelig negativ effekt på SimCorps indtjening, som minimum, i resten af 2020.

### Har forsøgt at afbøde effekterne ved coronavirus

Simcorp rapporterer deres 1. kvartalsregnskab den 19. maj. I den forbindelse venter vi, at selskabets historiske sæsonudsving i år bliver endnu mere synlige med et meget stærkt 4. kvartal og en efterfølgende svag udvikling i 1. halvår som følge af coronavirus-udbruddet. På trods af dette har Simcorp alligevel formået at indgå en aftale med ANIMA holdning (lokaliseret i Milano) i 1. kvartal 2020. Til sammenligning indgik Simcorp to ordrer i 1. kvartal 2019 og en i 1. kvartal 2018. For de kommende kvartaler venter vi, at Simcorp ikke vil indgå nogen aftaler i 2. kvartal og i 2. halvår 2020. Simcorp tog tidligt deres forholdsregler i forsøget på at afbøde effekterne ved coronavirusen baseret på erfaringer fra deres italienske hjemmeside og operationerne er således oppe og køre i samtlige italienske regioner.

### Prisfastsættelsen ser mindre anstrengt ud

Til trods for at vi synes, at prisfastsættelsen er begyndt at se mindre anstrengt ud relativt til for få måneder siden, så kan vi ikke udelukke, at SimCorp vil rapportere en række skuffende regnskaber for de kommende kvartaler. Det vil i givet fald kunne resultere i langt bedre opkøbsmuligheder. Vi fastholder således vores anbefaling på sælg og har et kursmål på 575 kr.

### Udvalgte nøgletal

| EURm                       | 2018 | 2019 | 2020e | 2021e |
|----------------------------|------|------|-------|-------|
| Omsætning                  | 383  | 455  | 436   | 491   |
| Res. Primær drift          | 103  | 128  | 103   | 132   |
| Nettoresultat              | 77   | 97   | 79    | 101   |
| Balance sum                | 270  | 438  | 479   | 557   |
| Egenkapital                | 169  | 230  | 273   | 337   |
| Indtjening per aktie (EUR) | 2    | 2    | 2     | 3     |
| Udbytte per aktie          | 7    | 7    | 7     | 7     |
| P/E (x)                    | 31   | 42   | 42    | 33    |
| K/I (x)                    | 14   | 17   | 12    | 10    |

Kilde: Handelsbanken Capital Markets

**Nuværende anbefaling: Sælg**  
**Selskabsspecifik risiko: Høj**

### Anbefaling de næste 12 måneder

|                                 |                       |
|---------------------------------|-----------------------|
| Kursmål, inkl. udbytte (DKK)    | 575                   |
| Potentiale (%)                  | -7                    |
| Sistelukkekurs (DKK)            | 620                   |
| Dato                            | 2020-04-29            |
| Markedsværdi (DKKbn)            | 25                    |
| Sektor                          | Software & Services   |
| Næste regnskab.....fore Market) | 19/05/2020: Q1 report |

### Absolut og relativ kursudvikling



Kilde: Handelsbanken Capital Markets

### Noter og kommentarer

Vi har på nuværende tidspunkt ingen favoritaktier blandt danske selskaber i kategorien Software og Services.

### Selskabsbeskrivelse

SimCorp er en ledende udbyder af investerings- og porteføljemanagementsoftware og serviceydelser til kapitalforvaltere. Kunderne er typisk at finde indenfor banker, pensionskasser og forsikringselskaber.

For yderligere oplysninger se side 34-37.

# Spar Nord

## Skuffende start på året

- Nedskrivningerne var den største skuffelse
- Vi ser ingen kurstriggere på kort sigt
- Anbefaling og kursmål er under revidering

### Skuffede på stort set samtlige regnskabsposter

Spar Nord rapporterede den 30. april bankens regnskab for 1. kvartal 2020. Overordnet set var regnskabet svagere end ventet, hvor overvægten af regnskabsposterne skuffede. Mere konkret endte nettorenteindtægterne (bankens største indtægtspost) 2,5% under markedets forventninger, hvilket er et fald relativt til forrige kvartal som følge af de tidligere udstedte MREL obligationer. Derudover ser effekterne af reprisningen af indlån en smule mindre ud end ventet, mens omkostningerne i kvartalet endte højere end ventet. Sidstnævnte skyldtes dog primært engangseffekter. Endelig havde Spar Nord haft nedskrivninger i kvartalet på 175 mio. kr., hvilket var højere end både vi og konsensus havde ventet. På den positive side indikerede regnskabet, at Spar Nord fortsat har en solid polstring idet kernekapitalen endte på 15,3%, hvilket er en stigning på 0,7% relativt til forrige kvartal.

### Nye guidance for 2020 blev offentliggjort

I forbindelse med regnskabet offentliggjorde Spar Nord, som ventet, deres nye guidance for 2020 efter de blev suspenderet den 19. marts 2020 som følge af coronavirus-udbruddet. Spar Nord venter nu en kerneindtjening før udlånstab i niveauet 700-1.000 mio. kr. (tidligere 900-1.000 mio. kr.). Samtidig venter Spar Nord, at nedskrivningsniveauet bliver højere end 2019 niveauet. Derimod afholdt Spar Nord sig fra at komme med konkrete guidance for resultatet efter skat grundet den fortsatte usikkerhed omkring konsekvenserne af coronavirus-udbruddet i forhold til kreditkvaliteten blandt kunderne.

### Risiko for flere skuffende kvartalsregnskaber

Vi har for nuværende et negativt syn på aktien, eftersom vi ikke finder nogen umiddelbare kurstriggere eller potentielle nyheder, der kan understøtte en positiv kursudvikling på 12 måneders sigt. Derudover ser vi fortsat en forhøjet risiko for skuffelser i de kommende kvartalsregnskaber.

### Udvalgte nøgletal

| DKKm                       | 2018   | 2019   | 2020e  | 2021e  |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Totalindkomst              | 3,190  | 3,340  | 3,056  | 3,178  |
| Indtj. før skat            | 1,094  | 1,304  | 685    | 939    |
| Nettoreultat               | 872    | 1,013  | 500    | 703    |
| Balance sum                | 82,793 | 93,113 | 92,902 | 95,768 |
| Egenkapital                | 8,380  | 8,901  | 9,425  | 9,795  |
| Indtjening per aktie (DKK) | 7      | 8      | 4      | 6      |
| Udbytte per aktie          | 4      | -      | 3      | 4      |
| P/E (x)                    | 8      | 8      | 12     | 8      |
| K/I (x)                    | 0.8    | 0.9    | 0.6    | 0.6    |

Kilde: Handelsbanken Capital Markets

**Nuværende anbefaling: Under revidering**  
**Selskabsspecifik risiko: Høj**

### Anbefaling de næste 12 måneder

|                                 |                       |
|---------------------------------|-----------------------|
| Kursmål, inkl. udbytte (DKK)    | 44.0                  |
| Potentiale (%)                  | -9                    |
| Sistelukkeus (DKK)              | 48.5                  |
| Dato                            | 2020-04-29            |
| Markedsværdi (DKKm)             | 5,963                 |
| Sektor                          | Banks                 |
| Næste regnskab.....fore Market) | 06/05/2020: Q1 report |

### Absolut og relativ kursudvikling



Kilde: Handelsbanken Capital Markets

### Noter og kommentarer

Vores favoritaktier blandt bankerne er Jyske Bank og Nordea, som vi har på Køb. Vi er ligeledes positive på Ringkjøbing Landbobank, som vi har en Holdanbefaling på. Vi anbefaler ikke at købe Sydbank, som vi har på Sælg.

### Selskabsbeskrivelse

Spar Nord Bank er Jyllands ældste bank og Danmarks sjette største pengeinstitut. Banken har hovedkontor i Aalborg, der også er centrum for de omkring filialerne i Danmark. Spar Nord supplerer egne ydelser med uafhængige samarbejdspartners ydelser på eksempelvis realkredit og pensionsforsikring. Bankens indtægt fra handel med værdipapirer har de seneste par år været voksende som følge af øget kundeaktivitet.

For yderligere oplysninger se side 34-37.

# Sydbank

## Regnskab var bedre end frygtet

- Kommissionsindtægterne endte en smule højere end ventet
- Konsensus vil hæve deres indtjeningsforventninger
- Vi fastholder vores holdanbefaling, mens vi hæver kursmålet til på 120 kr. (105 kr.)

### Fremlagde de foreløbige regnskabstal før tid

De makroøkonomiske usikkerhedsmomenterne som følge af coronavirus-udbruddet har blandt andet forplantet sig i Sydbank-aktien, der er faldet med mere end 18% i år. Imidlertid vurderer vi dog, at aktien, for en stund, vil opleve et positivt momentum efter Sydbank den 15. april offentliggjorde de foreløbige regnskabstal for 1. kvartal 2020. Overordnet set var regnskabet til den positive side. Vi hæfter os især ved den stabile udvikling i kerneindtjeningen, der endte på 960 mio. kr. Til sammenligning endte kerneindtjeningen i 4. kvartal 2019 på 926 mio. kr. Handelsindtægterne og investeringsafkastet har været hårdt presset om end det er positivt, at disse er faldet mindre end frygtet. Endelig endte kommissionsindtægterne en smule højere end ventet, hvilket var positivt påvirket af den fortsatte høje refinansieringsaktivitet.

### Konsensus har været for pessimistiske

Overordnet set har kerneindtjeningen været understøttet af nettorenteindtægterne, der har nydt godt af indførslen af negative renter. I takt med at Sydbank havde offentliggjort de foreløbige regnskabstal tidligere på måneden, var der ikke den store spænding forud for aflæggelsen af det endelige kvartalsregnskab den 29. april. Derfor var fokus i højere grad rettet mod udviklingen i ind- og udlånsvolumen, kapitalforholdene samt selskabets opdaterede guidance. Udviklingen i ind- og udlånsvolumenerne i kvartalet indikerer, at konsensus formentlig har været for pessimistiske i forhold til udviklingen i nettorenteindtægterne, eftersom indlånsbasen fortsatte med at falde i 1. kvartal

### Har et betydeligt kapitaloverskud

Sydbanks opdaterede guidance for 2020 var ligeledes i overensstemmelse med konsensus' forventninger, mens kernekapitalen på 19% signalerer et betydeligt kapitaloverskud. Sydbank venter i 2020 nu et resultat efter skat i niveauet 400-800 mio. kr. I kølvandet på regnskabet hæver vi vores indtjeningsforventninger (EPS) for 2020 med 14,1%, mens vi sænker vores forventninger til størrelsen af nedskrivningerne. Vi fastholder vores Hold-anbefaling.

### Udvalgte nøgletal

| DKKm                       | 2019    | 2020e   | 2021e   | 2022e   |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Totalindkomst              | 3,879   | 3,928   | 4,008   | 4,070   |
| Indtj. før skat            | 1,081   | 767     | 1,047   | 1,077   |
| Nettoreultat               | 853     | 602     | 822     | 846     |
| Balance sum                | 147,738 | 151,243 | 155,473 | 159,630 |
| Egenkapital                | 11,764  | 12,304  | 12,310  | 12,231  |
| Indtjening per aktie (DKK) | 14      | 10      | 15      | 17      |
| Udbytte per aktie          | -       | 5       | 7       | 8       |
| P/E (x)                    | 9       | 10      | 7       | 6       |
| K/I (x)                    | 0.7     | 0.5     | 0.5     | 0.5     |

Kilde: Handelsbanken Capital Markets



Nuværende anbefaling: **Sælg**

Selskabsspecifik risiko: **Høj**

### Anbefaling de næste 12 måneder

|                                 |                       |
|---------------------------------|-----------------------|
| Kursmål, inkl. udbytte (DKK)    | 120                   |
| Potentiale (%)                  | 5.3                   |
| Sistelukkekurs (DKK)            | 114                   |
| Dato                            | 2020-04-29            |
| Markedsværdi (DKKm)             | 6,673                 |
| Sektor                          | Banks                 |
| Næste regnskab.....fore Market) | 26/08/2020: H1 report |

### Absolut og relativ kursudvikling



Kilde: Handelsbanken Capital Markets

### Noter og kommentarer

Vores favoritaktier blandt bankerne er Jyske Bank og Nordea, som vi har på Køb. Vi er ligeledes positive på Ringkjøbing Landbobank, som vi har en Holdanbefaling på. Vi anbefaler ikke at købe Sydbank, som vi har på Sælg.

### Selskabsbeskrivelse

Sydbank er i dag Danmarks fjerde største bank og blev stiftet i 1970 gennem en fusion af fire lokalbanker i Sønderjylland. Indtil 1980 var Sydbank kun en bank i Sønderjylland, men har i dag filialer i hele Danmark. Ud over et dansk filialnet har banken afdelinger i Flensborg, Kiel og Hamborg. Pt. tegner det tyske marked sig for en relativt lille del af bankens udlån, men andelen forventes dog øget i fremtiden. Sydbank har primært fokus på traditionel bankdrift med overvægt af erhvervskunder.

For yderligere oplysninger se side 34-37.



# Topdanmark



## Ser bedre potentiale hos peers

- Skuffende start på året
- Toplinjeudfordringer og et stærkt konkurrenceprægede marked
- Vi fastholder vores anbefaling på Sælg og kursmål på 247 kr.

Nuværende anbefaling: **SÆLG**

Selskabsspecifik risiko: **Lav**

### Skuffende teknisk resultat

Topdanmark rapporterede den 24. april deres regnskab for 1. kvartal 2020. Overordnet set var regnskabet svagere end ventet. Således endte resultatet før skat på -242 mio. kr., hvilket var markant lavere end konsensus' forventninger på -28 mio. kr. Det svagere resultat var primært drevet af et skuffende teknisk resultat, der endte 23% lavere end markedets forventninger, samt investeringsafkastet, der endte 38% lavere. Combined ratio (udgifter og omkostninger relativt til præmieindtægter) endte 3 procentpoint højere (svagere) end hvad markedet havde ventet.

### Guidance til helåret blev offentliggjort

Topdanmark har igen fået mod på at offentliggøre deres guidance for 2020 efter selskabet den 23. marts så sig nødsaget til at suspendere disse. Med udgangspunkt i Topdanmarks modelberegnete resultatprognose venter forsikringsselskabet nu et overskud efter skat på 450-650 mio. kr. i 2020. Hvad angår præmieindtægterne venter Topdanmark nu en vækst på 0-2,9%. Topdanmarks modelberegnete resultatprognose giver således et bud på niveauet for Topdanmarks resultat i 2020, såfremt en række forudsætninger om afkastet på de finansielle markeder opfyldes.

### Vanskeligt at nedbringe omkostningerne yderligere

Overordnet set ser vi toplineudfordringerne og det stærkt konkurrenceprægede danske marked, som de største hindringer for en positiv kursudvikling. På trods af at Topdanmark er et af de mest omkostningseffektive forsikringsselskaber i Norden, vurderer vi, at det er vanskeligt at nedbringe omkostningerne yderligere. Derudover vurderer vi, at sammensætningen af Topdanmarks forsikringsportefølje vil give selskabet store udfordringer taget det nuværende markedsklima i betragtning. Det skyldes blandt andet den begrænsede portefølje af kunder med motor- og indboforsikringer, der for konkurrenterne i et vist omfang har opvejet for konsekvenserne ved coronavirus-udbruddet. Derudover er Topdanmark udelukkende et dansk forsikringsselskab, hvorfor manglende geografisk diversificering vil være hæmmende for forretningsudviklingen.

### Udvalgte nøgletal

| DKKm                       | 2019   | 2020e  | 2021e  | 2022e  |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Præmieindt., brutto        | 9,397  | 9,407  | 9,450  | 9,545  |
| Indtj. før skat            | 1,987  | 1,096  | 1,690  | 1,717  |
| Nettoresultat              | 1,546  | 870    | 1,319  | 1,339  |
| Balance sum                | 98,442 | 94,555 | 95,711 | 96,889 |
| Egenkapital                | 6,397  | 6,474  | 7,032  | 7,121  |
| Indtjening per aktie (DKK) | 18     | 10     | 15     | 15     |
| Udbytte per aktie          | 9      | 9      | 14     | 15     |
| P/E (x)                    | 18     | 27     | 18     | 18     |
| K/I (x)                    | 4      | 4      | 3      | 3      |

Kilde: Handelsbanken Capital Markets

### Anbefaling de næste 12 måneder

|                                 |                       |
|---------------------------------|-----------------------|
| Kursmål, inkl. udbytte (DKK)    | 247                   |
| Potentiale (%)                  | -10                   |
| Siste lukkekurs (DKK)           | 274                   |
| Dato                            | 2020-04-29            |
| Markedsværdi (DKKbn)            | 24                    |
| Sektor                          | Insurance             |
| Næste regnskab.....fore Market) | 17/07/2020: H1 report |

### Absolut og relativ kursudvikling



Kilde: Handelsbanken Capital Markets

### Noter og kommentarer

Vores favoritaktie inden for den danske forsikringssektor er Tryg, som vi har på Hold. Vi anbefaler ikke at investere i Topdanmark, som vi har på Sælg.

### Selskabsbeskrivelse

Omkring hver fjerde indbygger, hver sjette erhvervs-virksomhed og halvdelen af alle danske landbrug er forsikret i Topdanmark. Det gør Topdanmark til det næststørste skadeforsikringsselskab og sjette største livs-forsikringsselskab i Danmark. Topdanmarks historie går helt tilbage til slutningen af 1800-tallet.

For yderligere oplysninger se side 34-37.

# Tryg



## Den underliggende forretning er solid

- Regnskab var til den positive side
- Faldende skadesudbetalinger ventes at fortsætte
- Vi fastholder købsanbefalingen, mens kursmålet hæves til 207 kr. (195 kr.)

### Det tekniske resultat endte bedre end ventet

Tryg rapporterede den 21. april deres regnskab for 1. kvartal 2020, der overordnet set var til den positive side trods et svagt investeringsresultat. Det tekniske resultat endte således 2% højere end konsensus' forventninger, mens Combined ratio på 88% var 0,2 procentpoint bedre end ventet. Investorenes fokus var dog i højere grad rettet mod udviklingen i de forretningsområder, der har været påvirket af coronavirus-udbruddet. Erstatningskrav relateret til corona-pandemien havde således i 1. kvartal en negativ nettoeffekt på 40 mio. kr.

### Stort fald i skadeudbetalinger til motor og indbo

Den relativt begrænsede samlede coroneffekt var blandt andet et resultat af lavere forsikringsudbetalinger i andre forretningsområder. Således oplevede Tryg i marts et fald på 15% i forhold til skadeudbetalinger for motor- og indboforsikringer, et 20% fald i udbetaling af ulykkesforsikringer samt et fald på 35% i udbetaling af sundhedsforsikringer. Forretningen var yderligere understøttet af, at de vejrrelaterede skadesudbetalinger endte 2% lavere end det historiske gennemsnit, hvilket var begunstiget af det relativt milde vintervejr i Norden.

### Flere faktorer understøtter fortsat toplinejen

Tryg lægger dog ikke skjul på, at forretningen i et vist omfang fortsat vil være tynget af corona-pandemien i de kommende kvartaler, om end det er vanskeligt at foretage en præcis vurdering af den samlede effekt på toplinejen. Imidlertid vurderer vi dog, at forretningen fortsat vil være understøttet af faldende udbetalinger af blandt andet motor- og indboforsikringer formentlig et stykke ind i 3. kvartal. Endvidere henter Tryg 55% af deres omsætning i det private segment, hvilket lægger hånden under forretningen, idet dette segment tidligere har vist sig at være relativt modstandsdygtigt under økonomiske kriser. Toplinjen er i bedring og ventes at blive understøttet af opkøbet af Alka, Trygs kundebonus-program og det kommende samarbejde med Danske Bank.

### Udvalgte nøgletal

| DKKm                       | 2019   | 2020e  | 2021e  | 2022e  |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Præmieindt., brutto        | 21,741 | 22,165 | 22,670 | 23,248 |
| Indtj. før skat            | 3,628  | 2,391  | 3,765  | 3,852  |
| Nettoresultat              | 2,843  | 1,713  | 2,936  | 3,004  |
| Balance sum                | 59,059 | 60,453 | 61,237 | 62,042 |
| Egenkapital                | 12,085 | 10,063 | 10,889 | 11,224 |
| Indtjening per aktie (DKK) | 9      | 6      | 10     | 10     |
| Udbytte per aktie          | 8      | 7      | 9      | 7      |
| P/E (x)                    | 21     | 32     | 19     | n.m    |
| K/I (x)                    | 5      | 5      | 5      | 5      |

Kilde: Handelsbanken Capital Markets

**Nuværende anbefaling: Hold**

**Selskabsspecifik risiko: Lav**

### Anbefaling de næste 12 måneder

|                                 |                       |
|---------------------------------|-----------------------|
| Kursmål, inkl. udbytte (DKK)    | 207                   |
| Potentiale (%)                  | 14                    |
| Siste lukkekurs (DKK)           | 182                   |
| Dato                            | 2020-04-29            |
| Markedsværdi (DKKbn)            | 51                    |
| Sektor                          | Insurance             |
| Næste regnskab.....fore Market) | 09/07/2020: H1 report |

### Absolut og relativ kursudvikling



Kilde: Handelsbanken Capital Markets

### Noter og kommentarer

Vores favoritaktie inden for den danske forsikringssektor er Tryg, som vi har på Hold. Vi anbefaler ikke at investere i Topdanmark, som vi har på Sælg.

### Selskabsbeskrivelse

Tryg er den danske del af det nordiske Tryg Forsikring, der i dag er Nordens næststørste udbyder af forsikringer. Tryg blev stiftet i 1731 efter Københavns brand i 1728 og blev børsnoteret i 2005 på Københavns Fondsbørs. Tryg er den største udbyder af skadesforsikring i Danmark. I Norge er Tryg tredjestørst på markedet. Ud over eget salg samarbejder Tryg med Nordea på salgssiden.

For yderligere oplysninger se side 34-37.

# Vestas



## Konsekvenserne ved corona er steget

- Markant usikkerhed førte til en suspendering af guidance
- En stor reduktion af medarbejderskaren
- Anbefalingen sænkes til Sælg (Køb), mens kursmålet sænkes til 575 kr. (630 kr.)

### Guidance til helåret blev suspenderet

Vestas så sig tidligere på måneden nødsaget til at suspendere deres guidance for 2020 blandt andet som følge af en markant øget usikkerhed i slutningen af marts i forhold til selskabets fremstilling, forsyningskæde og planlagte installationer i 2020, herunder ikke mindst i USA, som fortsat er Vestas' største marked. Som følge heraf foretager vi en række estimatjusteringer, der blandt andet betyder, at vi sænker vores forventninger til omsætningen i 2020 med 6%, mens vi sænker forventningerne til driftsindtjeningen (EBIT) med 13%. Som et resultat af vores estimatjusteringer ligger vores forventninger nu under den lave ende af Vestas' tidligere udmeldte guidance interval for 2020.

### Afskedigelser og funktionslukninger annonceret

Trods flere meddelelser om ordrer, senest en større vietnamesisk vindmølleordre, har det ikke for alvor kunne opveje for coronapandemiens konsekvenser. Således har Vestas set sig nødsaget til at afskedige omkring 400 medarbejdere (2% af den samlede medarbejderstab), mens en række projekter og funktioner lukkes ned med øjeblikkelig virkning. Derudover har ledelsen valgt at gå 10% ned i løn.

### Indtjeningsoverraskelse kan være på vej, men risikoen opvejer dette

Vestas rapporterer den 5. maj deres 1. kvartalsregnskab. I den forbindelse vurderer vi, at konsensus formentlig er for pessimistiske i forhold til indtjeningsudviklingen. Det skyldes især, at konsensus har en lavere forventning til ordreindgangen, samt en lavere gennemsnitlig salgpris end os. Hvis man holder disse forventninger op mod de seneste ordrer samt den gennemsnitlige salgpris, så vidner det om, at der formentlig kan være en indtjeningsoverraskelse på vej. På trods af dette fastholder vi vores negative syn idet yderligere nedrevideringer af estimaterne ikke kan udelukkes samt at Vestas' aktiekurs historisk set ikke har reageret kraftigt på en stærkere indtjening end ventet.

### Udvalgte nøgletal

| EURm                       | 2018   | 2019   | 2020e  | 2021e  |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Omsætning                  | 10,134 | 12,147 | 13,702 | 15,056 |
| Res. Primær drift          | 921    | 1,004  | 971    | 1,385  |
| Nettoresultat              | 721    | 700    | 682    | 1,009  |
| Balance sum                | 11,899 | 14,331 | 15,578 | 17,436 |
| Egenkapital                | 3,104  | 3,345  | 3,417  | 4,251  |
| Indtjening per aktie (EUR) | 4      | 4      | 3      | 5      |
| Udbytte per aktie          | 7      | 8      | 6      | 9      |
| P/E (x)                    | 17     | 25     | 21     | 16     |
| K/I (x)                    | 4      | 5      | 5      | 4      |

Kilde: Handelsbanken Capital Markets

**Nuværende anbefaling: Køb**  
**Selskabsspecifik risiko: Høj**

### Anbefaling de næste 12 måneder

|                                 |                       |
|---------------------------------|-----------------------|
| Kursmål, inkl. udbytte (DKK)    | 575                   |
| Potentiale (%)                  | -3                    |
| Sistelukkekurs (DKK)            | 595                   |
| Dato                            | 2020-04-29            |
| Markedsværdi (DKKbn)            | 118                   |
| Sektor                          | Capital Goods         |
| Næste regnskab.....fore Market) | 05/05/2020: Q1 report |

### Absolut og relativ kursudvikling



Kilde: Handelsbanken Capital Markets

### Noter og kommentarer

Vores favoritaktie blandt industriselskaberne er Rockwool, som vi har på køb. Vi er også positive på FLSmith & Co. og ISS, som vi har på hold. Vi anbefaler ikke at købe Vestas, som vi har på Salg.

### Selskabsbeskrivelse

Vestas blev stiftet i 1898 og i 1979 leverede Vestas deres første vindmølle. Vestas er i dag en af verdens førende leverandører af vindkraftløsninger. I 2004 fusionerede Vestas med en anden stor dansk vindmølleproducent, NEG Micon, der derved blev verdens største virksomhed i denne branche. Med større fokus på mindskning af CO<sub>2</sub> og bæredygtighed vil efterspørgslen efter andre energikilder end fossile brændstoffer være stigende.

For yderligere oplysninger se side 34-37.

# Definitioner og forklaringer

Her gennemgår vi nogle af de mest benyttede udtryk i vores strategi og analyser. Vores definitioner kan variere fra andre bankers definitioner af samme udtryk.

## Anbefalingstyper

Vores anbefalinger på 12 måneders sigt er absolutte anbefalinger. Det betyder at man kan vurdere hver enkelt aktieanbefaling som en individuel investering og ikke relativt, som en investor der ejer en repræsentativ dansk noteret aktieportefølje, en dansk indeksportefølje eller et afledt instrument, der repræsenterer OMX Copenhagen

## Anbefalinger på 12 måneders sigt

Køb: Aktiens kurspotentiale vurderes ca. til større end 10%

Hold: Aktiens kurspotentiale vurderes ca. til mellem 0% og 10%

Sælg: Aktiens kurspotentiale vurderes ca. til lavere end 0%

## Kursmål

Kursmålet er analytikerens vurdering af aktiens potentielle niveau på 12 måneders sigt. Der tages hensyn til aktietilbagekøb og eventuelle dividender inkluderes. En aktie som i dag koster 50 kr. og har et kursmål på 100 kr. inkl. dividende på 20 kr. vil såfremt kursen når analytikerens forventede niveau have en værdi på 80 kr. efter udbetaling af dividende på 20 kr.

## Potentiale

Aktiens potentiale er den relative forskel mellem kursmålet og den sidste kurs som er angivet med dags dato. Kursmålet betyder at potentialet også inkluderer eventuel dividende.

## Selskabsspecifik risiko

Angives som Lav, Mellem eller Høj. Risikoindikatoren er en statistisk og historisk angivelse af en given akties risiko under hensyntagen til den enkelte akties likviditet.

## Nøgletal

EPS Earnings per share. Nøgletallet angiver selskabets resultat pr. aktie

P/E Dette nøgletal viser prisen for én kroners indtjening i selskabet

K/I Prisen for selskabets regnskabsmæssige værdi pr. aktie.

Denne publikation er et statisk billede af vores anbefalinger og kursmål. Ændringer anbefalinger og kursmål sker oftere med en høj frekvens og de i publikationen angivet ændringer af anbefalinger og kursmål er i forhold til sidste publikation, hvilket betyder at der sagtens kan have forekommet en eller flere ændringer i den mellemliggende periode. For præcisering af sidste ændring for en bestemt aktie, henviser vi til appendix, hvor der er vedlagt en fuld oversigt.

*Hvis kursmålet er lavere end den sidste kurs på en positiv anbefaling kan det indikere en snarlig revidering af kursmålet eller anbefalingen*

*En høj P/E-værdi kan både indikere at aktien er dyr eller at selskabet har et højt vækstpotentiale.*

# Danske aktieanbefalinger

| Selskab                       | Aktuel kurs       | Aktuelt 12M kursmål | Tidligere 12M kursmål | Dato for ændring af 12M kursmål | Aktuel anbefaling | Tidligere anbefaling | Dato for ændring af anbefaling | Analytiker              |
|-------------------------------|-------------------|---------------------|-----------------------|---------------------------------|-------------------|----------------------|--------------------------------|-------------------------|
| A.P. Møller-Mærsk             | 6.770.00 kr.      | 9,000.00 kr.        | 9,500.00 kr.          | 19 mar 2020                     | Køb               | Sælg                 | 17 jun 2019                    | Frans Høyer             |
| Alk-Abello                    | 1,734.00 kr.      | 2,080.00 kr.        | 2,071.00 kr.          | 28 feb 2020                     | Køb               | Hold                 | 28 feb 2020                    | Peter Sehested          |
| <b>Ambu</b>                   | <b>213.60 kr.</b> | <b>215.00 kr.</b>   | <b>175.00 kr.</b>     | <b>06 apr 2020</b>              | <b>Køb</b>        |                      | <b>28 nov 2019</b>             | <b>Annette Lykke</b>    |
| <b>Carlsberg</b>              | <b>858.60 kr.</b> | <b>900.00 kr.</b>   | <b>850.00 kr.</b>     | <b>30 apr 2020</b>              | <b>Hold</b>       | <b>Køb</b>           | <b>16 apr 2020</b>             | <b>Frans Høyer</b>      |
| <b>Chr. Hansen</b>            | <b>586.80 kr.</b> | <b>650.00 kr.</b>   | <b>575.00 kr.</b>     | <b>16 apr 2020</b>              | <b>Køb</b>        | <b>Hold</b>          | <b>09 mar 2020</b>             | <b>Annette Lykke</b>    |
| Coloplast                     | 1,077.00 kr.      | 940.00 kr.          | 975.00 kr.            | 19 mar 2020                     | Hold              | Køb                  | 06 nov 2019                    | Annette Lykke           |
| Danske Bank                   | 80.80 kr.         | 105.00 kr.          | 115.00 kr.            | 30 mar 2020                     | Køb               | Hold                 | 30 mar 2020                    | Thomas Eskildsen        |
| <b>Demant</b>                 | <b>162.75 kr.</b> | <b>145.00 kr.</b>   | <b>245.00 kr.</b>     | <b>01 apr 2020</b>              | <b>Sælg</b>       | <b>Hold</b>          | <b>01 apr 2020</b>             | <b>Annette Lykke</b>    |
| <b>DSV Panalpina</b>          | <b>702.60 kr.</b> | <b>575.00 kr.</b>   | <b>600.00 kr.</b>     | <b>03 apr 2020</b>              | <b>Sælg</b>       | <b>Køb</b>           | <b>03 apr 2020</b>             | <b>Frans Høyer</b>      |
| <b>FLSmidth &amp; Co</b>      | <b>179.35 kr.</b> | <b>175.00 kr.</b>   | <b>160.00 kr.</b>     | <b>29 apr 2020</b>              | <b>Hold</b>       | <b>Sælg</b>          | <b>28 jun 2019</b>             | <b>Hampus Engellau</b>  |
| Genmab                        | 1,637.50 kr.      | 1,530.00 kr.        | 1,566.00 kr.          | 19 feb 2020                     | Hold              | Akkumuler            | 08 mar 2019                    | Peter Sehested          |
| <b>GN Store Nord</b>          | <b>311.30 kr.</b> | <b>320.00 kr.</b>   | <b>340.00 kr.</b>     | <b>01 apr 2020</b>              | <b>Hold</b>       | <b>Køb</b>           | <b>30 apr 2020</b>             | <b>Annette Lykke</b>    |
| <b>ISS</b>                    | <b>101.60 kr.</b> | <b>100.00 kr.</b>   | <b>135.00 kr.</b>     | <b>03 apr 2020</b>              | <b>Hold</b>       | <b>Køb</b>           | <b>14 nov 2019</b>             | <b>Carina Elmgren</b>   |
| <b>Jyske Bank</b>             | <b>184.00 kr.</b> | <b>225.00 kr.</b>   | <b>295.00 kr.</b>     | <b>24 apr 2020</b>              | <b>Køb</b>        | <b>Akkumuler</b>     | <b>25 jun 2018</b>             | <b>Thomas Eskildsen</b> |
| Lundbeck                      | 248.10 kr.        | 291.00 kr.          | 260.00 kr.            | 07 feb 2020                     | Hold              | Reducer              | 08 mar 2019                    | Peter Sehested          |
| <b>Nordea</b>                 | <b>43.75 kr.</b>  | <b>75.00 SEK</b>    | <b>80.00 SEK</b>      | <b>14 apr 2020</b>              | <b>Køb</b>        | <b>Hold</b>          | <b>05 jul 2019</b>             | <b>Maths Liljedahl</b>  |
| Novo Nordisk                  | 434.30 kr.        | 480.00 kr.          | 4568.00 kr.           | 06 feb 2020                     | Køb               | Akkumuler            | 04 feb 2019                    | Peter Sehested          |
| Novozymes                     | 333.60 kr.        | 275.00 kr.          | 260.00 kr.            | 24 jan 2020                     | Sælg              | Reducer              | 08 mar 2019                    | Annette Lykke           |
| Pandora                       | 241.90 kr.        | 300.00 kr.          | 360.00 kr.            | 17 mar 2020                     | Køb               | Sælg                 | 27 feb 2020                    | Frans Høyer             |
| <b>Ringkjøbing Landbobank</b> | <b>426.00 kr.</b> | <b>420.00 kr.</b>   | <b>385.00 kr.</b>     | <b>30 apr 2020</b>              | <b>Hold</b>       | <b>Sælg</b>          | <b>30 apr 2020</b>             | <b>Thomas Eskildsen</b> |
| Rockwool                      | 1,430.00 kr.      | 1,850.00 kr.        | 1,750.00              | 04 mar 2020                     | Køb               | Hold                 | 04 mar 2020                    | Frans Høyer             |
| <b>Royal Unibrew</b>          | <b>527.00 kr.</b> | <b>550.00 kr.</b>   | <b>525.00 kr.</b>     | <b>29 apr 2020</b>              | <b>Køb</b>        | <b>Hold</b>          | <b>13 mar 2019</b>             | <b>Frans Høyer</b>      |
| Schouw & Co.                  | 488.50 kr.        | 591.00 kr.          | 632.00 kr.            | 09 mar 2020                     | Køb               | Akkumuler            | 20 aug 2018                    | Kjetil Lye              |
| SimCorp                       | 630.00 kr.        | 575.00 kr.          | 585.00 kr.            | 24 feb 2020                     | Sælg              | Reducer              | 08 mar 2019                    | Daniel Djurberg         |
| <b>Spar Nord</b>              | <b>47.20 kr.</b>  | <b>44.00 kr.</b>    | <b>65.00 kr.</b>      | <b>24 apr 2020</b>              | <b>Sælg</b>       | <b>Hold</b>          | <b>07 feb 2020</b>             | <b>Thomas Eskildsen</b> |
| <b>Sydbank</b>                | <b>113.30 kr.</b> | <b>120.00 kr.</b>   | <b>100.00 kr.</b>     | <b>30 apr 2020</b>              | <b>Sælg</b>       | <b>Reducer</b>       | <b>08 mar 2019</b>             | <b>Thomas Eskildsen</b> |
| Topdanmark                    | 275.00 kr.        | 247.00 kr.          | 260.00 kr.            | 23 jan 2020                     | Sælg              | Reducer              | 09 sep 2017                    | Kimmo Rämä              |
| <b>Tryg</b>                   | <b>180.30 kr.</b> | <b>207.00 kr.</b>   | <b>195.00 kr.</b>     | <b>22 apr 2020</b>              | <b>Køb</b>        | <b>Hold</b>          | <b>07 apr 2020</b>             | <b>Kimmo Rämä</b>       |
| <b>Vestas</b>                 | <b>586.20 kr.</b> | <b>575.00 kr.</b>   | <b>600.00 kr.</b>     | <b>08 apr 2020</b>              | <b>Sælg</b>       | <b>Køb</b>           | <b>08 apr 2020</b>             | <b>Frans Høyer</b>      |
| Zealand Pharma                | 236.20 kr.        | 168.00 kr.          | 145.00 kr.            | 06 sep 2019                     | Hold              | Sælg                 | 06 sep 2019                    | Peter Sehested          |

Markering indikerer en ændring af anbefaling eller kursmål den siden seneste publikation.

Kilde: Handelsbanken Capital Markets. \* Få mere information om ejerforhold m.m. under "særlige oplysninger."



## Særlige oplysninger

Danske Aktier udkommer 11 gange årligt og indeholder sammenfatninger af Handelsbanken Capital Markets Analyser. For Oversigt over sammenfatninger og udgivelsestidspunkter for hovedanalyser se følgende link: <https://priolaan.dk/db/sammenfatningshistorik.pdf>. Herudover indeholder publikationen sektionen ved navn Flyvere og Dykkere (side 2-3). Denne sektion kan rent juridisk klassificeres som markedsføringsmateriale. Danske Aktier udarbejdes af Senior aktiestrateg Michelle Nørgaard og aktiestrateg Haider Anjum.

### Ansvarsfraskrivelse (markedsføringsmateriale)

Sektionen ved navn Flyvere og Dykkere på side 2-3 kan karakteriseres som markedsføringsmateriale, som er produceret af den svenske Handelsbanken AB (publ), i det følgende benævnt Handelsbanken. De, der arbejder med indholdet er ikke analytikere og materialet ikke er uafhængig investeringsanalyse. Indholdet er kun beregnet til kunder i Danmark. Formålet er at give generelle oplysninger til Handelsbankens kunder og udgør ikke personlig investeringsrådgivning eller en personlig anbefaling. Oplysningerne skal ikke alene danne grundlag for investeringsbeslutninger. Kunder bør søge rådgivning fra deres rådgivere og basere deres investeringsbeslutninger på grundlag af deres egne erfaringer.

Oplysningerne i materialet kan ændres og kan også adskille sig fra de udsagn der fremkommer i de uafhængige investeringsanalyser fra Handelsbanken. Oplysningerne er baseret på offentligt tilgængelige oplysninger og er afledt fra kilder, der anses for pålidelige, men nøjagtigheden kan ikke garanteres, og oplysningerne kan være ufuldstændige eller forkortede. Intet materiale må gengives eller distribueres til nogen anden person uden Handelsbankens forudgående skriftlige samtykke. Handelsbanken er ikke ansvarlig hvis materialet anvendes på en måde som er i strid med forbuddet mod videredistribution eller offentliggøres, i strid med bankens regler. Finansielle instrumenters historiske afkast er ikke en garanti for fremtidige afkast. Værdien af finansielle instrumenter kan både stige og falde, og der er ikke sikkert at du får hele den investerede kapital tilbage.

### Important notice in English

This communication is a product of Svenska Handelsbanken AB (publ). It is not an independent or objective research report prepared by research analysts. This information is not directed to persons whose participation requires prospectuses, registration, or other measures beyond those taken by Handelsbanken. This information may not be distributed in any country, for instance the US, in which distribution requires such measures or contravenes the laws of such country.

### Anbefalingsstruktur og fordeling

Handelsbanken anvender en anbefalingsstruktur med tre kategorier. Anbefalingerne afspejler analytikerens vurdering af, hvor meget aktiekursen kan stige eller falde i absolutte termer i den kommende 12 måneders periode og tager hensyn til den risiko, der måtte være både i relation til fundamentale forventninger og aktiekursen. Bedømmelsen bygger ikke på Handelsbankens egen model og analytikerens vurdering er afhængig af særlige kendetegn ved branchen og virksomheden, og der er taget hensyn til grundlæggende og tidsrelaterede faktorer. Mere detaljerede oplysninger om anbefalingerne kan findes på Handelsbanken Capital Markets hjemmeside: <https://reon.researchonline.se/desc/definitions>, <https://reon.researchonline.se/desc/dcfmodel> og <https://reon.researchonline.se/desc/recstruct>.

Anbefalingerne er ikke udtryk for analytikerens eller bankens vurdering af selskabets fundamentale værdi eller kvalitet. Alle investeringer involverer en risiko, og investorerne opfordres til at tage deres egne beslutninger omkring hensigtsmæssigheden af at investere i enhver form for værdipapirer, der omtales i nærværende publikation, baseret på deres specifikke investeringsmål, økonomiske status og risikotolerance. På hjemmesiden <https://reon.researchonline.se/desc/recstruct> findes en liste over anbefalingerne fordelt på selskaber under analysedækning og selskaber under analysedækning, som Handelsbanken har ydet investeringsbetydelser til i de seneste 12 måneder.

Det kan forekomme, at det forventede samlede afkast falder udenfor ovenstående intervaller på grund af kursudsving og/eller volatilitet uden at anbefalingen ændres. Sådanne periodiske afvigelser fra de specificerede intervaller tillades, men vil blive vurderet af Handelsbanken. Anbefalingerne gennemgås og overvåges kontinuerligt og vil løbende blive opdateret og/eller fornyet. Begrundelsen for ændringen af anbefalingen vil fremgå af opdateringen.

Kursmålet er analytikerens vurdering af det niveau, hvor aktien bør handles i en 12-måneders periode. Kursmålet bruges som grundlag for anbefalingen (se ovenstående forklaring), og under hensyntagen til de tidsrelaterede spørgsmål og faktorer, som relativ værdiansættelse og nyhedsstrømmen. Kursmålet er ikke analytikerens eller bankens vurdering af en virksomheds grundlæggende værdi eller kvalitet.

På <https://reon.researchonline.se/desc/disclaimers> findes en liste over alle anbefalinger udarbejdet i løbet af de seneste 12-måneder, herunder kursmål og de relevante markedskurser på tidspunktet for analysen.

### Vurdering og metode

Kursmål, synspunkter og anbefalinger i denne rapport er baseret på en kombination af værdiansættelsesmodeller såsom tilbagediskonterede cash flow og relativ værdiansættelse med sammenlignelige selskaber med nøgletal som P/E (aktiekurs divideret med indtjening per aktie), selskabets værdi divideret med resultat af primær drift (EV / EBITDA), markedspris divideret med indre værdi (P/B) og profit modeller. Prognoser for salg og indtjening er baseret på historiske regnskabsoplysninger, som selskabet har rapporteret, og analytikerens forventninger til virksomhedsspecifikke resultater baseret på forventninger om den mikro- og makroøkonomiske udvikling. I dette arbejde modelleres virksomhedens forskellige forretningsområder særskilt og slås derefter sammen for, at opnå de prognoser for koncernen for salg, indtjening, cash flow og balance. Mere detaljeret information om værdiansættelsesmetode findes på Handelsbanken Capital Markets hjemmeside: <https://reon.researchonline.se/desc/definitions> og <https://reon.researchonline.se/desc/dcfmodel>. Selskabsspecifikke informationer findes på: [www.researchonline.se/desc/disclosure](http://www.researchonline.se/desc/disclosure).

Danske Aktier indeholder sammenfatninger af Handelsbanken Capital Markets Analyser. Publikationen fra side 4 og frem er sammenfatninger baseret på analyser fra Handelsbanken Capital Markets Equity Research. På <https://reon.researchonline.se/desc/rechist> findes en liste over alle anbefalinger udarbejdet i løbet af de seneste 12-måneder, herunder kursmål og de relevante markedskurser på tidspunktet for analysen, samt analytikerens navn. Vil du læse mere bedes du henvende dig til din rådgiver i Handelsbanken.

Flyvere og dykkere (på henholdsvis side 2 og side 3) er et bud på tre danske aktier, som vi har dækning på, som vi har en forventning om vil klare sig bedst og dårligst de kommende tre måneder. Flyvere og dykkere er en kortsigtet handelsanbefaling (op til tre måneder). Dog er den afhængig af vores overordnede investeringsstrategi og vores standardanbefaling, der er en 12 måneders anbefaling. Udvælgelsen af aktierne i flyverne kan enten være baseret på markant underperformance eller interessante eventuelle kommende begivenheder, der kan løfte aktien. Udvælgelsen af aktierne i dykkerne kan enten være baseret på en markant outperformance eller øget selskabsspecifik risiko af en bestemt art. Anvend følgende link til at se de ændringer vi har foretaget i Flyvere og Dykkere siden 1. juli 2016: [https://priolaan.dk/db/Aendringer\\_af\\_flyvere\\_og\\_dykkere.pdf](https://priolaan.dk/db/Aendringer_af_flyvere_og_dykkere.pdf). Bemærk at kurserne er angivet i lokal valuta.

### Ansvarsfraskrivelser

Handelsbanken Capital Markets, en division af den svenske Handelsbanken AB (publ) (herefter "SHB"), er ansvarlig for udarbejdelse af analyse rapporter. Handelsbanken er underlagt hjemlandstilsyn af det svenske finanstilsyn, Finansinspektionen. I Danmark er SHB under tilsyn af det danske finanstilsyn, Finanstilsynet, og i Finland og Norge er SHB under tilsyn af disse landes finanstilsyn. Alle analyserapporter udarbejdes på baggrund af regnskabs- og statistikoplysninger og anden information, som

Handelsbanken anser for troværdig. Handelsbanken står ikke inde for, at oplysningerne er korrekte, nøjagtige og fyldestgørende. Handelsbanken og dennes koncernforbundne selskaber samt bestyrelsesmedlemmer, direktører og ansatte er ikke ansvarlige over for tredjemand for direkte, indirekte eller speciel skade samt følgeskade, der måtte opstå som følge af brug af oplysninger indeholdt i analysen, herunder uden begrænsninger for tab af fortjeneste, selv hvis Handelsbanken direkte er blevet gjort opmærksom på muligheden eller sandsynligheden for skadens opståen.

Bedømmelserne i SHBs analyserapporter er SHB og dets datterselskabers medarbejdernes opfattelser og afspejler hver enkelt analytikers personlige mening på nuværende tidspunkt og kan skifte. Der er ingen garanti for, at fremtidige begivenheder er i overensstemmelse med disse opfattelser. Hver analytiker identificeret i denne rapport, bekræfter, at de synspunkter heri, og som tilhører analytikeren er korrekt og afspejler hans eller hendes personlige synspunkter om virksomheder eller værdipapirer, der omtales i analyserapporten.

Formålet med SHB's analyser er at give information. Informationen i analyserne udgør ikke en personlig anbefaling og er ikke personlig investeringsrådgivning og analyserapporter eller opfattelser bør ikke tjene som grundlag for investeringsbeslutninger eller strategiske beslutninger. Dette dokument udgør ikke, eller er ikke en del af et tilbud om salg eller tegning af eller opfordring til at købe eller tegne værdipapirer, og må ikke, helt eller delvist, danne grundlag for eller anvendes i forbindelse med kontrakter eller tilsagn i enhver form. Finansielle instrumenters historiske afkast er ikke en garanti for fremtidige afkast. Værdien af finansielle instrumenter kan både stige og falde, og der er risiko for at hele den investerede kapital bliver tabt. Investoren garanteres intet afkast og kan tabe penge. Ændringer i valutakurser kan medføre, at værdien af investeringer foretaget i andre lande, og overskud fra disse stiger eller falder. Dette analyseprodukt bliver løbende opdateret.

Ingen del af SHBs analyserapporter må gengives eller distribueres til nogen anden person uden forudgående skriftlig tilladelse fra SHB hertil. Udbredelsen af dette dokument kan i visse jurisdiktioner være forbudt ved lov og personer som modtager dokumentet skal sikre sig og overholde disse begrænsninger. Analysen indeholder ingen juridiske eller skattemæssige aspekter vedrørende udstederens eksisterende eller planlagte udstedelse af gældsinstrumenter. Indholdet er udelukkende beregnet til kunder i Danmark.

### Vigtige oplysninger om analyser

Ansatte hos Handelsbanken, inklusive analytikere, aflønnes ud fra hele bankens lønsomhed. De meninger, der er indeholdt i Handelsbankens analyserapporter, afspejler nøjagtig de respektive analytikers personlige meninger, og der er ikke nogen del af analytikernes aflønning, som direkte eller indirekte relaterer sig til specifikke anbefalinger eller meninger angivet i analyserapporter.

SHB og/eller dets datterselskaber tilbyder investeringsbanktjenester og andre tjenester, herunder Corporate Banking tjenester og investeringsrådgivning, til de selskaber, der er nævnt i vores analyse. Vi kan fungere som rådgivere og/eller mæglere for de virksomheder der fremgår i vores analyser. SHB kan også lave Corporate Finance opgaver for disse selskaber. Vi køber og sælger værdipapirer, der er nævnt i vores analyser af kunder i deres eget navn. Vi kan derfor på forskellige tidspunkter tage en lang eller kort position i sådanne værdipapirer. Vi kan også fungere som market maker for alle selskaber, der er nævnt i vores analyser.

Handelsbanken og dennes koncernforbundne selskaber samt bestyrelsesmedlemmer, direktører og ansatte kan eje eller have positioner i de værdipapirer som nævnes i analyserne.

Ifølge Handelsbankens etiske retningslinjer skal bestyrelsen og samtlige medarbejdere udvise høj etik i deres udførelse af deres opgaver både inden og udenfor banken. Handelsbanken har også retningslinjer for analyser, som vil sikre analytikere og afdelingens integritet og uafhængighed og til at identificere faktiske eller potentielle interessekonflikter som involverer analytikere eller banken, og at løse sådanne konflikter ved at fjerne eller reducere dem, og / eller offentliggøre dem, hvis det er relevant. Handelsbanken har udarbejdet procedurer, der skal sikre integritet og uafhængig analyse. Som en del af Handelsbankens kontrol af interessesammenfald er der indført restriktioner (Chinese walls) i kommunikationen mellem analyseafdelingen og andre afdelinger i banken. Herunder er analyseafdelingen organisatorisk og fysisk adskilt fra de øvrige dele af banken. Retningslinjerne indbefatter deslige bestemmelser for hvordan betaling, bonus og løn må gives til analytikere, hvilke markedsføringsaktiviteter en analytiker må deltage i, hvordan analytikere og deres nærtstående skal håndtere deres egne investeringer mv. Hertil kommer restriktioner for analytikerens kommunikation med selskaberne. Medarbejdere i banken skal agere, så tilliden til banken fastholdes. Alle aktiviteter i koncernen skal være præget af høje etiske standarder. Interessekonflikter skal identificeres og behandles tilfredsstillende for de berørte parter. Politikken for etik beskriver, ud over dette, hvordan medarbejdere, der har mistanke om svindel eller andre overtrædelser skal agere, for eksempel ved hjælp af SHB's visseblårsystem (whistleblowing). Se desuden politik vedrørende Etik i Handelsbanken-koncernen. I SHBs politik for korruption, hedder det at det er vigtigt at forebygge og aldrig acceptere korruption, og at man altid skal handle i tilfælde af mistanke om korruption. Se politik mod korruption i Handelsbanken-koncernen. For yderligere information angående retningslinjer henvises til [Handelsbankens hjemmeside: www.handelsbanken.com](http://www.handelsbanken.com) – About the bank – Investor relations – Corporate social responsibility – Ethical guidelines

Firma-specifikke tekster med oplysninger findes på Handelsbanken Capital Markets hjemmeside: <https://reon.researchonline.se/f/Disclosures>.

### Særlige oplysninger

Selskabsspecifikke oplysninger, herunder større aktieposter, betydelige finansielle interesser, oplysninger om Banken som evt. market maker, corporate finance ydelser eller investment banking osv, findes på Handelsbanken Capital Markets hjemmeside: [www.researchonline.se/disc/disclosure](http://www.researchonline.se/disc/disclosure)

**Svenska Handelsbanken AB (publ)**

**Stockholm**

Blasieholmstorg 11  
SE-106 70 Stockholm  
Tel. +46 8 701 10 00  
Fax. +46 8 611 11 80

**Copenhagen**

Havneholmen 29  
DK-1561 Copenhagen V  
Tel. +45 33 41 8200  
Fax. +45 33 41 85 52

**Helsinki**

Aleksanterinkatu 11  
FI-00100 Helsinki  
Tel. +358 10 444 11  
Fax. +358 10 444 2578

**Oslo**

Rådhusgaten 27,  
Postboks 332 Sentrum  
NO-0101 Oslo  
Tel. +47 22 94 0700  
Fax. +47 2233 6915

**London**

3 Thomas More Square  
London GB-E1W 1WY  
Tel. +44 207 578 8668  
Fax. +44 207 578 8090

**New York  
Handelsbanken Markets  
Securities, Inc.**

875 Third Avenue, 4<sup>th</sup> Floor  
New York, NY 10022-7218  
Tel. +1 212 326 5153  
Fax. +1 212 326 2730  
FINRA, SIPC

