

Magasinet FINANS-Info

Uafhængigt investeringsmagasin.
01-05-2008 – 8. udgave, 7. årgang.

Leveret i PDF-format via e-mail kr. 600,- halvårligt / kr. 800,- helårligt
22 udgaver årligt. Redaktionen afsluttet 30-04-2008

FINANS-Info udgives af:

Aktieinfo – Kobbeltave 44 - 6000 Kolding - Tlf. 75 51 02 48

www.aktieinfo.net Redaktion: Christian Tost, André Perman, Lau Svenssen og John Stihøj.

Side 2-4 Aktiekommentar.

Det går godt for selskaber udenfor finans-, bank- og ejendomssektoren. Fornyet aktivitet på Take-Over fronten. USA's økonomi skrumper ikke så meget som frygtet – vækst på 0,6% i Q1 (over konsensus) fjerner frygten for yderligere dollarfald. Mange spændende danske regnskaber i de næste 2 uger. Tid til at danske aktier kan tage revanche? Aktiepilen peger op. Det er tid til at fylde på hylderne.

Side 4-8: Q1 regnskaber.

Vi kommenterer, konkluderer og anbefaler efter regnskaber fra selskaberne: Novozymes, Novo Nordisk, Sydbank, Auriga, SAS, DSV, Nordea, Danske Bank, Ericsson og Nokia.

Side 8-10: TEMA: Bankerne tegner nye aktier

Det er fortsat bankerne der befinder sig midt i orkanens øje. Der er brug for ny kapital og likviditetstilførsel. Fx vil Royal Bank of Scotland hente 24 mia. USD i provenu ved en ny emission. Indtil nu er bankerne blevet tilført 110 mia. USD ved de offentligt kendte emissioner. Høj risiko i banksektoren, men også muligheder.

Side 10-12: Analyse: Harboes Bryggeri.

Anbefalingen er køb på kort sigt – afvent på langt sigt. Nye produkter skal sikre væksten, men indtil videre har de nye produkter kun kostet på bundlinien.

Side 13-14: Nordic Tankers.

Hvad gør de "små" aktionærer? Vores bud er at holde fast.

Side 14-17: Logikken i aktiemarkedet eller mangelen på samme

Gode regnskaber fra amerikanske selskaber har i visse tilfælde udløst kursfald – og omvendt. Dårlige nyheder kan være gode. Hvor er logikken? Fraktaller og kaosteori vs. Teknisk analyse. Brug de rigtige modeller til at forstå markedet.

Side 17-19: TEMA: BRIK-landene – denne gang Indien

Indien er et svært land at investere i. Service, bank og ejendomme er p.t. IN. Fremadrettet bør der satses på produktionserhverv.

Side 20: Aktieinfos Modelportefølje.

Generel ansvarsfraskrivelse:

Aktieinfo Danmark ApS, vore samarbejdspartnere og skribenter kan ikke drages til ansvar for rigtigheden af de nævnte oplysninger i FINANS-Info, ej heller for opstået tab eller manglende fortjeneste som følge af, at råd og forslag følges, og efterfølgende viser sig at være tabsgivende eller resulterer i ikke opnået fortjeneste. Der gøres opmærksom på, at Aktieinfo og dets ansatte kan have aktier i selskaber, som omtales i FINANS-Info. Vi anbefaler altid vore læsere at rådføre sig med et pengeinstitut eller en børsmægler forinden der disponeres, og de i dette skrift fremførte betragtninger må ikke alene danne baggrund for finansielle dispositioner. Der er ikke tale om opfordringer til at købe eller sælge værdipapirer. Investering på de finansielle markeder er forbundet med risiko. Alle grafer i magasinet leveres af www.bcview.com

AKTIEKOMMENTAR

April har været præget af en lind strøm af Q1 regnskaber, som i en helhed betragtet må anses for at have overrasket til den positive side. Det har ført til opgang for aktierne, men festen er gået uden om Danmark, jf. nedenstående skema.

	Indeks	01-04	30-04	%-ændring
Aktiefesten er gået udenom Danmark	Danmark	428,1	424	- 1,0%
	Sverige	952	991	+ 4,1%
	Norge	356,7	400	+ 12,1%
	Tyskland	6.535	6.885	+ 5,4%
	Dow Jones	12.263	12.831	+ 4,6%
	Nasdaq	2.279	2.426	+ 6,5%
	Japan	12.648	13.859	+ 9,6%
	Kina	3.345	3.672	+ 9,8%

Der er ingen entydig forklaring på hvor Danmark underperformer i forhold til udlandet. Det skal dog anføres, at Danmark i en periode var foran vognen, og at vi med underperformance tilpasser udviklingen til udlandets. I hele april har **Vestas** holdt sig noget nær uændret i kurs, men de øvrige sværvægttere i C20 indekset, **A.P. Møller – Mærsk, Danske Bank** og **Novo Nordisk** er faldet i kurs. Mht. A.P. Møller – Mærsk tror vi, at perioden med faldende tendens snart afløses af nye stigninger. På den nyligt afholdte generalforsamling udtalte bestyrelsesformanden i sin beretning, at 2008 bliver et udfordrende år, med fokus på genskabelsen af den høje indtjening. Vi tror 2007 var et mellemår, hvor tingene blev rettet ind mod fremtiden, og at markedsdeltagerne snart begynder at positionere sig herefter. Det kan føre til en snarlig genoptagelse af optrenden hos APM, og dermed bidrag til at trække indekset opad.

De danske regnskaber belyses andetsteds her i magasinet. I udlandet har vi gennemgående set positive regnskaber, som kom ind bedre end ventet (frygtet). Trods nedjusterede vækstudsigter for verdensøkonomien klarer selskaberne sig godt, og de forstår åbenbart i langt højere grad end forventet at tilpasse sig. Undtaget herfor er bank- og finanssektoren, som stadig kæmper med at holde likviditeten intakt, kreditringen på niveauet og indtjeningen som presses af tab og nedskrivninger. Vi har derfor i april fået en række dårlige regnskaber fra banksektoren, men det var forventet og faktisk kom nogle af bankerne ud med lidt bedre regnskaber, end markedsdeltagerne frygtede. Bankerne nedskriver store tab på Subprimerelaterede lån, men ikke mere end at bankerne fortsat i overvejende grad stadig kommer ud med overskud. Jubeloverskuddene barberes blot lidt i størrelse. Værre er det såmænd ikke for nærværende.

Subprimekrisen har nu stået på i over 10 måneder. Det er blevet hverdag, og ingen mere end hæver øjenbrynene, når en bank melder om lavere overskud og tab. Vi tror ikke krisen eskalerer, men at vi er inde i en afslutningsfase, hvor bankerne i samarbejde med Centralbankerne har fået styr på udviklingen.

På det selskabsspecifikke plan lider selskaber med indtægter i dollar og regnskabsaflæggelse i lokal valuta under den lave dollar (og pundet). Det gælder fx for skovsektoren, hvor **M-real** kom med et dårligt regnskab. Det var dog ventet og tendensen er, at selskabet (og hele sektoren) fortsat befinder sig i begyndelsen af en Turn-Around. Vi opfordrer læserne til at fastholde tålmodigheden omkring skov- og papiraktierne. Der er endnu lang vej i mål, men retningen er sat. I Norge afholdt **Norske Skog**

Tålmodighed med skovaktierne

generalforsamling, og nye innovative folk er blevet valgt ind i bestyrelsen. Det styrker os i troen på, at der også for så vidt angår Norske Skog er lys for enden af tunnelen. Gælden er dog et problem, idet stigende renter belaster regnskabet.

Gode IT-regnskaber

Teknologiaktier som **Intel, IBM** og **Apple** har klaret sig bedre end ventet, mens **Microsoft** skuffede med regnskabet for Q1. Internetportalene **Yahoo!** og **Google** har klaret sig godt og bekræfter dermed, at virksomhederne ikke skærer ned på internetannonceringen. Det kunne ellers have været tilfældet, såfremt Verden var ved at gå i stå.

NeuroSearch som Take-over emne?

Medicinalaktierne har også klaret Q1 flot. Pengekassen bugner, men flere selskaber står foran snarlige patentudløb. Det øger interessen for biotekaktier, som man kan betegne som medicinalsekskabernes rugekasse. Nye lovende forskningsprojekter er under udvikling, og vi gætter på at der indenfor kort tid kommer fokus på opkøb af biotekselskaber. Om det indbefatter danske biotekselskaber vides ikke, men eksempelvis **NeuroSearch** burde stå stærkt med et muligt Block-buster produkt (Tesofensine mod fedme) i afsluttende udvikling. Biotekaktier var sidste års helt store tabere rent kursmæssigt, men meget tyder på revanche i år (vi venter stadig herpå).

Fornyte Take-over aktivitet

Bidragende til vores positive syn på aktierne er også den tiltagende Take-Over og opkøbsaktivitet. De nyeste eksempler er Kirk Kerkorians opkøb af aktier i **Ford**, hvor ejerskabet på 4,7% skal øges yderligere. Warren Buffet er indirekte involveret som financier af Mars' opkøb af tyggegummiproducenten **Wrigley**. Børsikonet i Norge, John Frederiksen, har købt op i tyske **TUI**. Han er nu aktiv i bestræbelserne på at få ledelsen i TUI til at øge deres fokus på rentabiliteten. John Frederiksen har en fantastisk næse for at lugte profit, og ligesom med Warren Buffet er der en slipstrøm af investorer, som gør det samme som ham i håbet om profit. TUI ejer containerselskabet Hapag-Lloyd og vi forventer at der i år kommer et bud på selskabet. Alene af den grund kan en investering i TUI overvejes for risikovillige investorer. Indirekte vil et salg af Hapag-Lloyd kunne give bonus for A.P. Møller – Mærsk, da koncentration på færre udbydere normalt styrker branchen (med mindre køberen bliver APM).

Olie, dollar og inflationen

Inflationen, dollarfaldet og olieprisen er de faktorer, som bremser aktiernes opgang. Omvendt synes opbremsningen i økonomien ikke at blive så voldsom, som mange har antaget. Eksempelvis er der ikke tegn på opbygning af lagre hos virksomhederne - et tiltag som ellers ville afspejle frygt for recession eller voldsom økonomisk tilbagegang. Verden klarer sig ganske godt, og det samme forventer vi vil gøre sig gældende for aktierne. Vi mener det er tid til at fylde på hylderne, mens tid er.

BNP i USA vokser mere end ventet i Q1

Det netop offentliggjorte BNP-tal for Q1 fra USA viste en overraskende stigning. Således voksede den amerikanske økonomi med 0,6%, og dermed er der ikke et akut pres for at FED følger op med flere rentesænkninger. Økonomien synes at have stabiliseret sig på et nyt, men lavere niveau. Rentesænkningerne i USA og skattelettelserne ventes at påvirke økonomien yderligere i positiv retning i de kommende kvartaler, og dollarfaldet er med stor sandsynlighed bragt til en ende for nærværende. Disse faktorer er positive og understøtter teorien om udsigt til stigende aktiekurser.

De næste par uger byder på en række vigtige regnskaber. Q1 sæsonen i USA er nu ved at klinge af, men det samme gør sig ikke gældende for Danmark og det øvrige Europa. De vigtigste begivenheder i form af C20 selskabernes regnskaber kan sammenfattes til følgende:

Mange danske regnskaber i de næste to uger

05-05: Vi forventer et pænt Q1 regnskab fra TrygVesta med fortsat stigende indtægter på forsikringsaktiviteterne og et beskedent afkast på investeringerne.

07-05: Q1 regnskaber fra William Demant, Carlsberg og Lundbeck. Vi opfordrer fortsat til at man holder sig væk fra Carlsberg (forestående emission vil trykke kursen).

08-05: Her forventer vi et pænt regnskab fra Vestas, som måske igen kan få ny luft under vingerne. En test af 550 synes at være nært forestående. GN kommer samme dag med regnskab. Det skulle gerne bevise, at GN er i begyndelsen af en Turn-Around. Beviser om at udviklingen ikke skuffer kan bidrage til at sende kursen mod 30.

14-05 gælder det NKT Holding. Kabeldivisionen ventes at fortsætte de gode takter og aktien synes at være på vej opad igen.

15-05: Her gælder det regnskabet fra A.P. Møller – Mærsk. Det er nok for tidligt at håbe på en opjustering, men vi tror der kommer en sådan i løbet af dette år. Vi opfordrer til at købe aktien inden regnskabet.

For overblik over de næste ugers mange regnskaber henvises til dette link: <http://www.aktieinfo.net/kalender/>

Q1 REGNSKABER FRA UDVALGTE SELSKABER

Novozymes (kurs 427)

Forventningerne var forud for Q1 regnskabet fra Novozymes små. Trods modgang fra ugunstige valutakursforhold formåede Novozymes at sætte skeptikerne til vægs, og vi fastholder aktien som en stærk case med store fremtidsmuligheder.

Indtjeningen i danske kroner rammes af kursfald i både pund og dollar, men den underliggende forretning udvikler sig så positivt, at helårsestimatet kan fastholdes. Det skyldes en stærkere salgsudvikling end først antaget.

Novozymes overraskede positivt.

Køb med kursmål 470

Salget steg således med 11% i lokal valuta, men omregnet til danske kroner blev væksten begrænset til 5%. Med en omsætning på 2.026 mio. kr. kom Novozymes med et resultat en del over analytikernes forventede omsætning på 1.977 mio. kr.

Øget salg af enzymer til vaskemidler (+13%) og foder sikrede et EBIT resultat på 372 mio. kr. – op fra 359 i samme periode sidste år og væsentligt over analytikernes estimat på 348 mio. kr. EBIT steg således med 4% - renset for ugunstige valutaforhold var stigningen 13%.

Novozymes er blevet ramt negativt af valutaerne, mens udviklingen i energi- og råvarepriserne ligger indenfor det forventede. Samlet var der således basis for en opjustering af estimatet for 2008 til en salgsvækst i lokal valuta til 12-15% mod før 11-14%. Målt i danske kroner blev salgsvæksten dog sænket fra 8-11% til nu 6-9% og væksten i den primære drift nedjusteres ligeledes i danske kroner til 1-4% fra før 2-5%.

Konklusionen er at det går godt for Novozymes. Eneste problem er

valutaforholdene, idet det underliggende salg og driften går bedre end markedsdeltagerne frygtede. Da vi samtidig ikke anser det for sandsynligt med yderligere voldsomme kursfald på pund og dollar, kan der være basis for en opjustering fra Novozymes senere på året. Vi fastholder aktien på Køb med kursmål 470.

Novo Nordisk (331)

Medicinalselskabet overraskede positivt med et langt bedre regnskab end ventet. I lighed med Novozymes rammes man hårdt ramt at de ugunstige valutakurser på selskabets faktureringsvalutaer. Dette var dog ventet, men ikke at den underliggende vækst var så stærk som tilfældet er efter Q1. En omsætning på 10.614 mio. kr. lå pænt over analytikernes konsensus forventninger, hvilket også gjaldt for EBIT-overskuddet på 2.829 mio. kr. Her havde analytikerne kun ventet et overskud på 2.420 mio. kr.

**Stærkt
regnskab fra
Novo Nordisk**

**Potentiale til
370**

Efter et opløftende første kvartal kan NN således opjustere i lokale valutaer, mens der ikke uventet sker en tilpasning af estimaterne i danske kroner. Omsætningen i lokale valutaer ventes nu at stige med 10-13% mod før ventet 10%. Målt i danske kroner forventer NN en stigning på 4-7%, hvilket er overraskende godt. EBIT i lokale valutaer ventes at stige med 25% (oprindeligt estimeret mindst 20%), mens EBIT i danske kroner nedjusteres fra før mindst 25% til nu over 20%.

Udviklingen hos Novo Nordisk udvikler sig således noget bedre end ventet, og aktien kan fortsætte sin opgang til 370 i indeværende år. Vi giver aktien er Akkumuler anbefaling, idet vi mener en række andre medicinalaktier i princippet bør foretrækkes, da de er billigere målt på nøgletal end Novo Nordisk.

Sydbank (177)

Sydbank blev umiddelbart efter Q1 regnskabet straffet med kursfald. Sammenlignet med rekordåret 2007 er der helt naturligt tale om tilbagegang, men banken fastholder årets estimeret om er basisresultat før nedskrivninger på 1,6-1,9 mia. kr. Vi betragter således regnskabet som helt på linie med det forventede.

**Sydbank helt
som forventet**

Resultat pr. aktie er steget fra 6,5 kr. til 6,6 kr. og der spores allerede i Q1 indtjening på købet af bankTrelleborg. Godt nok kun 13 mio. kr. men alligevel positivt. Nedskrivninger er ikke overraskende steget, omkostningerne er steget og indtægter fra handler er faldet ligesom banken har tabt 55 mio. kr. på egenbeholdningen.

Konklusionen er at alt er som forventet og vi ser ingen grund til at aktien skal handles ned i kurs. Omvendt går bankerne generelt lidt mere magre tider i møde, og vi vælger derfor at holde os ude af Sydbank for nærværende. Anbefalingen er Afvent Køb.

Auriga Industries (181)

Allerede i forbindelse med præsentationen af årsregnskabet for 2007 tidligere på året overraskede Auriga med en stærk Guidance for 2008. Kun 3 måneder inde i det nye år er Auriga i stand til at hæve en ellers flot Guidance. Det sker som følge af bedre end ventede markedsbetingelser for selskabets største enkeltprodukt, glyphosat, at akquisitionen af Stähler forløber bedre end forventet, lancering af nye produkter og at 40% af

**Auriga
overrasker til
den positive
side**

dollarindtægterne for 2008 er kurssikret til kurs 5,25.

I årets første kvartal steg omsætningen med hele 33% til 1.430 mio. kr. og EBIT-marginalen blev forbedret til 8,5%. Det gode første kvartal fører derfor til en opjustering af salget fra knap 5 mia. kr. til 5,2 mia. kr. og resultat før skat hæves fra 250-300 mio. kr. til nu 260-310 mio. kr. Baseret på en forsigtig udregning på et resultat før skat på 285 mio. kr. handles aktien til en P/E forward 08 på 15. Vores konklusion er, at aktien for nærværende har indregnet temmelig meget positivt i kursfastsættelsen. Vi anser en test af maks. 200 for værende det opnåelige i indeværende år. Anbefalingen er derfor Hold på kort sigt og Reducer ved test af 200.

**Dybt at falde
– højt at
flyve. Aktien
er nok nær en
top**



DSV (116)

Med en organisk vækst på 8,3% i første kvartal fastholder DSV estimatet for 2008. Omsætningen steg til 8.519 mio. kr. og EBITA-marginalen til 4,5%. EBIT-resultatet steg til 385 mio. kr. – op fra 370 mio. kr. i samme periode sidste år. Resultat før skat lød på 734 mio. kr., hvilket dog var påvirket af engangsindtægter på 440 mio. kr. fra salget af DSV's 50% ejerandel af Tollpost Globe.

**Dygtige
købmænd hos
DSV.**

Det er Kurt Larsens sidste kvartalspræsentation. Ved næste kvartalsregnskab står selskabets nye førstemand, Jens Bjørn Andersen, i spidsen. Med den flotte udvikling som første kvartal har budt på, kunne DSV måske have valgt at opjustere, men denne gode nyhed gemmes givetvis til den nye leder, som så kan komme flyvende fra start med præsentationen af halvårsresultatet.

**Potentiale til
120.**

DSV er ikke en billig aktie, men ledelsen har gentagne gange vist sit dygtige købmandsskab. Køb billig – sælg dyrt har ofte ført til bogføring af ekstraordinære avancer. Med udsigt til at Kurt Larsen tager plads for enden af bestyrelsesbordet, er den "gamle garde" fortsat i nærheden for råd og gode fif. Den hidtidige dygtige ledelse må forventes at blive videreført under Jens Bjørn Andersens ledelse. Vi giver aktien en Akkumuler anbefaling med kursmål i 120 i indeværende år.

Nordea (80)

Nordea har vundet den danske bankkrig mod Danske Bank om levering af det flotteste regnskab for Q1. Det ordinære resultat blev i Q1 på 885 mio. Euro og netto lød bundlinien på 687 mio. Euro. Det var lidt under

**Flot regnskab
fra Nordea**

rekordniveauet fra sidste år, men over analytikernes forventning om en bundlinie på 683 mio. Euro.

Nordea fastholder forventningerne om en vækst i det risikjusterede resultat på 5-10% i 2008. Altså en pæn fremgang i forhold til 2007-resultatet. Bankens regnskab er naturligvis præget af stigende tab og hensættelser, men det er ventet. Alt i alt et solidt regnskab som gør, at vi fastholder vores Købsanbefaling med kursmål i 85-90.

Danske Bank (163)

**Danske Bank
skuffer.
Aktien er
købsværdig**

Danmarks største bank skuffede med resultatet for første kvartal. Lavere gebyrindtægter og nedgang i forsikringsdelen gør, at banken nu venter et resultat for helåret 6-13% lavere end i 2007. Det oprindelige estimat lød på en vækst på 0-7% i forhold til det flotte resultat i 2007. Danske Bank er et konservativt indstillet selskab, og det har givetvis været svært for bankens ledelse at skulle gå bodsgang og melde om lavere end ventet resultat. Vi tror derfor, at Danske Bank nu har opstillet en meget konservativ prognose, som under ingen omstændigheder kommer i fare for igen at skulle tilrettes i negativ retning i løbet af året. Tværtimod anser vi det for sandsynligt, at Danske Bank når året rinder ud vil være i stand til at komme bedre ud end der nu lægges op til. Aktien er et klart Køb med kursmål i 190.

SAS (39)

Det er vel for hårde ord at kalde Q1 regnskabet fra SAS for et katastroferegnskab, men skidt var det. Q1 er pr. definition årets dårligste for SAS, og forventningerne var på forhånd små. Alligevel formåede SAS at overraske negativt med et underskud på 1.134 mio. SEK på baggrund af en omsætning på 12,833 mia. SEK. Til sammenligning var omsætningen i samme kvartal sidste år 11,887 mia. SEK, hvilket resulterede i et underskud på 47 mio. SEK.

Faldende billetpriser og øgede omkostninger til brændstof, samt efterveer af DASH-krisen i efteråret er de væsentligste årsager til det skuffende resultat. Dertil kommer at problemer med at få besparelser igennem hos personalet gør, at spareplanen Strategy 2011 kun har nået 44% af målsætningerne og dermed er bagud i forhold til tidsplanen.

**Stor skuffelse
fra SAS. Kan
det snart
blive værre?**

Alle flyselskaber lider under den høje oliepris, og SAS er ingen undtagelse. Det er op ad bakke. Det er dog positivt at ledelsen i form af Mats Jansson nu bebuder flere besparelser. Planen har fået navnet Profit 2008 (det lyder jo rigtig flot!) og indebærer øjeblikkelige besparelsetiltag, som skal forbedre driften med 1,1 mia. SEK i år. 1.000 medarbejdere fyres og en række fly tages ud af drift.

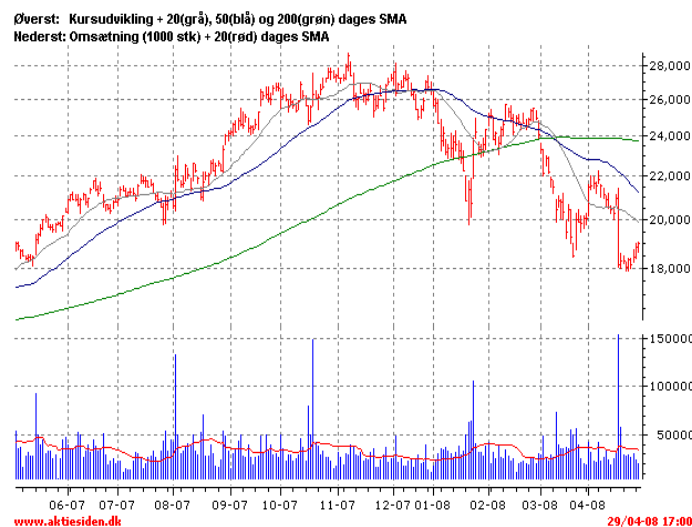
Hos SAS står den således på yderligere smalkost, og kampen mellem ledelsen og medarbejderne vil fortsætte. Medarbejderne står stærkt organisatorisk, hvilket gør besparelser svære at gennemføre. Medarbejderne må dog snart til at få øjnene op for, at det ikke nytter noget at stå stejlt på lønkrav m.m. I sidste ende drejer det sig nemlig om overlevelse for SAS. At investere i SAS er blevet et trosspørgsmål. Tror man selskabet kan overleve som selvstændigt selskab og at ledelsen sammen med medarbejderne får rettet skuden op, eller ej? Vi mener aktien er billig her ved kurs 40. Mange ting er gået SAS imod. Der skal således ikke ret meget hjælp til udefra i form af fx et fald i olieprisen, medarbejdernes accept af besparelsetiltag eller evt. et udefrakommende bud på hele koncernen til at skabe nyt liv i aktien. Vi fastholder vores Købsanbefaling.

Potentialet kan i bedste fald være meget stort.

Ericsson og Nokia

Regnskaberne fra mobiltelefongiganterne har været blandede bolsjer. Ericsson er primært involveret i denne branche via SonyEricsson. Generelt er der enighed blandt udbydere om, at markedet for salg af mobiltelefoner har udsigt til at falde med omkring 10% i 2008. Motorola skuffede med underskud i Q1, mens Nokia blev straffet for et ellers ganske godt regnskab. Overskuddet lød på 32 eurocent mod forventet 0,36 eurocent. Aktien faldt med 20% og det virker som en kraftig overreaktion. Nokia tjener jo fortsat gode penge, om end der er en vis tilbagegang at spore. Faktum er dog, at Nokia handles til en P/E 08 i niveauet 14, og det kan ikke betegnes som værende dyrt, medmindre man tror opbremsningen i mobiltelefonsalget viser sig at være kommet for at blive. Vi mener Nokia kan samles op omkring kurs 19 Euro med et muligt kursmål i år på 22-24 Euro.

Nokia har bundet. På vej mod 22-24



Ericsson overraskede til den positive side, da forventningerne var skruet voldsomt ned på forhånd. Samlet var der tilbagegang hos Ericsson, men mindre end ventet og aktien steg med 25%. Det skyldes givetvis, at mange havde store short positioner i aktien, og pludselig blev der travlt med at få dækket sig ind. Det førte til det ekstraordinært store kurshop i aktien.

Ericsson på rette vej. Køb med potentiale til 18-20

Omsætningen beløb sig til 44,2 mia. SEK (ventet 41,4), driftsmarginalen var 9,7% (ventet 9,0) og bruttomarginalen blev opgjort til 38,6% (ventet 35,1). Selskabet har været igennem et par hårde år, og udsigten for fremtiden tegner mere lys end længe. Indtjeningen er fortsat for lav, men der synes grundlag for at tro på stigende indtjening i løbet af året. Aktien må – trods det voldsomme kurshop – anses for at være billigt prisfastsat. Vi anser en fair pris på 18-20 som værende mulig i årets løb. Anbefalingen er Køb.

BANKER TEGNER NYE AKTIER

Store tab hos bankerne

Finanskrisen har indebåret fremlæggelse af store tab og solvenskravet strammer derfor i mange banker. Derfor er aktietegninger kommet i gang inden for sektoren, hvorved udbuddet af aktier naturligvis øges og prisniveauet for bankpapirer sættes under nedadgående pres. På den positive side vejer fornyet optimisme angående klarhed om tabenes dimension og på længere sigt muligheden for en generel forbedring af konjunkturforholdene i takt med krisen ebber ud. Beklageligvis har kun få banker fremlagt ordentlig information og dermed sikret klarhed som grundlag for dannelse af fornyet tillid. Ledelser i banker søger febrilsk at holde kortene ind til kroppen. Som følge af en bred bølge af usynkroniserede tabsoplysninger fra en stribe store banker er det foreløbig umuligt at genoprette tilliden for alvor, da stadig nye oplysninger dukker op og understreger at tabene næppe er standset. Tilfælde med systematisk forøgelse af tab og indikation af en politik med "små negative dryp" er decideret gift for sektorens aktier.

Tab på 300 mia. USD er nu kendt

Subprime tabene har heldigvis ikke bredt sig til hele boligmarkedet i USA i form af en dyb prisnedtur og tab på mere almindelige lån. Tilsvarende er der heller ikke opstået alvorlige tab på andre former for lån endnu, men kursværdien er faldet - i det omfang der noteres priser på sådanne lån.

Subprime tabene for den børsnoterede del af kreditorerne er nu tæt på 300 mia. USD i samlet størrelse. Opfyldningen af tabene klares af flere veje: den løbende indtjening, frasalg af kreditporteføljer (reduktion af egenkapitalkravet) og udstedelse af bankernes tre forskellige værdipapirer inden for solvensgrundlaget: ansvarlig lånekapital, hybridkapital og rigtig egenkapital. Konvertible obligationer er en variant af ansvarlig lånekapital, men det er endnu ikke taget i brug.

RBS skal have tilført 24 mia. USD ved emission

Direkte placering af aktier har især været benyttet af amerikanske banker, der har fundet nye penge i Kina, Singapore og Mellemøsten. Dermed generes de eksisterende, almindelige aktionærer ikke og børskursen undgår direkte pres. Men når der for alvor skal hentes penge er disse diskrete metoder ikke store nok i kapacitet.

Medio marts kunne den samlede kapitalfremskaffelse opgøres til ca. 75 mia. USD. Siden er udviklingen dog blevet tilføjet et væsentligt tungere element, idet **UBS** (Schweiz) agter at lade sig styrke med ca. 6 mia. USD og **Royal Bank of Scotland** netop har bebudet en tegning med ca. 24 mia. USD i provenu. Sidstnævnte svarer til en forøgelse af børsværdien med 1/3 af den nuværende markedsværdi, hvorfor det naturligvis belaster aktien hårdt. Amerikanske banker har ligeledes fået tilført nye penge, og saldoen inkl. de kendte emissioner må nu være på ca. 110 mia. USD.

I Tyskland har Staten (Forbundsregeringen) og delstatstaterne desuden måttet afgive garantier for at bakke de tabsramte **Länderbanker** op ud over **IKB**, der pga. sin status som børsnoteret selskab er nødt til at spille med åbne kort. Her er det statsinstitutionen Kreditanstalt für Wiederaufbau, som må sponsere gildet. Dimensionen af de tyske statspenge er stor men uden betydning for aktiemarkedet indtil videre (privatiseringer rykker dog tættere som følge af disse tab).

Societe Generales tab på aktiefutures medførte også ønske fra ledelsen her om en tilsvarende stor genoptankning, mens modparternes tilsvarende gevinst aldrig er dukket op og altså fortsat fortøner sig eller er nettet ud med tab på udlån (Subprime?).

Heldigvis foregår al denne uorden uden for Norden, idet de islandske banker dog er ved at komme i søgelyset angående deres generelle styrke (svaghed?). Det er en form for ringvirkning af det generelle fald i tilliden på finansmarkedet og ikke relateret til Subprime-tabene.

**Lidt for stor
risiko i
banker efter
vores mening**

Myndighederne er fortsat bemærkelsesværdigt fremkommelige over for banker med problemer, og metoden fra sektorens side med at gå frem i trin har vist sig effektiv over for tilsynsmyndigheder og centralbanker. Derimod er tilliden ved at erodere fra investorernes side, og det vil hævne sig på længere sigt. Bank-aktier er ved at miste status og vil fremover blive andenrangs papirer. Det kan ledelserne dog leve med så længe de ikke har brug for nye penge, idet aktionærene jo ikke umiddelbart har mulighed for at kræve aktier indløst. Investorer med bankaktier sidder fast i saksen. Men de vil naturligvis være modvillige i at indbetale endnu flere penge på disse betingelser. Hvis uklarhed desuden hersker, kan aktierne blive presset i bund. RBS i England kan derfor blive særdeles interessant. Tegningskursen (forhold 11 nye for 18 gamle) er 200p, hvor markedsprisen var ca. 380p inden denne nyhed. Siden er 10 % røget af børskursen, og afstanden ned kan hurtigt vise sig at blive beskeden. 12 mia. GBP skal rejses i markedet – og det er trods alt mange penge. Hvis andre banker følger op med tilsvarende tegninger i den helt store skala, kan markedet for bankaktier for alvor blive tvunget i knæ.

Regningen til investorerne kan således komme ad denne indirekte vej. Forsvarsmetoden er at undgå eksponering og afvente afslutningen af denne tillidskrise. Nedturen vil nemlig samtidig være ensbetydende med opbygning af en spændende chance for at opnå et godt afkast ved at samle disse aktier op nede i hullet under en U-vending. Øvelsen foregår i udenlandske (europæiske bankaktier) og derfor bør man beløbsmæssigt foretage transaktionerne i en størrelse der afspejler høj risiko. Good things come to those who wait.

AKTIEANALYSE AF HARBOES A/S (Kurs: 137)

Af Christian Tost

Anbefaling: Kort/Lang: Køb/Afvent

Læs hele analysen inkl. nøgletal: <http://www.aktieinfo.net/harboes1>

**Nye
produkter
volder
problemer for
Harboes**

Harboe A/S' primære produkt er øl og læskedrikke til detailkæder, og desuden producerer datterselskabet Harboefarm A/S fersk detailpakkede produkter. Lancering af produktporteføljen med både juice og mælkeprodukter har, som følge af stor kompleksitet i selve anlægget, samt problemer med tilpasningen og kvalitetsvalideringen forårsaget, at produktionen har været udsat i mere end 6 måneder. Tiltaget med de nye friske produkter er, trods visse produktionsproblemer, sat i gang. Dog er det endnu for tidlig at vurdere, om tiltaget vil have den fornødne effekt på resultatet. Tankegangen har imidlertid været god med at differentiere sig fra sine nuværende kerneprodukter og bevæge sig ind på mere lukrative og mindre konkurrence prægede markeder.

Markederne:

Udviklingen går mod mæthed på Harboes markeder. Discount ølmarkedet er fortsat på retræte, og Harboes eneste primære marked, hvor der forekommer en stigning, er i de baltiske lande. Læskedrikmarkedet er stigende på alle Harboes primære markeder. Det er en udvikling, der har været i en årrække. På det tyske marked har Harboe udviklet sig positivt via udvidet kundeportefølje, samt øget vækst. Muligheden for yderligere at ekspandere ud fra Tyskland er tilstede set i lyset af deres højteknologiske fabrik i Dargun.

Satser på nye markeder og produkter

Harboes fokus er primært rettet mod detailhandelens discountkæder. Selskabet søger i øjeblikket en omkostningsminimeringsstrategi, hvilket bl.a. skal sikres igennem en konstant effektivisering af det nuværende produktionsapparat. Endvidere forsøges markedsføringsomkostninger minimeret, da det ikke ønskes at udnytte brands til den internationale ekspansion. Gennem investeringer vil Harboe sikre sig en høj afsætningsvolumen og have fokus på udviklingen og nye trends inden for produkttyper, kvalitet samt emballage. Dynamik og innovation har derfor kendetegnet Harboe de seneste år, men ikke alle investeringer har haft et acceptabelt afkast. Senest er der investeret 150 mio. kr. i et nyt aseptiskprocezanlæg til produktion af forskellige læskedrikke baseret på frugtsafter, grønsagsjuicer, forskellige mix af mejeriprodukter og frugt samt variationer inden for iskaffe og iste. Indtil videre har denne investering haft en negativ indvirkning på resultatet i form af forsinkelser samt uventede omkostninger.

Harboe vil, med den seneste investering i læskedriksegmentet, først udvide sortimentet med friskjuice og smoothies, hvor indkøb af råvarer vil ske gennem samarbejdspartnere i Sydamerika og Sydeuropa. Grundet den nye fabrikationsteknologi vil der være en holdbarhedsdato på op til 6 måneder på den friskpressede juice, ligesom produkterne ikke skal opbevares koldt. Dette giver produkterne fordele med hensyn til hyldeplads, da produkterne ikke skal fyldes på køl, men kan placeres andre steder i butikkerne, hvor der er bedre plads til nye produkter. Omvendt ser vi dog en kommunikationsopgave i at få forbrugeren overbevist om, at produktet er friskpresset juice af høj kvalitet, når produkterne ikke er placeret blandt de øvrige friske varer på køl og produceret for op til 6 måneder siden. En kommunikationsopgave der vil medføre markedsføringsomkostninger i de kommende kvartaler og dermed have en negativ effekt på EBIT-marginen.

Vurdering:

Harboe har således endnu engang nedjusteret forventningerne til årets resultat før skat (skævt regnskabsår). Harboe har dermed nedjusteret ved de seneste fem kvartalsmeddelelser. Koncernen har haft høje forventninger til ekspansionstiltag men har, grundet forsinkelser samt et svigtende salg, nedtrappet forventningerne endnu engang. Yderligere er nedjusteringen også sket som følge af de øgede råvare- og emballagepriser. Harboe forventede et resultat før skat på mellem 80-90 mio. ved regnskabsårets start, hvor de i dag har nedjusteret forventningerne i to omgange og nu forventer et resultat før skat på 15-20 mio. Dette må dog betegnes som en konservativ udmelding, hvorved man formentlig vil undgå at nedjustere forventningerne endnu engang. Ved 3. kvartalsafslutning havde Harboe et overskud på 15,6 mio. og man må formode at koncernen kan opnå deres forventninger om at realisere et overskud på 15-20 mio. det sidste kvartal.

Flere skuffende justeringer af resultatet i år

Harboe har pr. 1. februar 2008 etableret selskabet Puls Brewery i Estland med det formål at overtage varemærket Puls, der markedsføres på det

baltiske marked. Overtagelsen vil i indeværende regnskabsår bidrage negativt til årets resultat grundet samkøring af salgsorganisationen og produktionsflytning. Det estiske marked er ikke et marked, hvorpå man kan øge sin indtjening markant, men med en øget markedsandel vil der komme en øget omsætning herfra. Andre bryggerier melder dog om stagnerende ølsalg - Carlsberg ser fx ikke Estland og Litauen som attraktive markeder grundet dårlig omsætning. Man må dog medgive, at Harboes produkter ligger i et andet produktspektrum end Carlsbergs og at der måske er uoplyste muligheder.

Aktien:

Aktien har været forholdsvis stabil og ligget på omkring 135-140 den seneste måned. Aktien er fortsat billig og efter vores overbevisning kan man ikke forvente store fald. Risikoen i aktien er derfor lav, og afkast mulighederne er ligeledes lave på kort sigt.

Teknisk ligner Harboes en aktie i en bund formation



Anbefaling:

Harboes Bryggeri har de seneste kvartaler opnået et dårligere resultat end forventet. I hvor høj grad udviklingen vil vende afhænger af muligheden for at øge afsætningen på Harboes modne markeder, samt hvorvidt Harboe opnår succes med en stor investering i læskedriksegmentet.

Begrænset risiko efter de mange justeringer af resultater

Harboe har været meget konservative i deres prognose for 4. kvartal, hvor forventningerne ligger indenfor resultatet for 3. kvartal. Harboe burde vide, hvorvidt de kan øge indtjeningen de sidste måneder og derved overgå deres forventninger en smule, dog virker det meget konservativt ikke at forvente at man har nogen indtjening i det sidste kvartal. Mange analytikere anbefaler at afvente. På kort sigt vil vi dog mene, at man har en mulighed for at tjene lidt op til 4. kvartalsmeddelelsen, hvor aktien meget vel vil reagere positivt på dette resultat. På lang sigt vil anbefalingen være at afvente modtagelsen af Harboes produkter på deres respektive markeder. Aktien er relativ billig og risikoen er fortsat lav.

NORDIC TANKERS – HVAD NU?

Den siddende bestyrelse i Nordic Tankers tabte magtkampen til udfordrer, Steen Bryde. Det er et faktum efter 53,2% af stemmerne på generalforsamlingen den 23-04 stemte for Steen Brydes forslag om en total udskiftning af bestyrelsen med nye folk – udvalgt af Steen Bryde. Han overtager selv formandsposten og resten af bestyrelsesposterne besættes af "hans folk" som er: direktør Brian Petersen, direktør Geir Jansen, advokat Mads Roikjer og direktør Mogens Worre Sørensen.

Hvad vil Steen Brydes med Nordic Tankers?

Steen Bryde er en kreativ erhvervsmand, som af hans venner betegnes som hæderlig og dygtig. Hans intention er at give nyt liv til Nordic Tankers, og en plan herfor er lovet i løbet af 100 dage. Det er endnu sparsomt hvad offentligheden ved om hans reelle hensigter med at tage magten i Nordic Tankers. Det er dog kommet frem, at han vil se på hvordan risikoen i selskabet kan blive reduceret og rederidriften optimeret. Selskabet skal desuden udvikles i positiv retning (til et ejendomsselskab eller noget helt tredje?) og så skal det - så smukt som det lyder - gøres mere aktionærvenligt.

Steen Bryde meddelte på generalforsamlingen, at han ønsker at sprede selskabets risiko ved ikke kun at fokusere på rederidrift, men også ved at investere i fx vindmøller og ejendomme. Pengene hertil er til stede i Nordic Tankers, som pr. ultimo 2007 havde en egenkapital på 112,5 mio. USD. Det er en noget bagvendt måde han får held med at ændre et ellers fornuftigt selskab på. Hvis aktionærerne ønskede at investere i denne slags aktiver, ja så kunne man have købt aktier i den type af selskaber. Det for bestående aktionærer stærkt bekymrende er, om hans plan er at sælge nogle af hans usælgelige ejendomsbesiddelser ind i Nordic Tankers? I så fald vil det kun gavne en person: Ham selv og ikke aktionærkredsen. Så egoistisk kan man dog næsten ikke forestille sig, at en person kan være.

Den "gamle" bestyrelse kæmper for "de små".

Den vragede bestyrelse er naturligvis bekymret for selskabets fremtid, idet en tidligere revisor mener, at han er bedre til at lede et rederi end branchekyndige folk. Første runde af magtkampen fik Bryde som vinder. Den detroniserede bestyrelse kunne vælge at kaste håndklædet i ringen, men har valgt fortsat at arbejde for mindretalsaktionærernes interesser. Det sidstnævnte bør alle bestående aktionærer støtte op om. Der er nemlig sket mange mærkværdigheder i tiden op til kulminationen af magtkampen. Og i sidste ende kan det komme de "små" aktionærer til gode, at bestyrelsen fortsat forsøger at sikre de "små" rettigheder.

Indløsnings-tilbud?

Der er således en række uafklarede forhold omkring hvor stor en del af aktierne, som Steen Bryde reelt kontrollerede forud for og på selve generalforsamlingsdagen. Derfor har den tidligere bestyrelse valgt at overlade sagen til Finanstilsynet for en afklaring. Tilsynet har meddelt, at sagen har høj prioritet, og at alt skal undersøges til bunds. 30% ejerskab er kardinalpunktet. Hvis Steen Bryde reelt har haft magten over flere end 30% af stemmerne, kan han blive tvunget til at afgive et indløsningstilbud til de resterende aktionærer. Det springende punkt (blandt flere) er et ejerskab på 4,11% af aktierne tilhørende Toki Pant A/S – et selskab kontrolleret af Brydes samarbejdspartner, Torben Andreasen. Dagspressen er kommet i besiddelse af et brev, hvor Steen Bryde underskriver for Toki Pant A/S. Det kan han vel kun, såfremt han har samfaldende interesser med dette selskab. Hvis Bryde har kontrolleret mere end 30% af aktierne kan han i sidste ende blive tvunget til at afgive købstilbud til de 6.000 mindre aktionærer i Nordic Tankers. Tilbuddet skal i så fald lyde på den højeste kurs, som Nordic Tankers har været handlet til i de sidste seks måneder.

Vi mener man skal holde fast i aktien indtil videre

Alternativt kan Steen Brydes intentioner være reelle, og det kan også vise sig at give værdi til aktionærene på sigt. Et bud fra Bryde & Co. til alle mindretalsaktionærer kan således komme på frivillig basis, eller også kunne man forestille sig, at han ønsker at videresælge Nordic Tankers til det græske rederi, National Energy Transport eller måske samarbejdspartneren Camillo Eitzen. Spørgsmålene er flere end svarene for nærværende. En enkelt usikkerhedsfaktor i relation til sammensætningen af bestyrelsen er fjernet, men der står unægtelig mange andre faktorer og spærrer vejen fremad. For nærværende mener vi, at alle aktionærer bør holde fast på deres aktier. Odds er nemlig ganske gode for, at det i bedste fald ender lykkeligt for de omkring 6.000 mindre aktionærer, som er blevet trumlet ned af dygtige og driftige erhvervsfolk (og måske også manipulerende?). Vi fastholder aktien i Modellen med et tilpasset Stop/profit niveau på 110.

LOGIKKEN I AKTIEMARKEDET **Fingerspitzgefühl. Benoit Mandelbrot og Fraktallerne.**

Af Andre Perman

“Earning Season” er gået som en bølge igennem Wall Street i denne måned men lakker nu mod enden. Som forventet har mange multinationale amerikanske firmaer annonceret, at de har draget nytte af den lave dollar med højere eksportindtægter og overskud til følge. Listen er lang og inkluderer navne som **McDonalds** [MCD] (24% højere overskud p.g.a. den lave dollar), **IBM** [IBM] (+26% højere indtjening), medicinal giganten **Johnson & Johnson** [JNJ] (+40% højere profit takket være bl.a. den lave dollar), **Coca-Cola** [KO] (19% højere indtjening) og **Ford** [F] (første profitable kvartal i et år) - bare for at nævne få.

Aktier stiger på dårlige nyheder – og falder på gode. Hvor er logikken?

At en række amerikanske selskaber nyder godt af den lave dollar er logisk og forudsigeligt. Hvor ville det dog være dejligt og meget lettere at investere i aktiemarkedet, hvis logikken virkelig var som vi ønsker den skal være: at gode nyheder medfører højere aktiepriser, og dårlige nyheder det modsatte. Men så enkelt er det ikke. For tiden er der i det amerikanske marked aktier som går op - ikke fordi de gør det godt - men fordi deres nyheder “ikke er så slemme som frygtet”!

Se for eksempel nedenstående 2-års graf. Det drejer sig om et firma i den amerikanske bank-verden, som er dybt involveret i subprime lånekrisen. I dag ved vi alle, at denne bank har udgjort en af de største potentielle farer for verdens bank og pengesystemer - måske den største nogensinde. Hvem er det mon?



Lodret drop til kurs 2 for så at stige til 10

Det drejer sig om **Bear Stearns** [BSC]. Aktien havde været i støt nedtur siden subprime krisen startede. Dårlige nyheder medførte som "forventet" lavere aktiepriser. Logisk. Bear Stearns kollapsede over en weekend i marts hvilket forklarer den højre side af grafen, hvor aktien fra \$30 om fredagen, kun var \$2 værd om mandagen. I løbet af weekenden blev Bear Stearns overtaget af **JP Morgan Chase & Co** [JPM] for \$10 per aktie (efter oprindeligt at have annonceret kun \$2/aktie). Ikke særlig logisk.

JP Morgan har holdt kursen



Ovenfor er vist en 5- års graf på JP Morgan [JPM]. Set ud fra aktiekursen kan man stille sig spørgsmålet: Alle taler om bankkrisen. Hvis der har været en krise i JP Morgan's erhvervsområde, skulle det så ikke kunne ses på grafen? Bemærk at prisen i dag er ca. den samme som den var for 12 måneder siden. Og dette på trods af store afskrivninger i løbet af året. Den lidt surrealistiske holdning hos amerikanske investorer for tiden til finansaktier understregedes af, at da JP Morgan 14-04-2008 annoncerede et 50% fald i indtjeningen i forhold til samme kvartal sidste år, steg aktien med over 6% og Dow Jones markedet med hele 256 point på den "gode" nyhed. En anden "god" nyhed samme dag var, at **Intel's** indtjening "kun" var faldet med 16%.

Endnu et eksempel er en af de store amerikanske banker, **Wells Fargo**. Sidste kvartalsresultat var 11% lavere end året før, men aktien er også samme sted som for et år siden.

Wells Fargo holder kursen trods dårlige nyheder



Stemningen ligner hvad vi så sidste år, da aktierne flirtede med rekorder og tilsyneladende fejede alle negative nyheder til siden.

GE faldt på gode nyheder

Hvis markedet havde luttet lyserøde briller på, så kunne man måske søge lidt logik i det. Den "omvendte" logik er måske på spil? Men så enkelt er det selvfølgelig ikke. Medens JPM annoncerer 50% fald i indtjening og aktien stiger, annoncerer **General Electric** [GE] et forholdsvis beskedent 6% fald i indtjeningen, og aktien får den værste afklapsning siden 1987. Det er svært at se nogen konsekvent "logik" i det. Og det er hvad der gør investering i aktier både spændende, udfordrende og forvirrende.

Den polsk/fransk/amerikanske matematiker Benoit Mandelbrot har skrevet et par interessante bøger (bl.a. The Misbehavior of Markets) om "Fraktaller" og aktiemarkedet. Fraktaller er en speciel gren af matematikken, opfundet af Mandelbrot i 1950'erne, der henvender sig til at beskrive "ruhed" af overflader og kanter. Navnet "Fraktaller" kommer fra, at når vi anerkender ruhed, så er overflader og kanter IKKE blot simple plane flader og linjer, som vores klassiske matematikmodeller fra folkeskolen har indprentet i os. Vi ender op med ikke blot simple en-, to- og tre-dimensionale dimensioner, men også brøkdeler af dimensioner, altså "fractions of dimensions" på engelsk, og herfra navnet "Fraktal Geometri" og Fraktaller.

Logikken skal forstås som en slags kaos teori

Fraktaller er også relaterede til katastrofe og kaosteori i og med at selv meget små ændringer i de ligninger, der bruges til at beregne/modellere fraktale strukturer, resulterer i drastiske ændringer i resultatet. Ikke som i klassisk matematik, hvor typisk små ændringer i forudsætninger har tilsvarende glidende (og "logisk") indflydelse på resultatet.

Hvad har dette med aktier at gøre? Et "marked" skabes af de to modsætninger: købere og sælgere. Millioner af dem. Hvis købere og sælgere agerede som molekyler, skulle de have en tendens til at balancere hinanden ud, og følgelig burde de fleste bevægelser i aktiemarkedet være glatte, kontinuerlige. Det ved vi ikke er tilfældet. Bevægelserne i aktieprisen, omend en gang imellem glatte, er meget oftere abrupte og hurtige. I følge Benoit Mandelbrot peger dette på, at vi bruger forkerte modeller til at forstå aktiemarkedet.

Jo mere vi zoomer ind eller ud på en prisgraf af en aktie på daglig, ugentlig eller 1-minut skala, ser vi stort set den samme kompleksitet. Tingene bliver IKKE simplere på en prisgraf med 1-minuts opløsning i forhold til en daglig graf. Dette er også en fraktal karakteristisk af aktiepriser. Der ER dog en fordel ved ugentlige grafer: de fjerner de fleste "gaps" og gør graferne lidt mere glatte og kontinuerlige at se på.

Ikke alt er hvad man ser!



Ting er ikke altid hvad vi ser. Ovenfor er vist en graf over Dow Jones

indekset de sidste 5 år Grafen ligner mange steder sig selv med den fraktale "self-similarity" tydelig synlig. Se for eksempel hvordan hver top til venstre i grafen i perioden 2004-2006 havde næsten den samme bredde (7-10 uger). Der er ca. 8 af dem i træk!

Og her er NASDAQ indekset i samme periode. Igen ser vi en periodicitet, men en ganske anden, langsommere/blødere 6 måneders rytme end på Dow Jones:



Fraktaller – en ny måde at "læse" markedet på?

Fraktaller tilbyder et blik ind i aktieverdenen med en lidt anderledes logik end vi er vant til og en ny forståelse for aktiernes "tilfældige" - eller ikke altid helt tilfældige! - udvikling. Desværre er de ikke i sig selv en hurtig genvej til gevinster. Men hvor den klassiske tekniske analyse fortrækker at tegne linjer og gennemsnit, peger fraktaller på, at periodicitet og uforudsigelighed er lige så vigtige faktorer, som der både kan handles efter, og som man skal vogte sig for.

TEMA: BRIK-LANDENE – INDIEN

Det indiske aktieindeks, BSE Sensex, har oplevet en større rutsjetur i år. Indekset handles i niveauet 17.287 efter at have toppet i 21.206 i januar i år – et fald på 18%. Fra et bundpunkt på 15.000 i marts måned, er der dog igen en begyndende optimisme at spore, hvilket aktualiserer denne artikel.

Indiens aktier på vej fremad – igen.

Investeringsmæssigt er Indien et svært land at begå sig i. Markedet er underlagt restriktioner og således ikke frit tilgængeligt. Derfor bør ethvert engagement i indiske aktier ske via en investeringsforening. **Jyske Invest** har en forening udelukkende med fokus på Indien. **Sydinvest** giver adgang til Indien via deres BRIK-afdeling, **Bankinvest** har en afdeling med fokus på Indien og Kina i en og samme forening, mens der også findes andre alternativer, bl.a. investeringsforeninger med fokus på Fjernøsten.

Aktiemarkedet forekommer lukket og restriktivt men indeholder et spændende potentiale. Landet vokser i befolkningstal (1 mia. i 2001, 1,2 mia. i 2010 og estimeret 1,6 mia. i 2050), væksten er høj, inflationen ligeså og der er en voksende mellemklasse med stigende købekraft.

En stor styrke for Indien er dets tidligere tilhørsforhold til England i

kolonitiden, idet engelsk er nationalt fællessprog. Uddannelsesniveauet er generelt højt – især for eliten. Indien besidder således en stor styrke qua befolkningens uddannelsesniveau. Der er godt nok tale om et vestligt orienteret demokrati, men staten har fortsat meget stor kontrol med udviklingen - især i industrien. Visse dele af det indiske erhvervsliv er præget af liberale forhold, mens andre sektorer er præget af engelsk inspireret Labor-tankegang omkring statsstyring. Staten blander sig og skal ofte godkende nye initiativer, og det giver grobund for korrupsion og bremsning af det frie initiativ.

Statsligt styret land

Et eksempel på de modstridende forhold landet regeres under kommer her. Mobiltelefoni betragtes af Regeringen som et luksusgode, og derfor er markedet frit. Det har ført til et boomende marked indenfor mobiltelefoni med dertil hørende GSM-licenser og net. Faktisk er dækningen med mobiltelefoner i befolkningen større end adgangen til elektricitetsnettet. Hvordan det hænger sammen er svært at forstå, men det skyldes at elektricitet er underlagt statslig regulering og styring, mens mobiltelefoner ved starten blev betragtet som luksusgode uden behov for regulering fra myndighedernes side. Den efterfølgende store succes for GSM er således et eksempel på markedskræfternes udvikling under frie betingelser. 3G-net er nu også på vej ind i Indien, og dermed vil adgang til Internetfunktioner blive gjort lettere. Her kommer så bagsiden af medaljen af den statslige styring. Mange - især fattige - indere mangler ganske enkelt elektricitet, og dermed styrer Regeringen udviklingen af landet på en måde, der minder om kastesystemet, hvor nogle kan få, mens andre skal holdes nede.

Produktions- erhverv har svære kår

At regeringsindblanding bremser Indiens muligheder rent udviklingsmæssigt ses også af, at landet slet ikke besidder den samme forarbejdnings- eller produktionsindustri, som fx Kina gør. Dette gør at Indiens oliebehov kun svarer til en tredjedel af Kinas. Indiens muligheder burde ellers være på højde med Kinas. Potentialet bruges bare ikke, og Kina er i øjeblikket kommet væsentligt foran omkring industriel produktion. Eksempelvis har **GN Store Nord** valgt at placere hele sin produktion i Kina og her nævner man at Indien uanset lav løn og god engelsksprog standard ikke er interessant, idet der savnes en bred kreds af underleverandører i dette land indenfor elektronik. Mange udenlandske virksomheder går uden om Indien for så vidt angår produktion i landet, men det formodes at der vil komme stor vækst heri de kommende år.

Know how er Indiens styrke

Helt anderledes forholder det sig omkring anvendelse af indernes store know-how og gode engelsksprogkundskaber. Mange store virksomheder har outsourcet eller overflyttet IT-afdelinger til Indien. Eksempelvis har **A.P. Møller – Mærsk** placeret sit driftscenter for Maersk Lines containerrutenet i Indien – placeringen halvvejs mellem Europa og Fjernøsten er desuden hensigtsmæssig rent tidsmæssigt. **FLSmidth** har i dag flere ansatte i Indien end i Danmark, idet ingeniør- og tegnearbejde udføres i Indien, hvor man nyder godt af den høje know-how kombineret med lav løn. Et andet eksempel på indisk IT-service er overvågning af butikker i udlandet, fx amerikanske supermarkeder, via IP-fjernsyn for tyveri. Personale til lav løn kan med andre ord sidde på den anden side af Jorden og klare dens slags trivielle opgaver. Mange offentlige sygehuse anvender også indiske læger til at vurdere røntgenbilleder, som sendes via Internettet til Indien med svar retur via e-mail eller Internet.

Investering i indiske aktier bør for nærværende koncentreres om servicefagene, bank- og ejendomsbranchen. Jyske Invest offentliggør deres 10 største investeringer i foreningen på deres hjemmeside. Heraf fremgår det, at de største investeringer er placeret i netop disse sektorer i form af

Icici Bank, Infosys Technologies, Reliance Communications, Housing Development Finance, HDFC Bank, ITC og Satyam Computer Services. Produktionselskaber som **Reliance Industries, Bharat Heavy Electric og Larsen & Toubro** er dog også med på listen. Ved en gennemgang af de andre investeringsforeningers engagement i Indien fremkommer et højt sammenfald af selskaber, som der investeres i. Ensartethed er dog normalt for investeringsforeninger på grund af indekstankegang.

Fremadrettet kunne man dog forestille sig, at der vil blive satset kraftigere på produktionserhvervene. Før eller siden må man forvente, at Indien bløder op omkring den statslige styring for at forbedre væksten.

Tata ser interessant ud

Følgende tre aktier finder vi interessante - både nu og fremadrettet. **Tata** er et stort konglomerat med fokus på syv hovedområder: informationssystemer, kommunikation, ingeniøraktiviteter, materiale, service, produktion af forbrugsvarer og endelig kemikalier. Omsætningen i 2006-07 beløb sig til 26,8 mia. USD svarende til 3,2% af Indiens bruttonationalprodukt. Markedsværdien af alle Tatas selskaber oplyses pr. 17-04-2008 til 65 mia. USD, og i alt beskæftiger man 290.000 ansatte på verdensplan. Tata producerer også lastbiler og busser, men æder sig desuden nu ind på markedet for produktion af personbiler. Første egenudvikling er minibilen NANO, der skal være Verdens billigste bil. Mere må dog forventes af komme til, idet Tata for nylig har købt Land Rover og Jaguar fra **Ford**, hvilket primært sker for at få adgang til en teknologiplatform.

Suzlon kan tage markeds andele

Suzlon er i dag verdens femtestørste vindmølleproducent. Den globale markedsandel er på 8%, og Suzlon blev herhjemme især kendt efter købet af det tyske vindmøllesekskab, **REpower Systems** og efter etablering af et kontor i Århus. Vi finder det sandsynligt, at Suzlon vil fortsætte med et erobre markedsandele i stor stil fra blandt andre verdens nr. 1 – **Vestas**.

Tid til at købe indiske aktier

ArcelorMittal (NYSE-noteret: kode MT) er også en investeringsovervejelse værd. Efter en større budkrig valgte det luxembourgske Arcelor at lade sig købe af Mittal, som er præget af stærk ejerandel af den indiske rigmandsfamilie, Mittal. Selskabet er i dag verdens største stålproducent og stod sidste år for 10% af den globale produktion af stål. Denne vare har været særdeles efterspurgt i forbindelse med det byggeboom, som har præget de senere år. Med 310.000 ansatte i over 60 lande og en omsætning i 2007 på 105,2 mia. USD er der tale om et særdeles stærkt og velpolstret selskab.

Tidspunktet for køb af aktier i Indien synes at være fornuftigt, hvilket også gælder for kinesiske aktier efter de store kursfald, som vi hidtil har oplevet i indeværende år og en bund ser ud til at være indtruffet for dette markeds vedkommende.

AKTIEINFOS MODELPORTEFØLJE

**Vi er stadig
efter C20**

	2008	Siden 2001
Modellen	- 12,2%	129,1%
OMXC20	- 8,6%	62,2%

	Aktie	Købt	SL/SP	Købspris	Kurs d.d.	Gev/tab i 2008
	<u>DANMARK</u>					
	APM B	280408	/60.000	51.800	50.200	- 3.200
	Nordea*	270208	/85	75	80	+ 5.000
	DanskeBank*	270208	/210	192,25	163	- 11.700
	GN	031105	/50+	74,375	26,5	- 13.600
	Danisco	050107+	/425	477,5	317	- 11.125
	Bav. Nordic	030407	/500	526	230	- 9.450
	ALK-Abelló	060307	/1100	1138	570	- 2.400
	Pharmexa	150606	/5,0	20,8	3,65	- 8.400
	LifeCycle	050107	/45	56,5	25	- 10.700
Modellen er nu fuldt investeret efter køb af APM og SCA. Til gengæld er der taget gevinst på Frontline	NKTHolding*	040108	/450	451,5	385	- 13.300
	NeuroSearch	241007	/500	378,66	278	- 12.000
	TORM	261007	/200	210	157	- 11.000
	Bang & Olufsen	261107	/450	494,5	277	- 40.600
	SAS	261107	/80	75,5	38,6	- 27.900
	H+H*	271107	/1600	1529	1390	+ 1.400
	NordicTankers	120607	/110	85	92	- 2.100
	Novozymes	250108	/500	413	426	+ 2.600
	<u>SVERIGE</u>					
	Ericsson	061106	/18	27,45	15,18	+ 0
	Transatlantic*	300306	/55	38,6	45,0	+ 3.000
	SCA	290408	92/114	101,75	101,75	+ 0
	<u>NORGE</u>					
	Norske Skog	261107	/45	36,35	23,5	- 40.300
	BW Gas	201107	/60	62,25	44	- 12.300
	<u>FINLAND</u>					
	M-real	191206	/4,5	4,76	1,85	- 31.300
	<u>TYSKLAND</u>					
	Verbio	021007	/4,0	3,72	1,14	- 33.900
	BMW	010207	/45	5,0	35	- 4.800
	<u>USA</u>					
	Tsakos*	111006	/40	21,75	31,74	- 22.300
	<u>KINA</u>					
	Jyske Invest	070408	/185	157	163	+ 3.600

Formue primo: kr. 2.220.979

Formue pr. dato: kr. 1.949.271

Investeret kr. 2.190.434 (98,6%)

Frie midler kr. 30.545 (1,4%)