



Redaktion Lau Svenssen og John Stihøj

INDHOLDSFORTEGNELSE:

Side 2 – 3: Aktiekommentar

Aktierne har fået en god start på 2011. Renten er godt nok hastigt på vej op grundet stigerne priser på fødevarer og råvarer, men indtjeningen i virksomhederne udvikler sig særdeles positivt. Desuden bidrager stigende Take Over aktivitet til at holde investeringslysten høj. Aktierne synes at kunne fortsætte op.

Side 4 - 5: Take Overs

Vi udpeger de mest sandsynlige danske Take Over emner. Følgende selskaber har ekstraordinært gode odds for at blive mødt af et Take Over bud i år: H+H International, G4S, GN Store Nord, Thrane & Thrane samt Vestas.

Side 6 - 8: Farvel til Danisco

Hvad betyder DuPonts bud på Danisco for de danske selskaber i Peer-gruppen – Novozymes og Chr. Hansen?

Side 9 - 14: Fokus på en række store udenlandske selskaber

Analyse og vurdering af Intel, Astra Zeneca, E.ON, Alcoa og ThyssenKrupp

Side 14 - 15: Aktieinfos langsigtede modelportefølje

Porteføljen er kommet godt fra start i 2011 med plus 5,7% på 2 uger.

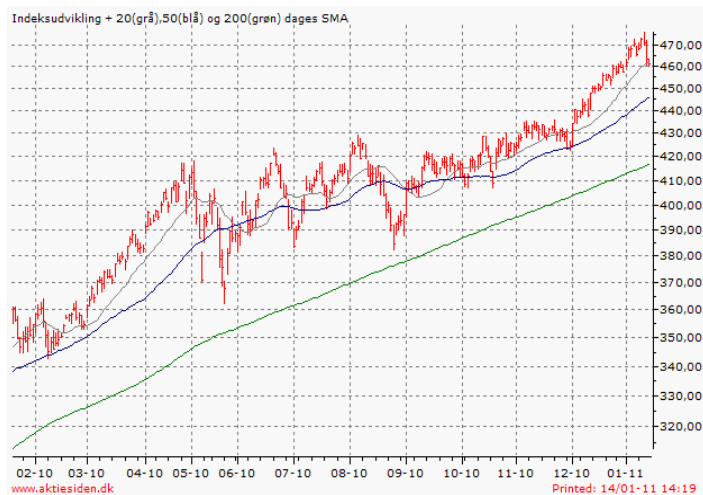
Side 15 – 16: Prognose for indtjeningen i C20 selskaberne i 2011

Næste udgave af Magasinet Aktieinfo udkommer 01-02-2011.



AKTIEKOMMENTAR

Børsen har fået en flot start på det nye år for Danmarks vedkommende som følge af en sprudlende start med pensionsopfyldningsordrer og købstilbuddet på **Danisco**. I Europa er der en mere vakkende optimisme, der styres af frygt og lettelse i skiftende omfang angående de svage Euro-lande og risikoen for et nedbrud i Euro-systemet. USA er en smule mindre optimistisk, men her er der fortsat stor begejstring omkring IT-aktierne på NASDAQ som spydspids.



Graf: C20 startede i fin stil men tabte siden lidt af kraften efter fald i Novo Nordisk.

De ydre påvirkningsfaktorer er ved at antage større styrke efter en meget sløv periode på markederne i anden halvdel af december. Kina's centralbank forhøjede juledag renten med 0,25 % og Yuan valutaen ser ud til at blive lempet angående restriktioner såvel som accept af en stigning i værdien over USD. Den høje vækst puster kraftigt til inflationen i landet.

Især fødevarerpriserne er stærkt stigende og i ny All Time High rekord. Jo fattigere man er, des større betydning og tydelighed. Samme mekanisme ses også omkring olieprisen men alvoren heri er trods alt mindre. Der er dog overhængende fare for yderligere stigning i priserne og konsekvensen heraf kan blive både pludselig opmærksomhed på denne glemte problematik, politisk uro (muligvis også i Kina) og stigning i renten som afledt effekt. Olie og metaller har også denne struktur uden tegn på neddæmpning af væksten i Asien og dermed et stop for det overophedede råvaremarked. Spekulativ kapital forstærker efter alt at dømme udviklingens tempo.

Renten anser vi for årets afgørende parameter for aktiernes udvikling, og her begynder tingene at flytte sig. Det gælder Kina's centralbank, mens det i vestlandene drejer sig om renten for obligationer. Fed, ECB og Bank of England er med fuldt overlæg bagefter og søger at udnytte renten maksimalt som opdriftsmiddel for økonomien. Der er decideret frygt for følgerne af en tydelig rentestigning, da ingen ved hvordan de finansielle markeder vil reagere. Alt går jo hurtigere end før, og aktørerne anser det for legitimt at tjene på enhver bevægelse uanset om det er op eller ned. Profit-spekulationen er blevet hæmningsløs. Siden 1. oktober er renten på obligationer kravlet op med ca. 0,8 % i Europa og USA på 10 årige statspapirer. Kina har forhøjet renten med 0,5 % og desuden strammet yderligere kvantitativt. Processen i Kina er kun lige begyndt, og renten er helt ude af trit med virkeligheden.

Mistilliden til de svage Eurolande spørger fortsat som en afgørende baggrundsfaktor. Nogen afgørende form for "commitment" fra de stærke landes side til ubetinget hjælp til de svage er ikke lanceret, og meget tyder på at Redningsfonden på 750 mia. € i virkeligheden allerede er ved at være brugt op. Disse gensidige tilsagn er jo kun eksisterende for de stærke landes vedkommende, da de svage har brug for hjælp og således ikke kan deltage forholdsmæssigt. En forhøjelse af rammen har derfor været på tale men uden accept fra tysk side (endnu). Den seneste "succes" for en minimal placering af statspapirer fra Portugal (1,25 mia. €) må qua sin (orkestrerede?)



absurditet anses for det stik modsatte. Jo større besværgelser des mere råddenskab. En svag Euro er derfor perspektivet udadtil, og EURUSD har da også tendens til svækkelse med 1,30 som niveau i øjeblikket.

Risikoen for problemer og muligvis direkte sammenbrud i banker i de svage Euro-lande er et korreleret perspektiv som udsagt spørger. Det er tabu. Hvis statskasserne er i dyb krise, kan man ikke redde bankerne i de pågældende lande – med mindre ECB griber ind og overtager opgaven inklusiv risikoen. Den faktiske udvikling ser ud til allerede nu at indebære store træk på ECB fra forretningsbanker i de svage lande, som her kan "funde sig" billigt og indirekte hjælpe den pågældende nation via det eksklusive sugerør.

Regnskaberne for Q4 bliver den vigtigste inspiration i den kommende tid. Det hele tager fart i den kommende uge selv om USA mandag har helligdag, Martin Luther King Day. Der er få Profit Warnings såvel som oplysninger om bedre end forventet udfald, og med moderne IT har de fleste selskaber godt greb om regnskabsføringen. Q4 er derfor formentlig forløbet som forventet uden spræl, men desværre også uden noget opsving i aktiviteten (omsætningen). Her har eksport- og metalindustrien i eksempelvis Tyskland og Sverige dog haft en fortsat god udvikling.

Vigtigere end selve tallene bliver de udsagn ledelsen fremlægger angående udsigten for det kommende år. Verdensbanken har præsenteret sine forventninger, der globalt taler om en vækst på 3,3 % mod et skøn for 2010 på 3,9 %, altså en lille neddæmpning. Asien er fortsat i front.

Umiddelbart ser det jo pænt ud, men officielle prognoser er per definition tandløse og bevidst stabile. Der er en række akkumulerede kræfter som truer grundforløbet i flankerne, så vidt vi kan bedømme forholdene. Minimal rentesituationen vil skifte, og de gamle I-lande vil opleve en belastning fra de store statsunderskud i form af placeringsbehov for obligationer. Likviditetsflommen i banksystemet skal styres. De spekulative kræfter på kapitalmarkedet er ude af kontrol og i evig jagt på kortsigtet profit med store prisudsving som resultat. Arbejdsløshed og boligpriser bestemmer de privates økonomiske dispositioner - en følsom situation. Går det godt, eller ramler noget pludseligt sammen? Verden forekommer holdt sammen af Gaffa-tape billedligt talt.

Take Over budet på Danisco har sat liv i markedet for at oplede andre opkøbschancer. Selskaber i dette felt omtales i en separat artikel i denne udgave, men aktørerne har fået et adrenalin-kick ved denne disposition. Selve kapitalindsprøjtningen får derimod næppe den store effekt, idet halvdelen af pengene går til udenlandske investorer. De store introduktioner af **Chr. Hansen**, **Pandora** og **TDC** har haft den modsatte effekt i det seneste år og mere udsalg er i vente. ISS ser således ud til at gå på børsen efter at et opkøb fra en kapitalfond synes opgivet. Offentligheden får dermed lov at lægge ryg til i stedet. Aktier er ingen mangelvare.

Boomet i råvarer og cykliske aktier har ikke væsentlig betydning i Danmark, da sådanne firmaer er få, eksempelvis **FLSmidth**. Beskyttelse af magten via A-aktier og fonde begrænser også muligheden for Take Overs. Derfor blev Danisco-effekten des mere virksom som en slags Wake Up Call.

Generelt "trænger" de fleste børser til en negativ modreaktion med Profit-taking og konsolidering før der er kraft til forsøg på et nyt løft. Aggressiviteten på investorsiden er imidlertid accelereret med rygdækning i sidste års pæne kursgevinster. Omvendt er risikoaversionen faldet, og aktørerne udviser tydeligt flokmentalitet ved at koble sig på andre og løbe med. The trend is your friend.

Robustheden blandt investorerne er derfor næppe så stor som kursniveauet i sig selv indikerer.



TAKE OVERS

Blækket på aftalen mellem **DuPont** og **Danisco** var ikke tørt, før medierne begyndte at gætte på, hvem der vil blive næste Take Over emne i Danmark. Finansmanden Asger Aamund har tilsluttet sig koret, men vil ikke sætte navn på emnerne. Med denne udtalelse inviterer Aamund indirekte til bud på Bavarian Nordic og NeuroSearch, som han har store kapitalinteresser i. Alt er jo til salg til den rigtige pris, og hvem vil ikke gerne sælge, hvis det kan ske til en pris med en bonus på 20-30% - hvilket er den normale præmie ved fremsættelse af et købstilbud. For at en handel er god, skal den imidlertid være god for begge parter, og det er ved inddragelse af dette aspekt, at feltet af danske Take Over kandidater indsnævres betydeligt.

Følgende selskaber kan betragtes som Take Over emner: **DSV, Vestas, G4S, GN Store Nord, NKT Holding, TORM, Bavarian Nordic, Thrane & Thrane, SAS, H+H International, B&O, PARKEN, Harboes Bryggeri og Royal Unibrew.**

De færreste investorer har midler nok til at kunne købe alle disse aktier, og derfor vil vi foretage en sortering, hvorved vi udvælger de fem mest sandsynlige Take Over kandidater:

H+H International (59,5) er vores topfavorit. Tyske Xella forsøgte for nylig med et bud på kurs 65 at "fiske" aktien på et tidspunkt, hvor økonomien i selskabet var presset. Vi anser afvisningen for korrekt set med aktionærøjne. Værdien bør kunne hæves af et nyt bud. Udfordringen består imidlertid af, at køberskaren er lille. Vi finder det sandsynligt, at Xella eller en anden mulig køber forhøjer tilbuddet til niveauet 75-80, hvilket vi betragter som en fair pris for begge parter.

G4S (23,84). Kapitalfonden KKR har været nævnt som en mulig køber med et bud på 31 kr. pr. aktie. G4S vil uden tvivl være en lækkerbissen for en kapitalfond, og vi anser et bud på G4S for meget sandsynligt. På baggrund af den nuværende kurs på 24 er en pris på 31 dog ikke sandsynlig. Vi forestiller os en budpris i niveauet 29 kr. pr. aktie.



GN Store Nord (52,1) er givetvis også i opkøbernes fokus. En køber kunne være en industrikoncern, der ønsker fodfæste på markedet for høreapparater, og hvor Headset-delen så vil blive solgt til anden side. GN Store Nord er for alvor ved at genskabe en god indtjeningssevne, og det kan trække købsprisen temmelig meget op. Normalt vil en køber betale 15 x EBIT-indtjeningen (I Daniscos tilfælde var der tale om 18 x EBIT), og her er der udsigt til en markant stigning i de kommende år. Hvis GN Store Nord skulle blive mødt af et Take Over bud, så forventer vi faktisk at det kan komme til at ligge helt oppe i 70-niveauet – en præmie på hele 34% i forhold til dagens kurs på 52. Det gør GN til en interessant aktie i år.

Thrane & Thrane (245) besidder en stærk teknologi, men der er så få aktører i branchen, at et Take Over kun er muligt, såfremt aktører fra andre brancher ønsker at komme ind på dette marked. Sandsynligheden herfor er efter vores vurdering stor, idet selskabets teknologiske stilling og markedsandel er absolut førende indenfor satellitkommunikation. Militær anvendelse udgør et voksende marked på grund af de vestlige landes (med USA i spidsen) stigende aktivitet i områder udenfor de gamle I-lande og dermed behov for sikker kommunikation og positionsangivelse. Forbedringen omkring sikkerheden vedrørende terror er således også en faktor som placerer T&T's produkter i en central rolle.

Vestas (183,4) har et så stærkt navn i vindmøllebranchen, at selskabet også må betragtes som en af årets mest sandsynlige Take Over emner. Vi forestiller os, at en håndfuld asiatiske industriselskaber har evnen og lysten til med et snuptag at erobre en førende position indenfor vindmøllesektoren. Udsigterne fremadrettet for Vestas er særdeles opløftende indtjenings- og omsætningsmæssigt, hvorfor et køb – set fra købersiden – skal gennemføres inden Vestas-aktien bliver for dyr. For nærværende er børsværdien af Vestas 36 mia. kr. Vi gætter på en EBIT-margin på 7% i 2011 svarende til rundt 3 mia. kr. i EBIT-resultat. En fair Take Over pris kan således anses at være niveauet 45 mia. kr. eller 25% over det aktuelle kursniveau svarende til kurs 225. Mon Vestas aktionærerne vil være tilfredse med at sælge til denne kurs?



Til de øvrige selskaber, som ikke er på vores Top5 liste, skal der knyttes følgende kommentarer:

DSV og NKT Holding er allerede ganske pænt prissat på Børsen, og vi ser ikke mulighed for at en køber kan optimere driften tilstrækkeligt meget til at kunne retfærdiggøre et køb med en præmie på omkring 20%.

SAS kan sandsynligvis også blive mødt af et Take Over bud. Problemerne hos SAS er den gamle og slidte flyflåde samt en dårlig økonomi. Styrken er derimod den stærke stilling i Norden og anvendelsen af København som Hub for videre flyvninger mellem Skandinavien og resten af verden. Lufthansa vil være en ideel køber, men set i relation til prisen vil det være positivt, såfremt også British Airways gør alvor af at udvise interesse. Økonomien hos flyselskaberne er dog stadig så svag, at man ikke skal forvente nogen stor præmie. Hvis der kommer en bonus på 10%, så tror vi det vil være det maksimale, og det mindsker interessen i at satse på denne aktie. Man må således vente på et dyk i børskursen og dermed en ny chance for en gevinstmulighed.

B&O har et særdeles stærkt Brand, men prisen er et problem, idet man kan købe bedre mærker hos konkurrenterne til markant lavere priser. Et køb af B&O er primært aktuelt for en af de bestående aktører i branchen, som kunne ønske sig Brandet, og hvor produktudvikling og produktion kan systematiseres og minimeres omkostningsmæssigt. Spørgsmålet er blot, om B&O allerede er sakket så langt bagud i konkurrencen, at en eventuel købspris ikke vil indeholde nogen nævneværdig præmie.

PARKEN Sport & Entertainment kan meget vel blive mødt af et købstilbud på fodboldklubben FCK, hvis den sportslige succes på grønsværen fortsætter. Henset til at fodbolddelen forventes udskilt i et separat selskab, muliggøres et frasalg og dermed en formodet stor goodwill til det børsnoterede selskab. En køber vil givetvis være at finde i kredsen af rigmænd med interesse for fodbold.

Inden for bryggerisektoren foregår der en centrering med færre men til gengæld helt store aktører. Det kan afstedkomme Take Over bud på bryggerierne **Harboe** og **Royal Unibrew**. Harboe er i princippet beskyttet af A- og B-aktiebegrænsningen, men selskabets direktør Bernhard Griese, der også repræsenterer ejerfamilien, er nået en alder, hvor et generationsskifte presser sig på. Hvorvidt nogen i familien ønsker at videreføre et aktivt ejerskab af bryggeriet, vides ikke. Det kan føre til en åbning og et salg af selskabet, såfremt det rigtige bud måtte komme. Royal Unibrew er ikke beskyttet mod udefrakommende bud, og selskabet vil kunne være et brohoved for en udenlandsk aktør, der ønsker at trænge ind på det danske marked. Merværdien for en køber er dog nok temmelig begrænset.

TORM er også medtaget på listen, men sandsynligheden for et Take Over bud er på kort sigt lille. Branchen lider under dårlig indtjening, og specifikt for TORM er ejerkredsen kendetegnet af de to græske storaktionærer. Kun hvis de signaler ønske om et salg, vil en eventuel køber byde ind. For nylig udtalte den norske storskibsreder, John Frederiksen, at en række rederier indenfor Tank vil gå konkurs i løbet af de næste par år. Derefter spår han kronede dage for de tilbageblevne rederier, hvor hans eget Frontline i så fald vil være interesseret i opkøb. Branchen skal nok bløde i endnu nogen tid, men så kan Take Over bud forekomme, og her er TORM en mulighed.



FARVEL TIL DANISCO

Alt under solen har sin tid. Danisco's æra er nu ved at være skrevet færdigt som dansk børsnoteret selskab. Dermed forsvinder et af de gamle "tantepapirer" af typen **DFDS, Carlsberg, Danske Bank, A.P. Møller – Mærsk**. En Blue Chip aktie. **DuPont** tilbyder at købe selskabet for en aktiepris på 665 DKK svarende til 5,8 mia. USD, hvoraf 0,5 mia. USD udgøres af den medfølgende gæld. Fremkomsten af dette Take Over bud må ses i naturlig forlængelse af frasalget af Sukker til **Nordzucker** for et par år siden og samarbejdet med DuPont angående udvikling af enzymer og processer for bioetanol. Det byggede på den forudgående indlemmelse af det afgørende selskab, **Genencor**, der foregik i et par trin via først Cultor-købet i 1999 (halvpart) og efterfølgende i forbindelse med en gensidig tilbudsrunde for Exit i partneren **Eastman Chemicals** frasalg af sin halvpart og dermed en periode som fuldt ejet datterselskab hos Danisco, idet den ikke ejede rest af aktier også blev købt op.



Adm. direktør Tom Knutzen har skabt værdier for Danisco og dets aktionærer.

Historien

De Danske Sukkerfabrikker (1872) fungerede i rollen som den konstante cash cow og dermed rygraden i den Danisco (II) koncern, som man dannede i 1989 ved fusion af Sukkerfabrikkerne, Spritfabrikkerne (formelt fortsættende selskab) og Danisco (I udgaven). Ideen om at opbygge en ledende dansk fødevarerkoncern fusede dog fuldstændigt ud trods frasalg af maskinsektoren, ingeniørforretningen, papir og specialemballage mv. Tilbage blev til sidst kun Ingredienser, der stammede fra det oprindelige Danisco (I) med Grindsted Products som kerne. Her er der så købt og købt. Via **Cultor** (Finnish Sugar) fik man ejerskabet i Genencor (USA), som har udviklet sig til en bred virksomhed inden for enzymer, mens de ambitiøse amerikanske ideer om Biotech Pharma måtte fases ud.

Succes eller fiasko for Danisco (II)? Finalen er med budpræmien (25 %) flot som den slags nu en gang skal være for at lokke aktionærerne til at sælge, men det må vel mere korrekt betegnes en smuk begravelse. For aktionærerne har de 20 år været en langtrukken skuffelse som næppe vil kunne indskrives som en positiv præstation i dansk erhvervshistorie som udtryk for dynamik og godt købmandskab. Fint så det hele tiden ud og formalia med indre orden sikkert vel udført, men profit, vækst og værdiopbygning for ejerne har skuffet, så vidt vi kan bedømme forløbet. Især køb og salg af virksomheder har været medvirkende hertil.

Overtagelsestilbuddet

DuPont's bud vil næppe blive overtruffet af andre, hvilket dels beror på oplysninger om en forudgående decideret proces i flere måneder omkring alternativer og dels DuPont's særlige interesse i bioetanol-projektet med den indsigt man her har opnået og stor vilje i indsatsen fremover på feltet. Prisen er traditionelt fastlagt som børskurs plus en præmie, der blev på 25 %. Bestyrelsen i Danisco bifalder buddet. Formålet ser især ud til at være adgang til Genencor, hvor bioetanol-enzymene nu vil komme under fuld kontrol. Man satser langsigtet og fordelen ved at købe i den nuværende næsten-færdig-situation er, at goodwill værdien er uklar pga. begrænset størrelse af salget indtil videre. Første generation bioetanol på grundlag af foderafgrøder står nu over for et



interessant skift til Anden Generation med organisk affald af mange typer og dermed et bredere og billigere råstofinput. Det giver behov for bedre redskaber (enzymer og processer) i produktionen. Håbet er, at hele markedet bliver mange, mange gange større i løbet af få år, men risikoen for skuffelse følger med i dette "game". El-biler må ses som det vigtigste alternativ, der vil kunne forandre hele bil-tankegangen og løse/forandre CO₂ udfordringen såvel som klare den faktiske forureningsbelastning af luften inde i byerne.

Planen for processen er angiveligt, at der efter en godkendelse hos de danske myndigheder vil blive fremlagt et tilbudsdokument, og tidsmæssigt tales om afvikling i andet kvartal, dvs. april-maj må det formodes. Vi forventer ingen afbræk omkring andre bud, frafald fra DuPonts side eller modstand fra myndighederne omkring denne forandring.

Danisco – hvad skal der ske fremover?

Attraktionsværdien er klart Genencor, dvs. enzymer i bred forstand og dermed en form for "naturlig kemi" i modsætning til syntese-proceskemi baseret på kulbrinter mv. Her udgør bioetanol det store vækstpotentiale. Vi har i relation til **Novozymes** tidligere fremført meget usikre skøn omkring størrelsen af denne mulighed. Dimensionen set i forhold til det nuværende samlede marked for enzymer er formentlig en 3-5 dobling i en kapacitetsvurdering af investeringsbehovet. For nærværende kan bioetanol skønnes at stå for knapt 20 % af det samlede enzymmarked. Volumen for brændstofanvendelse kan dermed blive muligvis 25 gange den nuværende afsætning. Potentialet er enormt men afhænger af succesfuld teknologisk udvikling og praktisk drift sammen med lovregler (krav, afgiftsfordele) og kapløbet med alternative løsninger i form af el-biler og andre nyskabelser. CO₂ hypotesen og den herpå baserede politik er der næppe nogen der vil true før om mange år. Risikoen ved at basere en forretning på politisk betinget positiv særbehandling er naturligvis altid til stede, men det er legitimt for virksomheder at levere til og udnytte enhver tids samfundsbestemte foranstaltninger. Tænk ikke på om det nytter, men om du tjener kassen.

Genencor (ca. 35 % af den nuværende Danisco koncern) må påregnes at blive styrket og opprioriteret med det langsigtede udviklingspotentiale for øje. Dermed må Novozymes imødesee en styrkelse af konkurrenceevnen og udholdenheden fra sin største modpart såvel som en markant styrkelse af kapaciteten økonomisk til investering i de nødvendige anlæg. Her kan det desuden tænkes, at DuPont ikke vil anse sig begrænset til kun at levere "processtoffer" men direkte eller indirekte engagere sig i produktion af anden generation af bioetanol, altså integration. Risikoafvejning er vigtig på dette punkt, herunder aftaler med olieselskaber om afsætningen.

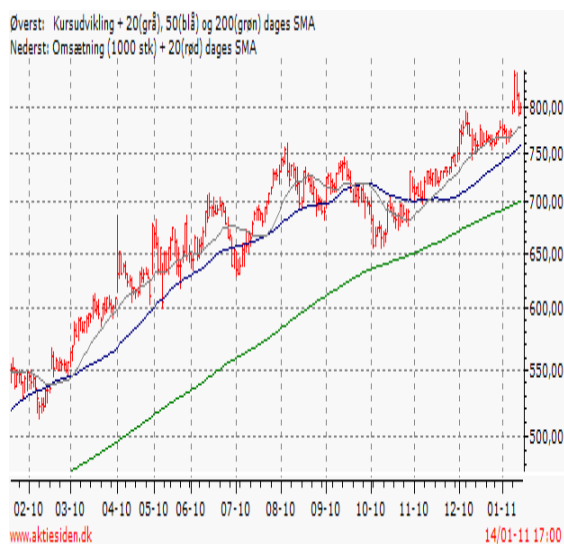
Danisco (Ingredients) er den anden del, som udgør ca. 65 % af koncernen før frasalget. Fremtiden her er mere uklar, da det er en sammensat forretning med bred tilstedeværelse og fokus på fødevarer. Indtjeningen er fornuftig men ikke udtryk for nogen toppræstation. Tæt samarbejde med kunderne fra starten i deres udvikling af nye produkter er en central metode, hvor individuelle hensyn udgør en afgørende parameter, der så efterfølgende kan udløse salg af ingredienser til de pågældende nye produkter. Det akkumulerer viden og kompetence hos Danisco til brug i anden sammenhæng i det omfang der ikke kræves eksklusivitet i en periode. I overgangsfasen vil man sandsynligvis berolige og søge at holde på dygtige medarbejdere og kunder, men en eller anden reform må påregnes efterfølgende.

Novozymes – hvad betyder ændringen?

Den danske koncern er absolut ledende inden for enzymer med en markedsandel på cirka 50 % og teknologisk helt i front med et fuldt dækkende produktsortiment. Selskabet er dobbelt så stort som Genencor, hvilket har vægt pga. stordriftsfordelene i udviklingsindsatsen mv. Omvendt kan nye, heldige og dygtige aktører formå at erobre en niche takket være opfindsomhed og patentbeskyttelse, hvorfor der er udsigt til et fortsat fragmenteret marked. Væksten i efterspørgslen er generelt høj og overstiger BNP, ligesom stabiliteten i afsætningen er pæn og priskonkurrence normalt foregår behersket uden lyst til at spolere markedet fra udbydernes side. Hver stoler på sine egne evner og håber på fælles fodtrin. Enzymernes vægt i de samlede omkostninger hos kunden er lav som en fordel.



Med DuPont's fulde indtog bliver enzymbranchen "blåstemplet" af en af de store kemikoncerner, og andre aktører kan tænkes at gå i samme retning, hvilket dog bliver svært pga. få store etablerede aktører og generelt skuffende resultater hos mange af de mindre firmaer trods alle mulige lovende produkter. I praksis er det nemlig tidskrævende og dyrt at oparbejde salg af nyheder, hvilket er nødvendigt, da "head on" konkurrence med de etablerede fabrikanter af kendte former for enzymer på forhånd er udsigtsløs. En ny udbyder skal kunne tilbyde forbedrede produkttegenskaber.



Graf: Novozymes fik umiddelbart medvind på baggrund af købstilbuddet på Danisco.

DuPont's offensive strategi i købet af Danisco er klart at placere sig stærkt inden for enzymer. Der må derfor påregnes indledt en massiv indsats i produktudvikling i den løbende drift for at udvikle virksomheden og erobre markedsandel. Det vil sige, at Novozymes må imødesee en udvikling i de næste 20-30 år med DuPont som største konkurrent og formentlig tab af markedsandel hertil over tid. Succes og fiasko i udviklingsarbejdet vil dog få afgørende betydning. Desuden bliver det vigtigt, hvilken strategi

DuPont vil forfølge inden for 2G bioetanol, idet man muligvis selv vil producere færdigvaren og ikke kun levere enzymerne, der jo skal være bredt dækkende pga. dårligere og mere varierede råvarer end rene og veldefinerede foderafgrøder.

Samlet er transaktionen således negativ isoleret betragtet for Novozymes. Et positivt aspekt er der dog også, nemlig såfremt DuPont nu satser så massivt, at bioetanol hurtigt gøres til et kommercielt anvendeligt produkt med hurtig dannelse af et marked. Den lange indarbejdsfase, der ellers må påregnes, kan så blive undgået. En stærk udbyder vil nemlig se en fordel i at forcere udviklingen.

Chr. Hansen – hvad betyder ændringen?

Overlappet er også relevant for Chr. Hansen, hvor det dog drejer sig om Ingredienser med kulturer som det mest klare fælles område (udgør 15 % af hele Danisco). Selv om Chr. Hansen er Lillebror målt i størrelse, så er stillingen og præstationsevnen langt stærkere end Danisco's inden for mejerierorienterede produkter. Man står stærkt i sin niche som specialist, mens Danisco har karakter af generalist (One stop supplier) inden for ingredienser til fødevarerindustrien.

Spørgsmålet er, om DuPont vil fastholde Danisco's forretningsfelt eller tilpasse det væsentligt. Frasalget kan ændre strukturen i branchen, hvilket normalt vil pege i retning af hårdere konkurrence på langt sigt. Umiddelbart betragtet kan ejerskiftet i Danisco ikke anses for at rumme nogen positiv vinkel for Chr. Hansen. I første omgang må der formodes at komme et vakuum pga. uklarhed, som kan være til gavn for de andre udbydere, herunder Chr. Hansen. Fremtiden er nu ukendt for Danisco's forskellige segmenter og et eller andet vil der jo ske omkring små aktiviteter i en stor koncern. Derfor mener vi, at anden runde hos DuPont bliver vigtig, og det vil muligvis vare et til to år før en afklaring lanceres.





INTEL (21,08) I TOPFORM

Torsdag aften efter det amerikanske marked var lukket kom IT-giganten Intel med regnskab, og dermed blev den amerikanske regnskabssæson for alvor indledt. Og Intel leverede varen og lidt til.

Regnskabet for Q4 var sammen med helårsregnskabet de bedste i Intels historie. Der var tale om rekord i salg og indtjening. Intels størrelse gør, at man kan anvende selskabet som en proxy for, hvordan den globale økonomi udvikler sig. Og i den henseende var de efterfølgende kommentarer fra selskabets administrerende direktør virkelig opløftende. Paul Otellini forventer nemlig, at 2011 kan blive endnu bedre.

I 2010 omsatte Intel for 43,6 mia. USD (+24%) med en bruttomargin på 66% (+10 %-point) og med et nettoresultat på 11,7 mia. USD (+167%). Overskud pr. aktie lød på 2,05 USD (+75%). Det frie cash-flow beløb sig til ikke mindre end 16,7 mia. USD. Virkelig imponerende tal. Den stærke udvikling i cash-flowet understøtter troen på, at Intel vil udlodde pæne udbytter samt fortsætte opkøbet af egne aktier også i 2011.

Aktien steg i eftermarkedet med 2,2% til kurs 21,75 USD, men faldt tilbage fredag. Aktien handler til en P/E på blot 10,6. Ser man på kursudviklingen over det seneste år, er aktien steget fra en bund i august ved 18 til det nuværende kursniveau. Men set over året er der tale om en flad kursudvikling, hvilket kan undre taget den flotte indtjening i betragtning. Dette skyldes givetvis aktiens størrelse, idet der skal meget til at løfte en gigant med en markedsværdi på 121 mia. USD. I takt med investorernes øgede risikoappetit foretrækkes mindre selskaber, der har bedre chance for at performe.

Intel sender et klart signal: Det går fremragende, og det kommer tilsyneladende til at gå endnu bedre. Vi finder det sandsynligt, at aktien vil kunne løfte sig med ca. 10% i løbet af i år. Men det vigtigste er, at det går godt for IT-industrien, og at der er en vilje til blandt verdens virksomheder til at investere i ny teknologi. Det vidner om tro på fremtiden. Intels regnskab løfter troen på, at vi får en række flotte regnskaber fra USA (og siden Europa og Danmark).

ASTRA ZENECA (317,6 SEK)

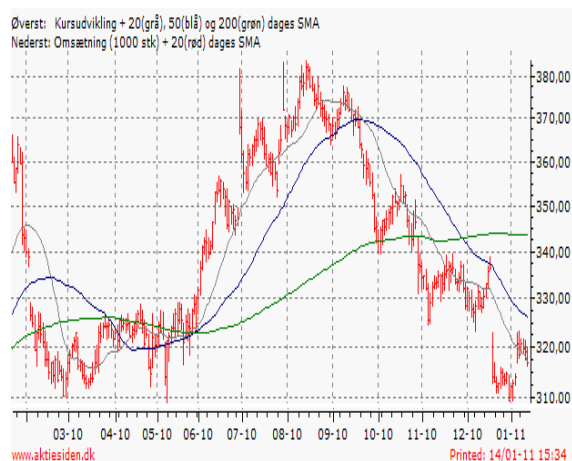
Virksomheden er en ledende europæisk baseret medicinalkoncern med en meget bred dækning af præparater. Forretningen er veldrevet med stærk fokus på udvikling af nye produkter. Indsatsen i forskning og udvikling beløber sig til 13 % af omsætningen, og pipelinen består af 103 projekter. I 2009 indledtes forsøg med 20 nye stoffer i mennesker, hvoraf to var biologiske og 18 kemiske. Indtjeningen er særdeles høj, mens nettogælden er af begrænset størrelse. Immaterielle aktiver er store målt i forhold til egenkapitalen. Trods den flotte indtjening og de generelt gode udsigter har aktien sammen med den øvrige etablerede medicinalbranche været sat i skammekrogen. Investorerne har foretrukket andre og mere hurtigløbende aktier.

Måske er tiden dog snart igen inde til medicinalaktier, idet flere af de "store" er blevet så billige, at der er tale om regulære udbytte-aktier. Den multinationale svensk-engelske koncern forekommer at være en af de mest interessante aktier af denne type. Omsætning og indtjening er vokset støt, ligesom firmaets pipeline af nye udviklingsprojekter er bred. Senest er godkendelsen af det nye præparat Brilinta til blodfortynding dog blevet forsinket i godkendelsen hos FDA i USA, selv om produktet er godkendt i EU, men ellers forløber det godt med produktudviklingen.



Kravene til ny medicin er høje, og selv de store koncerner må derfor købe eksterne projekter. En anden vej frem er samarbejde med andre store aktører, og her har AstraZeneca således gjort sin entre inden for Diabetes II sammen med **Bristol-Myers Squibb** med produktet ONGLYZA.

Indflydelsen af få storsælgende produkter er vigtig for den interne dynamik og med hensyn til indtjening. Samtidig må det konstateres, at konkurrencen og tidspresset med udløb af patentdækningen indebærer, at skift i betydningen mellem behandlingsområder løbende finder sted.



Graf: AstraZeneca har ikke haft gavn af det stigende aktiemarked sidste år. Det burde kunne sikre en Rebound i aktien.

Selve forretningens drift som helhed er vigtig, da det udgør transformationsmekanismen der forvandler teoretiske opskrifter og rettigheder baseret på forskning til penge. På det punkt fremstår AstraZeneca som en yderst dynamisk og effektiv butik med systematisk indsats for at optimere præstationen uden at hvile på laurbærrerne. Tilsvarende er man dygtig til at håndtere optimeringen af sine produkter rent indtjeningsmæssigt. Et vigtigt mål er at udnytte de nye markeder uden for de gamle I-lande. Andelen af omsætningen skal fordobles fra 13 til 25 % i løbet af de kommende 5 år.

Derimod er det vanskeligt at vurdere genialiteten i købet af **MedImmune** i 2007 til en pris af 15,6 mia. USD med kontant betaling. Heldigvis svarer det kun til to års overskud efter skat. Satsningen er langsigtet i lighed med hele tankegangen. Rammerne for den ønskede udvikling styres ud fra de store linjer, hvor fragang og tilgang af patentbeskyttede produkter indgår som de afgørende kampmidler. Evnen til at opnå succes må anses som høj, og den kendte pipeline af mulige nyheder burde kunne forhindre økonomisk "udtørring" i de næste 5-8 år. Imidlertid er konkurrencen hård med mulighed for at andre firmaer erobrer nogle af de nuværende gulfugles marked. Det er spilleregler. Som investor, der ser på tingene udefra, drejer det sig om en vurdering af om terapiområderne er spændende, om ledelsens dømmekraft er god, og om de teknisk-kommercielle evner er i orden. Efter vores vurdering er evnen til innovation og udrulning i salg glimrende. Tilpasninger er en naturlig del i en så stor koncern, men det har beskedent omfang. Her er Astra Tech nu sat under lup med henblik på et muligt frasalg, hvilket kan medføre en pæn gevinst.

Indtjeningen i 2010-11 ser ud til at stabilisere sig på det flotte niveau, der blev opnået i 2009, før en ny og formentlig mere kontinuert stigning kan komme i gang. Generisk konkurrence er sammen med juridiske stridigheder om rettigheder og brugernes erstatningskrav de vigtigste risici. I det seneste kvartal er der således foretaget en hensættelse på 473 mio. USD til dækning af krav omkring Seroquel (psykofarma produkt).

Aktien er ufattelig lavt prissat med en markedsværdi på 65 mia. USD, svarende til to års omsætning. Til sammenligning handles Novo Nordisk til 6 gange sin omsætning, idet børsværdien er nået op på niveau med AstraZeneca. P/E ligger på kun ca. 8. Udbytteafkastet sidste år var 5,3 % (16,84/317 SEK), og det stiger år for år. Kurs/Indre værdi forholdet er 2,7. Anbefalingen er derfor langsigtet køb. Tiden giver endnu ikke medvind. Interessen for aktien er lav, hvilket skyldes at de professionelle lykkeriddere er optaget af at udnytte andre chancer. Det kan derfor tage lidt tid før pendulet svinger ud til fordel for AstraZeneca igen.





E.ON (23,84 €)

Selskabet er en af Europas største virksomheder inden for el og naturgas. Et rigtigt energibundt. Opkøb er foretaget i andre EU-lande og Rusland, mens Tyskland er tilpasset ved frasalg af blandt andet højspændingsnet. A-kraft udgør 24 %, naturgas/olie 30 % og kul 36 %, mens vindkraft kun står for 2 %. Naturgas (E.ON Ruhrgas) er den anden del inkl. pipelines, herunder deltagelse i det nye Østersø-projekt med direkte levering Rusland-Tyskland. Udvinning af energi er begrænset men ønskes øget.

E.ON er en blanding af forsyningsvirksomhed med elværker og naturgas inklusiv distributionsnet i varierende omfang. Udviklingen af reglerne for offentlig kontrol og regulering med sigte på liberalisering har ført til et opbrud i strukturen. Værdien heraf i form af højere effektivitet og priskonkurrence synes dog tvivlsom, men politiske principper er jo umulige at standse. For el-selskaberne og deres aktionærer er det derfor positivt profitmæssigt - uanset ideen er modsat. De stærke vinder altid, og kunderne sidder i saksen hos leverandøren med et konstant behov for ydelserne, uanset om det er energi, vand, tele eller affald.

Langsigtet satsning i form af de bedste investeringer i anlæg, infrastruktur, opkøb og aftaler om leverancer er afgørende. Planlægningshorisonten er lang og derfor gælder det om at opnå stabile forhold af myndighederne og for sin egen del at være forudseende - uden at være alt for progressiv, da det i reglen ikke betaler sig.

Håndteringen af CO₂-spørgsmålet forløber tilsyneladende særdeles godt. Ledelsen har meddelt, at man påregner allerede i 2020 at have halveret udslippet målt i forhold til basisåret, 1990. Atomkraft i Tyskland har af regeringen fået forlænget levetid for anlæggene, men gevinsten herved søges dog begrænset ved en særskat. For E.ON er der udsigt til en gevinst. En anden vej til CO₂ forbedring er satsning på nye anlæg med gas som brændstof. Vedvarende energi er under kraftig udbygning med vindmøller på havet som en synlig markering. I Sahara deltager man i et stort projekt med solenergi, ligesom der satses på overførsel af teknologi til andre lande, hvorved CO₂ forbedringen tilregnes E.ON selv. I praksis drejer det sig om at håndtere selskabets kul og brunkuls elværker, og forspringet burde give voksende kontant bonus i form af salgsværdien af CO₂ kvoter.

Ideen om gevinsten ved større konkurrence har brudt branchens integrerede organisation op, men grundlaget er jo det samme, og parallelle el-systemer er ikke hensigten. Så det hele er blevet søgt implementeret ud fra en teoretisk, formel tankegang i modstrid med realiteterne. Det kan derfor kun gå godt, hvis de fastlagte rammer i praksis sikrer selv de dårligste overlevelse. Dermed forkæles udbydere, dvs. de tidligere lokale monopoler – Big is beautiful. Branchen ser ud til at have fundet metoder til at klare sig glimrende, og man er ikke truet af nye udbydere som tilfældet er inden for mobil-telefoner i forhold til denne sektors tilsvarende gamle netværksmonopoler.

Regulering, tilladelser, krav og priskontrol indgår som instrumenter i den tilsigtede offentlige styring. Konsekvenserne er imidlertid tvivlsomme, og intet tyder på at selskaberne lider overlast mht. indtjening. I praksis er selskaberne i den tunge vægtsklasse mere kolleger end konkurrenter. E.ON har således klaret en stor del af EU's krav om reduceret indflydelse i Tyskland ved at bytte sig til andele i andre lande. Omkring A-værker, rørsystemer, terminalanlæg og udvinning af råstoffer indgår der i reglen konsortier. Risikoen ved disse 30-50 år lange projekter giver behov for spredning.

I stedet er der fremkommet et finansielt præget børsmarked for el og naturgas på engros plan, hvilket ligner udviklingen i USA. Her fremkom muligheden for Enron-skandalen netop herved. For E.ON's vedkommende er denne aktivitet i voldsom ekspansion trods et meget stort omfang allerede. Groft anslået handles 10 gange så store mængder som kraftværkerne bruger, mens omsætningen af strøm er mere rimelig i dimension. Gevinsten er foreløbig fin, men risikomæssigt er det et aspekt som må tages alvorligt – om end ingen aner, hvor godt eller galt det vil gå.



En plan for koncentration og forbedring af driften er ved at være gennemført. Desuden er kapital frigivet i 2010 fra salg af aktiviteten i USA, ligesom aktieposten i Gazprom blev afhændet med en gevinst på hele 2,5 mia. €. I 2009 købte E.ON en andel på 25 % af Yuzhno Russkoye gasfeltet i Nordsibirien. Det er hensigten at dække ca. 20 % af Ruhrgas' salg fra egne kilder. Ideen i at investere Upstream i råstoffer er dog dårlig pga. meget høje energipriser og udsigt til CO₂-begrænsning fremover.

Offensive satsninger er på vej i form af nye A-værker i England sammen med konkurrenten RWE. Flydende naturgas (LNG) er en ny råvareadgang som kan blive attraktiv for E.ON, da et spotmarked er ved at udvikle sig med karakter af over/underskud. Her kan E.ON supplere, da man har kontrol over efterspørgsel og lagre. Hertil kommer så bygning af nye, miljøvenlige kraftværker med kul, gas, affald mv. som brændstof og vindmøller.

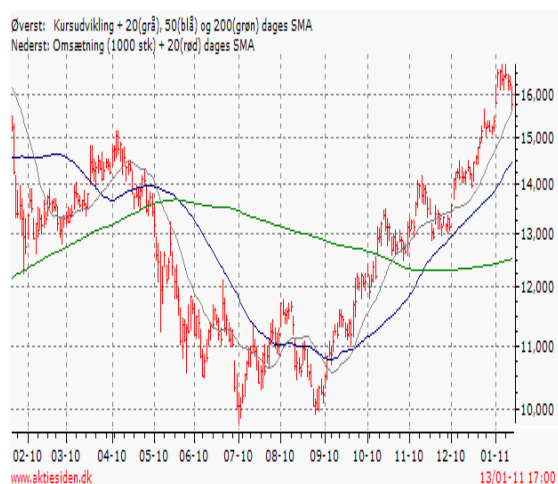
Selskabets markedsværdi på 44 mia. € (328 mia. kr.) betyder, at det er et tungt papir med karakter af anlægsplacering. Udbyttebetalingen på 1,5 € giver da også et flot direkte afkast. Indtjeningsevnen har været påvirket af mange ekstraordinære poster, men fra i år må der forventes mere stabile forhold. P/E tallet ligger helt nede på 6-7, og indre værdi beregnet for 2010 kan ansættes til 22,5 €. Aktien ligger forholdsvis svagt. Forklaringen er sandsynligvis, at investorerne foretrækker hurtigere heste i det kraftigt stigende børsmarked. Vi ser den egentlige risiko placeret i Trading-aktiviteten med energikontrakter. Aktien udgør en interessant placeringsmulighed, herunder som alternativ til obligationer.

ALCOA (15.97 \$)

Traditionen tro er Alcoa det første store selskab med præsentation af kvartalsregnskab i USA. Som følge af et snævert virkefelt med følsomhed over for prisudviklingen på metallet og energi er det dog vanskeligt at bruge oplysningerne som en direkte indikator. Her må man mere tage bestik af informationer om mængder og ledelsens vurdering af udsigterne. Budskabet er i år, at man formoder, at markedet i 2010 totalt er vokset med 13 %, mens der for 2011 påregnes +12 % i volumen. Forbruget af aluminium påregnes fordoblet i 2020 i forhold til dagens omfang.

Ledelsen er således optimistisk, og hele tre anlæg genopstartes nu svarende til 200.000 ton i ekstra kapacitet årligt, hvilket dog kun delvis vil nå at indgå i 2011.

I sig selv har Q4 imidlertid haft et noget skuffende forløb angående mængderne, der stagnerer eller stabiliserer sig som det måske bør udtrykkes i et mere positivt ordvalg. Specialiserede produkter har fortsat fremgang som et lyspunkt (+ 9 % opgjort i tons for hele året). Det andet og måske vigtigste positive signal findes inden for halvfabrikata, Alumina, der afspejler det første trin i forarbejdningen og dermed udtrykker råvaren i mere isoleret forstand. Her vokser mængden, og priserne udvikler sig også positivt med højere indtjening til følge. Det store omsving fra tab til rimelig profit kommer dog fra den primære aluminiumsproduktion.



Afdækning med kontrakter udgør en udjævningsmekanisme, og Alcoa har faktisk først i Q4 fået skub i indtjeningen for alvor, hvilket må betragtes som en forsinkelseseffekt. Indtjeningen pr. aktie i Q4 blev på 0,25 USD, og det svarer faktisk til hele årets resultat. I 2009 tabte man 1,23 USD pr. aktie. EBITDA marginalen for Q4 blev på 13,8 %. Vi beregner overskudsgraden (EBIT) til 7,3 % i Q4/10.

Cash flowet er også først nu kommet på gлед med samme dominans af Q4. Besparelser omfatter også lav aktivitet med investeringer, hvor niveauet i 2010 blev på 1,0 mia. USD (1,6). Her er der en forsinkelse af beslutningernes gennemslag pga. de store



projekter med op til flere år i udførelsen. I dansk relation er det påtænkte smelteværk i Vestgrønland således sat på Standby og må vente på bedre tider. Ideen er at benytte billig vandkraft.

Samlet ser det ud til at Alcoa nu kan få gavn af de forbedrede afsætningsforhold og prisstigning på aluminium (2.465 USD pr. ton) giver plads til god indtjening selv om det omfattende energiindkøb sker til høje priser i øjeblikket. Her er man delvis dækket af.

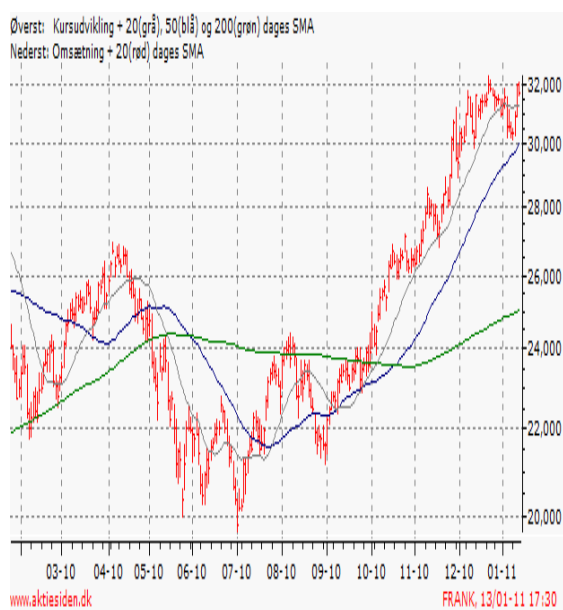
Konjunkturforløbet bestemmer efterspørgslens udvikling, og her er den høje vækst i Asien (Kina) afgørende for udsving i lagrene og dermed påvirkningen af prisen på metallet. Opdrift er klart til stede fra andre metaller som kobber, og den generelle interesse for anvendelse af aluminium pga. let vægt, anvendelighed og holdbarhed mod korrosion giver en konstant positiv trend i efterspørgslen.

For 2011 estimerer vi en stor fremgang i omsætningen (+19 %) til ca. 25 mia. USD som kombination af pris og volumen sammen med en højere overskudsgrad. Et nettooverskud i størrelsen 1,2 mia. USD burde være opnåeligt. Det svarer til EPS 1,07 USD, da mængden af aktier er udvidet.

Aktien har haft svært ved at rejse sig igen og genopretningen er først langsomt ved at slå igennem på selskabets økonomi. Langsigtet er prisen formentlig OK som indgangsniveau, men udsving kan pludselig indtræffe pga. baggrundsforholdene med de ustabile råvarepriser, der hersker i disse år med voldsom spekulation på råvarebørserne. Som producent er Alcoa med sine investeringer og faste omkostninger i en situation med en form for indirekte gearing (Leverage effekt) og derfor påvirkes aktien ofte kraftigt. Hertil kommer så muligheden for mismatch i afdækningen, der udløser tab eller gevinster i regnskaberne i uventet grad pga. værdiregulering.

THYSSEN KRUPP (30,7 €)

Koncernen hører med sine 177.436 medarbejdere til de største i EU, hvor ca. 60 % af aktiviteten foregår. Resten er spredt ud over en række lande, og relativt forskydes vægten i retning af en mere global orientering. Der blev i sommeren 2010 indviet et nyt stort stålværk i Brasilien til 5,2 mia. € med en kapacitet på 5,0 mio. ton pr. år, der skal levere halvfabrikata (såkaldte slabs) til Tyskland og USA som en afspejling af denne udvikling. I USA investeres desuden kraftigt for at udnytte mulighederne på dette marked inden for stål og selskabets speciale, rustfrit stål.



Genopretning af aktivitet og præstationsevne har kendetegnet regnskabsåret 2009/10, der sluttede 30-09. Bruttoavancen er forbedret markant, og dette beløb er stort set røget videre igennem til driftsresultatet. Overskudsgraden blev på 4,2 %, og der er således langt op til det pæne niveau (7 %) inden Finanskrisen ramte med stor brutalitet. Forrentningen af egenkapitalen var pæn med 10,0 %.

Krisen sætter dog også andre markante aftryk. Bagsiden af medaljen er fortsat store værditab for de store ordninger med pensioner, hvor forpligtelserne vokser pga. den lave rente. Efter skat er reguleringen i år negativ med 647 mio. € (-716), og det er således af et omfang der ligger tæt på hele årets overskud (927 mio. € inkl. minoriteternes andel og netto 824 mio. €).



Valutareguleringer gav en helt anden påvirkning med +483 mio. € (-44), men her råder tilfældighedernes spil jo, mens pensionerne udgør reelle forpligtelser.

Cash Flowet har ikke fulgt sidste års pæne fremgang, der foregik via neddrogning af driftskapitalen trods et stort underskud. Gælden er derfor vokset til netto 3,8 mia. € fra 2,1 mia. €, men i forhold til den bogførte egenkapital (netto) på 8,5 mia. € er det fortsat udtryk for en beskeden gearing på 1:0,45. Investeringerne er ellers reduceret til 3,4 mia. € (4,0), hvilket skyldes de store projekters lange tid til opførelse. Udbyttebetalingen blev pga. krisen skåret drastisk ned fra 1,3 € men løftes igen forsigtigt fra 0,30 til 0,45 € pr. aktie.

Ledelsen anvender udtrykket behersket optimistisk omkring udsigterne. Man påregner en stigning i omsætningen i det nye regnskabsår på hele 10-15 %, men råvareinput udgør en svingende faktor, som man ikke er herre over. Mineselskaberne har strammet betingelserne, således at prisen på jernmalm reguleres flere gange i løbet af året, og dermed opnår de mulighed for større andel i en eventuel positiv udvikling. Set fra stålindustriens side er det naturligvis tilsvarende negativt, men magtforholdet er i favør af mineselskaberne i øjeblikket. Efterspørgslen giver et Sælgers marked.

Indtjeningen påregnes at stige kraftigt fra driften, og prognosen kan efter vores beregning udmøntes i et forventet nettoresultat på ca. 1,25 mia. € svarende til en fremgang på hele 50 %. Opgjort pr. aktie er vores estimat således 2,8 € (1,77).

Aktien er tilbage på nøjagtigt samme kursniveau som sammenbrudspunktet i september 2008 med en pris lige over 30 €. P/E er ved 30,9 € ca. 11. Udsigten er positiv med konjunkturudviklingen i centrum på godt og ondt. I lighed med metalindustrien har man fordel af den høje aktivitet uden for USA og Europa, hvorfor udviklingen i disse lande vil bestemme markedsforholdene fremover. Anbefalingen er Hold.

UDVIKLINGEN I AKTIEINFOS LANGSIGTEDE MODELPORTEFØLJE

2010 blev et mærkværdigt år på aktiemarkedet med et afkast der for vores models vedkommende "kun" gav 11 %. C20 fik en fuldstændig abnorm præstation med +35 %, hvor Novo Nordisk aktien (+89 %) bidrog med broderparten med grundlag i gentagne opkøb af egne aktier, der fortsatte uanset hvor høj aktiekursen blev. DAX fik en kursgevinst på 16 %, mens Stox50 indekset faldt med 5 % med finansielle aktier som belastning. Kursudviklingen i årets første par uger har heldigvis blæst i vores retning med et forspring på ca. 5 %.

Situationen primo 2011 er således et meget højt kursniveau på det danske marked, hvilket synes endnu mere udpræget end forholdene i de nærmeste lande. Dog findes tilsvarende akkumulerede toppe ligeledes for aktier i den svenske metalindustri og IT-selskaber på NASDAQ. Kendetegnende for strukturen er, at det er de tunge papirer som er i front, hvilket er udtryk for en "the trend is your friend" tankegang og adfærd på investorsiden. Down Side Risk ignoreres ud fra motivet om at opnå afkast, hvorved aktiekurserne bugseres højere og højere op. Minimale renter virker som drivkraften bag dette, og spørgsmålet er derfor, hvor længe der er gas til at holde varmluftsballonen oppe?

Vi forsøger at følge en mere forsigtig politik, hvilket desværre har medført et relativt lavt afkast sidste år. Strategien går ud på at satse på selskaber med stor indre styrke og dermed robusthed under den modgang som før eller siden vil ramme markedet ubarmhjertigt. Købskriteriet er derfor en blanding af høj indre styrke i forretningen og økonomien sammen med attraktiv markedskurs på tidspunktet for købet. Vilklårene herfor vil i det lange løb være afgørende for udfaldet af enhver investeringsbeslutning. Hvor gunstigt man slipper ud, aner



ingen på forhånd, men det er påkrævet at købe under gunstige vilkår set ud fra en langsigtet betragtning - ellers vinder man aldrig.

Fred. Olsen Energy blev solgt igen i december med en god gevinst. Branchen er blevet ramt af BP's uheld i Mexico-Golfen med et afbræk og delvis afmatning af markedet for boreplatforme. Højere krav til kvalitet synes at blive konsekvensen i praksis sammen med skrapere regler og dyrere forsikringer. Vi lurer ikke på at genkøbe aktien, da et tilbagefald næppe er på vej i børskursen.

Papirbranchen er blevet en ny satsning, og her forløber udviklingen positivt med flere tegn på solid fremgang i de kommende år og ligeledes større opmærksomhed omkring aktierne i branchen. Nogen storstilet bølge af penge er dog endnu ikke set på vej ind i disse aktier, men en famlende form for "Unbelief" fase ser ud til at være tilfældet. Porteføljemanagers skal have mere sikkerhed før de vil kaste sig over nye typer af aktier med arme og ben. Vi overvejer derfor at trimme os ned via et frasalg af Stora Enso (70,0), således at de to andre selskaber, SCA (110) og Norske Skog (15,1), kan få lov at forblive i porteføljen i lang tid med mulighed for at kunne udvikle sig positivt for alvor.

TORM (40,4) og Vestas (179) er under vurdering mht. supplement, ligesom andre Tank-aktier kan komme på tale i det depressive marked – men den optur kan jo ikke forventes straks efter et køb og dermed testes tålmodigheden hos os selv og vore kunder. Alt for tidlig indgang virker derfor belastende.

Alm. Brand (12,4) er en anden interessant mulighed, idet aktien ligger og fordøjer den store tegning (1:9 á 10 DKK). Vores mål for aktien vurderet er her og nu lige over 15 DKK med mere på sigt. Køb er gennemført til en kurs tæt på 12,0.

Pronova (9,9 NOK), som vi vil bringe en omtale af i næste udgave af Magasinet Aktieinfo, er en interessant aktie, hvor usikkerheden har sendt børskursen i knæ. Sandsynligheden for en pæn optur skal dog rykke nærmere og øges for at legitimere et køb.

PROGNOSE FOR P/E 2011 FOR C20 SELSKABERNE

Her ved starten af det nye år har vi lavet estimater for indtjeningen hos de 20 største børsnoterede danske selskaber. På baggrund heraf har vi udregnet forward P/E for 2011. Som det fremgår er der markant forskel mellem de dyreste aktier målt på P/E og de lavest prissatte aktier. Den absolut dyreste aktie er Novozymes, mens A.P. Møller – Mærsk er den klart billigste. I og med at et P/E tal omkring 15 synes at være medianen i en normal fase af en investeringscyklus, kan det konstateres, at danske aktier er relativt højt prissat. De aktier, der allerede hører til blandt de dyreste, altså eksempelvis Novozymes, Novo Nordisk, GN Store Nord, Coloplast og Pandora er sjovt nok også de aktier, som analytikerne har flest købsanbefalinger på. Dette faktum bør give anledning til at visse advarselsslamper tændes. Fordi en aktie allerede er steget i værdi, er det ikke ensbetydende med at den blot skal fortsætte med at stige i værdi.



Selskab	Børsværdi 06-01	Estimat 2011 i mia.	P/E 2011(E)
Novozymes	54 mia. kr.	1,8 mia.	30
Novo Nordisk	388 mia.	15,3 mia.	25,4
Danisco	31,4 mia.	1,4 mia.	22,4
NKT	7,2 mia.	0,34 mia.	21,2
GN Store Nord	10,6 mia.	0,5 mia.	21,2
Demant	24,4 mia.	1,15 mia.	21,2
Coloplast	34 mia.	1,7 mia.	20,0
Chr. Hansen	15,5 mia.	0,8 mia.	19,4
Pandora	46 mia.	2,4 mia.	19,2
DSV	25,2 mia.	1,35 mia.	18,7
Carlsberg	86 mia.	5,0 mia.	17,2
Vestas	36,5 mia.	2,25 mia.	16,2
FLS	28,1 mia.	1,75 mia.	16,0
Topdanmark	12,7 mia.	1,0 mia.	12,7
Nordea	247 mia.	20 mia.	12,4
Danske Bank	102 mia.	9 mia.	11,3
Tryg	16,8 mia.	1,5 mia.	11,2
Sydbank	11,5 mia.	1,2 mia.	9,6
A.P. Møller	224 mia.	25 mia.	9,0

Generelle informationer:

Aktieinfo Danmark ApS og vore skribenter kan ikke drages til ansvar for rigtigheden af de nævnte oplysninger i magasinet Aktieinfo, 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. Aktieinfo og dets ansatte kan have aktier i selskaber, som omtales i magasinet. Vi anbefaler altid læserne at rådføre sig med et pengeinstitut eller en børsmægler forinden der disponeres. 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. Magasinet er til personligt brug og må ikke videredistribueres til tredjemand.

