



Redaktion Lau Svenssen og John Stihøj

INDHOLD:

Side 2 - 6: Aktiemarkedene i 2013: Traditionen tro bringer vi i årets sidste udgave af Magasinet Aktieinfo et bud aktiernes muligheder i det kommende år. Vi opstiller to scenarier, hvor det ene omfatter en videreførelse af dette års gode udvikling på aktiebørserne. Det andet scenarie ser på, hvordan det vil gå, hvis realøkonomien sejrer. Det er enten-eller efter vores vurdering. Den bløde mellemløsning findes ikke.

Side 7: Cockpit - Stockpick: Fokus på de vigtigste begivenheder i første halvdel af december – nyheder som kan få betydning for finansmarkedene fremadrettet.

Side 8 - 18: C20 aktiernes muligheder i 2013: Vi vurderer de enkelte C20-aktier baseret på et skøn for selskabernes udsigter for 2013. Vi kommer med et bud på retningen for de enkelte aktier næste år.

Side 19 - 21: Dette års tabere – næste års vindere?: Kan nogle af de aktier med størst kursfald i år komme stærkt tilbage i 2013? Læs vores subjektive gæt herpå. Som noget nyt har vi sammensat en portefølje af aktier, som vi mener har gode chancer for at outperforme den generelle udvikling på den danske aktiebørs.

Næste udgave af Magasinet Aktieinfo udkommer 15-01-2013

Vi ønsker vore læsere en Glædelig Jul og et Godt Nytår.

Tak for samarbejdet i 2012.



AKTIEMARKEDERNE I 2013

Udtrykker de kraftige kursstigningerne igennem 2012 på 10-30 % og det hermed opnåede høje kursniveau, at et opsving i realøkonomien er forestående (afslutning af krisetiden), eller er aktierne kommet helt ud af trit med realiteternes verden? Er der ryddet op i problemerne fire år efter Finanskrisens udbrud (september 2008), og hvordan flyder den gevaldige pengeflom fra stater/centralbanker videre ud i samfundet? Penge er der jo nok af - ja, alt for mange - men de befinder sig i en slags ringe med udgangspunkt i centralbanken. Det giver bankerne mulighed for at tjene en god avance ved i eget regi at købe obligationer og aktier eller finansiere kundernes handel, mens det derimod kniber med at få gang i rigtige udlån.

Basalt set befinder de gamle I-lande i Vesten sig i en usikkerhed situation, hvor private er forsigtige pga. dårlige beskæftigelsesforhold og et svagt ejendomsmarked, ligesom virksomhederne har bremsset op for investeringer. Man holder på pengene. Det er en likviditetsfælde, hvor der er masser af penge, men ingen tør tage fat med hverken forbrug eller investeringer. Den minimale rente virker ikke som tiltænkt, idet der er en meget, meget stor risikopræmie pga. dyb usikkerhed omkring fremtiden. Krisen for statsgæld i en række lande i EU har samme årsag - manglende tillid på nationalt plan.

Bank of International Settlement har netop her i december udsendt en advarsel angående risiko for en sekundær recession. I vurderingen anføres problematikken med en stor pengeflom, der er placeret i banksystemet med ledsagende risiko for kurstab kombineret med så lav rente, at det ikke vil være muligt at stimulere yderligere via denne parameter. Man har overbelastet brugen af rentevåbnet. I-landene står med ryggen mod muren. Vi er helt enig med BIS i denne alvorlige advarsel.

Usikkerheden ved tærsklen til 2013 er stå stor, at vi i år opdeler vores syn på aktiemarkederne i det kommende år to forskellige scenarier: 1) en "positiv udvikling", hvor aktieoptimismen vinder, og 2) et "negativt forløb", hvor realøkonomien sejrer, og aktiemarkederne så kan blive udsat for et decideret eksogent chok.

Tidshorizonten i disse betragtninger er året som helhed, men som påpeget angående den dybe usikkerhed, kan der indtræffe et omskift undervejs. Eksempelvis kan det tænkes, at optimistisk fremdrift vil fortsætte i det meste af første halvår som en trend fra 2012, hvorefter det hele ramler sammen i andet halvår.

Fælles perspektiver for 2013

Alt kan jo ske, men nogle forhold er på forhånd lagt fast, eller der skal findes en form for løsning (bundne opgaver). Tilsvarende kan man identificere nogle trusler/muligheder på forhånd.

USA skal have løst Fiscal Cliff opgaven for at undgå en dramatisk opbremsning (-4 % af BNP er effekten). Det må formodes at gå igennem med den sædvanlige støj i form af politisk markering uden nogen dybere mening. En ny regering skal udnævnes i USA, og her er en ny finansminister en vigtig post (Geitner fortsætter næppe). Ben Bernanke i Fed formodes at tage to år mere frem til 2014 - selv om det jo ikke formelt er en regeringspost. Væksten i USA er ved at vinde styrke (2013E: +2,5-3,5 %). Jobsituationen ser ud til at kunne blive forbedret, og boligmarkedet viser også tegn på positiv tendens. Investeringerne i erhvervslivet er en faktor som gerne skal drejes tilbage i positiv retning igen for at få gang i sagerne igen. USA ser således ud til at kunne udvikle sig positivt i det kommende år. Som en gældsplaget stormagt er man dog følsom over for fortsat inflow af penge fra Asien.

Kina udskiftede sin ledende komite i november, men der er ikke udsigt til store forandringer af den grund. Man kan bygge på rekordtid i landet, men den politiske udvikling finder sted i gåsegang. Spørgsmålet drejer sig om, hvorvidt boligboblen/kreditboblen i landet kan forblive indesluttet i en langsom proces nedad, eller det hele ramler sammen og påfører landet en chokoplevelse, som aldrig tidligere er set. Stimulering af økonomien for at øge væksten er dog grundforløbet efter en neddæmpning, hvis omfang er en officiel hemmelighed. Kina er en



Joker med negativt fortegn. Hvis landet også rammes af en nedtur, vil det kunne påvirke resten af verden kraftigt, idet penge vil blive trukket hjem, og renten vil dermed kunne stige. Råvarepriserne er et andet område som påvirkes stærkt af efterspørgselen fra dette land.

Japan er i recession for 5. gang, men stagnation er blevet en generel situation, så det er blot en mindre overskridelse til den negative side (-3,5 % for BNP regnet år/år i Q3). Valg til Underhuset afholdes 15-12, og her har socialisterne en chance for at overtage magten fra det LDP. Socialisterne ønsker en ekspansiv finanspolitik. En svækkelse Yen kan derfor blive konsekvensen, men det vil blive hilst velkommen af eksportindustrien. Positiv påvirkning af andre lande synes at være perspektivet fra Japans side, som ellers følger en isoleret tilværelse.

OPEC-landene med de muslimsk dominerede stater i Mellemøsten i front er midt i en opbrudsfase, hvor politik og muslimsk religion er filtret sammen. Den indre kamp i landene må forventes at blive skærpet og brede sig til flere lande. Olieprisen er under pres af voksende produktion af både olie og naturgas (også af skiffergas), og Vestlandene er på vej til at kunne undvære import fra disse lande. Asien er deres fremtidige kunder, og de vil næppe lade sig hundse rundt med. Alt ændrer sig.

Asien, Latinamerika og BRIK-landene (Kina er dog allerede omtalt ovenfor) har generelt god fremgang og forbedrer den indre dynamik. Indien har haltet lidt, men der er vel håb om, at det kun er midlertidige vanskeligheder. Spredning af økonomisk fremgang (fx Next 11 landene) viser, at det indre momentum i den globale økonomi driver udviklingen fremad trods krisen.

EU sidder fast i et hængedynd. Gældskrisen er jo i virkeligheden et tillidsproblem. Vi har mistet selvtilliden i det europæiske integrationsprojekt, og de svage lande risikerer at ryge ud ad bagdøren. Grækenland har næste deadline i marts måned. Ingen vil tage ansvaret for at smide landet ud af Euro'en, og derfor strammer man garnet så meget, at grækerne til sidst må give op, standse betalingerne for statens vedkommende og anmode om en total gældssanering. EU vil for enhver pris undgå, at "smitten" breder sig til andre lande. Irland og Portugal er små lande med genopretningen i fuld gang. Spanien søger at snige sig til særlig hjælp for at undgå EU-krav, der vil sætte regeringen under administration. Italien er sammen med Spanien det andet afgørende land i "Europas bløde underliv" (Churchill's udtryk der blev brugt i de to verdenskrige). Euro-gruppen skal således sørge for at holde de to store lande inde og fri fra angreb, hvilket også vil beskytte Frankrig, der heller ikke har nogen særlig sund økonomi og ellers vil stå som næste mulige patient. Magtfordelingen vil så tippe helt over i tysk favør, og Euro-projektet vil for alvor blive truet af kollaps.

Tyskland skal afholde valg til parlamentet i september. Angela Merkel må prøve at undgå den skæbne som alle politikere i Europa må affinde sig med: utilfredsheden er så dyb, at den til enhver tid siddende regering ryger ud, uanset om der findes et bedre alternativt eller ej. Forandring fryder – eller rettere sagt: det udtrykker desperation for at skaffe nyt håb.

Vi forventer, at Euro'en vil kunne opretholdes - bortset fra Grækenland, som selv må beslutte sig for en Exit. Realistisk set vil en gældssanering koste formentlig 150-180 mia. € (60 % discount), hvortil kommer tilsagn om løbende tilskud til landet fra hele EU i 8-10 år fremover (gæt: 30 mia. € pr. år). Der er således tale om et væsentligt beløb. Det politiske kunststykke består i at genoprette tilliden i resten af Euro-gruppen efter en sådan amputation, herunder at få nedbragt risikopræmierne på statslån udstedt af andre svage Euro-lande. En holdbar løsning skal snart gennemføres.

Positivt scenarie: Aktiestigningerne bekræftes ved at økonomien følger med op

Igennem 2012 har aktierne næsten alle steder udviklet sig markant positivt (DAX +28 %). Et positivt scenarie kan derfor betragtes som en videreførelse af den faktisk igangværende udvikling. Videreførelse vil derfor være det mest naturlige udfald, da "markedet altid har ret".



Det gælder om at gætte rigtigt på det fremtidige forløb, og generelt kan man sige at tidshorizonten i denne uendelige, kontinuerte gætteproces er 6-9 måneder fremad.

En afgørende støtte for et positivt forløb for aktierne er renteforholdene, der isoleret bedømt tilsiger et meget højt P/E tal og dermed høje aktiekurser. Det sker ved brug af den såkaldte Fed model. Her udregnes P/E-kvoten som en kapitaliseringsfaktor, der skal afspejle den reciprokke til renten. Ved en rente på 2 % kan et teoretisk niveau for P/E udregnes til 50 (1:0,02) før risikopræmie. Hvis risikopræmien fastlægges til 1,5-2,0 % p.a., bliver en fair P/E dermed 25-28. P/E-niveauet varierer kraftigt både mellem selskaber og lande, og eksempelvis kan man for store europæiske selskabers aktier skønne tallet til pt. at ligge på ca. 13 regnet for indeværende års forventede indtjening. Hvis indtjeningen presses ned ad eller svigter totalt, ændres situationen straks, og følgelig kræver et positivt aktiemarked stigende indtjening i selskaberne. Derfor fokuserer aktiefolk altid på udsigterne for vækst.

Indtjeningen er generelt robust i de store selskaber, som indgår i de ledende aktieindeks. Det afspejler dels deres markedsposition (Brand value og ledende markedspositioner i nichemarkeder, hvilket er udbredt for store danske firmaer) og dels et godt greb fra ledelsens side over drift og økonomistyring. Væksten er derfor afgørende, og de store selskaber står i stampe – selv om man forventer fornyet generel vækst fra et opsving i konjunkturforsøholdene. Men hvornår sker det?

Efter en udvikling med Smartphones i front som efterspurgt produkt, er der nu udsigt til anden bølge med billigere udstyr fra flere udbydere på samme tid. Det burde medføre volumenvækst for sådanne produkter samtidig med at der åbnes op for andre nye produkter hos den førende udbyder, **Apple**. Aktiemæssigt har IT/High Tech været drivkraften bag opturen til 3.000-punktet for NASDAQ indekset. Formentlig vil 4G-udstyr give grundlag for mange nyskabelser i den mobile online verden, og det vil ligeledes kunne gavne netværksejernes situation (teleselskaberne).

Fornyet lyst til privatforbrug kan tænkes hjulpet frem af tre faktorer: tidsfaktoren med behov for udskiftninger af varer og tjenesteydelser, forbedret jobmæssig tryghed pga. stigende beskæftigelse (USA er i spidsen) og endelig stabilisering og begyndende opgang på boligmarkedet. Fortsat lav rente er Fed's medicin, og man har "lovet" at fortsætte den linje indtil arbejdsløsheden er bragt ned på 65, % (7,7 % ved seneste opgørelse). Det er afgørende for aktiehumøret, at renten forbliver meget lav. Rentestigning vil nemlig kunne ramme mange steder på en gang.

Politisk er der næppe flere skud tilbage i bøssen til gavn for erhvervslivet. Den svenske nedsættelse af selskabsskatten med virkning fra 01-01-2013 er endnu et eksempel på en forandring med positiv værdi for selskaberne og dermed aktierne. Men der er ellers ikke grund til at forvente rygvind fra den side.

Generelt gælder det for børsmarkedet, at en løbende styrkelse af økonomien i samfundet og af selskabernes forhold virker værdiskabende for aktierne. Take Overs er også fortsat en faktor med indflydelse på markedet, da de viser at de store selskabers ledelser fortsat ser positivt på fremtidsmulighederne og ønsker at konsolidere deres markedsposition. Samtidig bekræfter det, at aktiekurserne ikke er for høje, idet man jo typisk betaler en overpris på 15-20 % i forhold til den gældende dagskurs før et købstilbud.

Såfremt dampen holdes oppe på børsmarkedet uden ødelæggende negative angreb, kan der tænkes at komme gang i aktiveringen af de store likvide reserver, som selskaberne holder i baghånd pga. usikkerheden. Med andre ord vil disse penges ejere føle sig tvunget til at skifte strategi, og der vil indtræde en generel forbedring af stemningen, hvorved risikopræmierne reduceres markant, og følgelig vil man kunne acceptere at betale højere P/E-kvoter for aktierne. Hvis aktierne på overbevisende måde er i stand til at fortsætte en positiv trend, kan det fungere som en selvforstærkende mekanisme. Der kan blive kastet for mange penge ind i markedet af operatører, som er i stand til at låne næsten gratis hos centralbankerne, og følgelig føler de sig parat til at satse opadgående for hele tiden at være klar til at kunne sælge alt ud, da det er kortsigtede dispositioner.



Negativt scenarie: Aktierne braser sammen, og realøkonomiens pessimisme får overtaget

Aktiemarkedene befinder sig mindre end 10 % fra All Time High i Vestlandene. Der er et stort gab til virkelighedens forhold "ude i samfundet". Samfundsøkonomien er slået markant tilbage, og denne nedtur er endog modvirket kraftigt af statsunderskud og ekstrem lempelig rentepolitik. Nul-renter kombineret med inflation i størrelsen 2-2,5 % giver negativ realrente, men end ikke den fordel er stor nok til at kunne sætte økonomien i gang. Alle venter og venter, mens man sparer op (afbetaler gæld). Selskabernes investeringer er nu også genstand for nedreguleringer i stort omfang, hvilket understøtter at erhvervslederne er blevet forsigtige. Meningsundersøgelser om stemningen (PMI, ISM tal) viser også et udbredt sortsyn, og det samme gælder for forbrugerne. Lyspunktet på denne side kommer fra USA, hvor der begynder at ske en positiv drejning.

Tallene for omsætningen har i de sidste par år haft lige så stor opmærksomhed som indtjeningen, idet alle spejder efter tegn på vækst. Det venter vi fortsat på. Derimod klarer de fleste selskaber sig pænt indtjeningsmæssigt takket være stram styring. I topklassen har selskaberne fordel af brand-beskyttelse og lav konkurrence. I 2012 er der dog sket en udvikling med negativ drejning af indtjeningen, som ikke længere stiger. Det fremgik tydeligt af Q3 dataene trods mange krumspring for at camouflere dette faktum. I mellemløbet (ofte underleverandører) er man udsat for hård konkurrence, hvor de store koncerner med styrke i brands og færdigvarer løber med gevinsten. Det forklarer den store fokus på Blue Chip selskaberne, mens interessen for det næste lag af ellers udmærkede virksomheder har svært i gang sætte en positiv udvikling for aktiekurserne. Virkningen fra kunstgreb som nedsættelse af selskabsskatten er overstået, og formentlig kommer der en modsat indsats for at imødekomme vælgeres utilfredshed med forskellen til personbeskatningen. Erhverv er blevet forkælet på bekostning af personskatterne. Det indledende skridt er skattejagt hos multinationale selskaber i mange lande (og medier). I Danmark strammes reglerne således nu for kapitalfonde og andre som benytter avancerede skattestrukturmodeller. Selv i USA er skatteoptimering ved at udvikle sig til et etisk dilemma for selskaberne, og konsekvensen vil naturligvis blive en højere reel beskatning. Indtjeningen vil dermed blive reduceret.

Det kan konstateres, at kvaliteten af aktiverne i virksomhederne og dermed egenkapitalens værdi og robusthed – aldrig har været mere skrøbelig. Immaterielle aktiver udgør en voldsom andel i mange selskaber, hvilket afspejler at det ene selskab har opkøbt det andet for så selv at blive overtaget osv. Bæreevnen for opkøbene beror på lav rente og kreditadgang baseret på et højt cash flow i driften, hvilket kræver høje overskudsgrader og moderat konkurrencepres. Selskaberne er følsomme over for eventuelle negative afbræk udefra.

Renten er en afgørende faktor for at holde optimismen oppe. Renten misbruges som "et gratis tryllemiddel" i den økonomiske politik, og derfor er det næsten sikkert, at renten ikke stiger før det er absolut uundgåeligt – og så vil det til gengæld kunne gå voldsomt for sig, da alle og enhver vil indse perspektivet. Der føres ikke forsigtig, proaktiv pengepolitik af centralbankerne, men man fokuserer udelukkende på at hjælpe økonomien i gang med størst mulig kraft for at imødekomme det politiske pres - og centralbankers chefer refererer jo til politisk valgte organer trods formel uafhængighed. Spørgsmålet er, hvornår kæden hopper af – sker det først i 2014 eller i 2015?

To indikatorer er værd at hæfte sig ved. For det første er omsætningen på børsmarkedet slet ikke i overensstemmelse med kursniveauet, idet et højt niveau normalt udvikles under høj omsætning. Omsætningen er halveret i år, og i Norge mener Dagens Næringsliv, at volumen er sat tilbage til 2003 i omfang. Det andet må betegnes som et uforståeligt adfærdsfænomen: Kina har været den vigtigste drivkraft siden vestlandene afsporede økonomisk i 2008, men aktiemarkedet i landet afspejler på inden måde begejstring eller høj vækst med tilhørende profit. Tværtimod er aktierne nede i et hul, og investorerne synes mere interesseret i at spekulere i køb af ejerlejligheder end i aktier med produktion som grundlag. Ikke godt.

Endelig udgør olieprisen en voldsom belastning af økonomien alle steder – bortset fra de olieeksporterende lande selv naturligvis. I-landenes forbrug falder med ca. 0,5 % om året som udtryk for denne bremsende effekt.



Hvis kurverne knækker på aktiemarkedet, vil de store børser kunne udvikle sig parallelt og med stor hastighed. På finansmarkederne jages gevinster uden nogen skånsel, og tilsvarende søger alle at springe over bord så hurtigt som muligt, hvis trusler dukker op. Enhver er sin egen lykkes smed.

Konklusion – enten-eller

Vi har prøvet at fremlægge to diametralt modsatte scenarier, og faktisk mener vi alvorligt, at det er en enten-eller situation. Markederne fastholder en positiv trend, og man kan derfor prøve at udnytte denne bærebølge i det omfang man tør. Det vil så indebære en væsentlig likvid reserve, der ikke kan opnå noget rimeligt afkast pga. den lave rente. Det er et tab som må accepteres for at beskytte formuen mod værre ulykker. Samtidig skal man være årvågen og parat til at hurtigt geare ned, hvis der for alvor opstår risiko for et drastisk afbræk i kursernes udvikling, således at den positive trend standses og vendes til en nedtur eller en mudret stagnationsfase.

I 1813 gik Staten Danmark bankerot, og pengesystemet blev omlagt. 200 året herfor kan blive spændende, og heldigvis må vores land denne gang anses for godt rustet med sin indre stabilitet, hvis afgørende punkt er borgernes accept af en uskreven "samfundspagt". For Europa og hele vores vesteuropæiske samfundsform kan en eller flere tilfælde af fallit og gældssanering af statsmagten i et land dog indtræffe og kræve reetablering. En ny struktur i samfundet for statens rolle som fællesskabets platform (samfundspagt) kan blive tilfældet. Ved nedbrud i et samfund vil aktiernes attraktionsværdi ligge i deres natur som repræsentant for real aktivitet i de pågældende virksomheder. Aktier vil blive mere værdsat end tvivlsomme statspapirer. Dette videre perspektiv understreger vanskeligheden ved at vurdere fremtiden. Visibiliteten er lav, som mange topchefer beretter fra deres skrivebord, men sådan er verden nu en gang skruet sammen. Ingen har lovet os, at det skal være let.

"This time is different" høres ofte blandt børserfolk i tider med glade dage på børsen. Erfaringerne viser, at det ikke er sandt. Økonomiens reale indhold bestemmer, og det afspejler sig i cykliske bevægelser, konjunkturbølger.

Emne	Faktisk værdi 12-12-12	Pessimist	Optimist
		Ultimo 2013E	Ultimo 2013E
C20	502	380	575
S30	1.109	900	1.300
DAX	7.590	6.000	8.300
Dow Jones	13.248	11.000	14.500
NASDAQ	3.022	2.400	3.500
Nikkei	9.581	8.500	11.000
Bund 10 år	1,32	1,50	2,25
US 10 år	1,65	1,75	2,50
CIBOR 1 år	0,76	1,00	1,50
EURUSD	1,30	1,20	1,35
Brent	108	80	110

Forklaring: Vores gæt er opdelt i to scenarier som følge af dybgående uklarhed om vejen ud af den anspændte økonomiske situation.



COCKPIT – STOCKPICK

Nedenfor vises en liste over udvalgte nyheder fra de sidste to uger. Der er tale om nyheder og signaler, som kan være betydningsfulde. Det er en form for fragmenter, som investorer må samle op og prøve at vurdere angående brugbar anvendelse ud fra den pågældendes eget synspunkt og eksponering i aktier.

Danske forhold:

Harboes Bryggeri sænker forventningerne. Dårligt sommervejr sammenholdt med fragang af en stor kunde i Nordeuropa samt selskabets egen beslutning om at stoppe samarbejdet med visse kunder pga. for små marginer angives som årsag. I positiv retning trækker udviklingen i salget på internationale markeder. Resultat før skat nedjusteres med 10 mio. kr. i forhold til den oprindelige Guidance.

FLSmidth får ny topchef. Jørgen Huno Rasmussen træder tilbage i løbet af 2013. Ny topchef bliver tyskeren Thomas Schulz, der skifter fra konkurrenten Sandvik. FLSmidth har i Huno Rasmussens tid som CEO udviklet sig fra 10 mia. kr. i omsætning til 25 mia. kr., og underskud er vendt til store overskud.

Lundbeck har indirekte fået godt nyt omkring produktpipelinen, idet Bristol Myers Squibb valgte at stoppe udviklingen af et præparat rettet mod Alzheimers. Flere andre konkurrenter har i år også indstillet lignende projekter. Det er godt nyt for Lundbecks bestående Ebixa-produkt. Lundbeck har desuden bekræftet, at man selv fortsætter arbejdet med at videreudvikle et eget projekt mod Alzheimers, som er i fase II.

BoConcept sænke prognosen for 2012/13. Hidtil har ledelsen forventet en salgsvækst på 5-7 % og en stigning i driftsresultat på 5 %. Nu ventes der en uændret udvikling i forhold til sidste regnskabsår.

Genmab har modtaget en milepælsbetaling på 2 mio. kr. fra Janssen vedrørende Duo Body platformen.

SAS forventer en positiv EBIT-margin på 3 % for regnskabsåret 01-11 til 31-10-2013. I 2014/15 ser ledelsen mulighed for at løfte EBIT-margin yderligere til 8 %.

Internationale forhold:

Nokia har lavet en Sale-Lease-Back aftale på koncernens hovedsæde i Espoo. Salget indbringer 170 mio. €.

Honeywell, USA, har købt firmaet Intermec. Samtidig meldes om forventning til salgsvækst på 4-5 % næste år og EPS på 4,75-4,95 USD.

Reserve Bank of Australia har i et forsøg på at kickstarte økonomien valgt at sænke landets officielle rente med 0,25 % til 3,0 %. Det er det samme lave niveau som i perioden april-oktober 2009.

ECB sænker prognosen for væksten i Euro-zonen. I 2013 er der jf. ECB udsigt til en vækst mellem -0,9 og +1,4 %.

Den amerikanske arbejdsløshed viser tegn på forbedring. Arbejdsløsheden er faldet til 7,7 % fra 7,9 %.

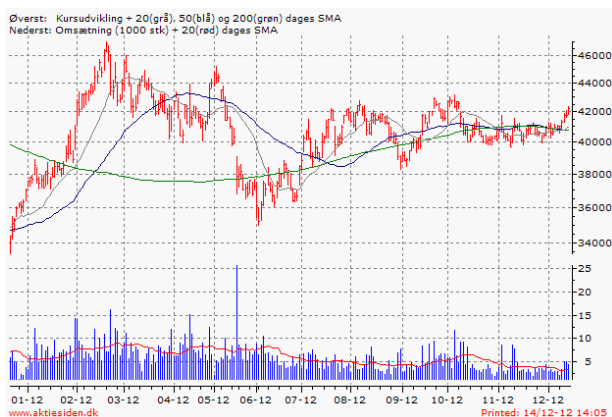
Rentemødet i den amerikanske centralbank: De ekstremt lave renter fastholdes på ubestemt tid indtil arbejdsløsheden falder til 6,5 %. Operation Twist forlænges ved samme lejlighed, idet FED ad denne vej vil tvinge de lange renter ned og de korte op. Det skal ske gennem månedlige køb/salg på op til 45 mia. USD.

Italien: Lederen af den italienske teknokratregering, Mario Monti, vil træde tilbage næste år. Han er udlandets garant for, at Italien bevæger sig den rette vej i genopretningen af landets troværdighed og økonomi. Silvio Berlusconi, der har et stort ansvar for landets moralske, har samtidig bebudet, at han stiller sig til rådighed som ny leder af landet.



DISKUSSION OG ET GÆT PÅ C20 AKTIERNES UDVIKLING I 2013

A.P. MØLLER - MÆRSK (42.040) – Børsværdi 180,2 mia. kr. →↑



Koncernen er inde i en periode med lav interesse fra investorernes side. Der savnes udsigt til fremgang på kort sigt, da olie & naturgas er inde i en nedadglidende fase omkring mængderne. Det vil først vende i 2014-15 og så igen stige op mod 400.000 tønner olie i døgnnet i årene 2018-20. Hovedområdet Maersk Line og det tæt tilknyttede APM Terminals kæmper sig langsomt frem i et besværligt marked. Ledelsen forsøgte på den første kapitalmarkedsdag at se bort fra Containerforretningen og i stedet betone potentialet i nogle af de andre segmenter (olieproduktion, drilling, havne), mens der ikke tildeltes Upside

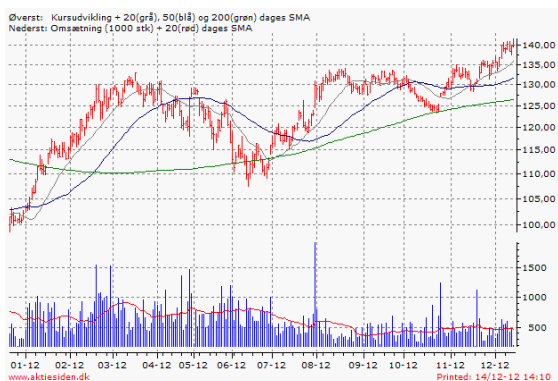
opmærksomhed til Dansk Supermarked og Danske Bank. Endvidere er Tank næsten håbløst.

Mærsk Mc-Kinney Møller døde i april i år. Ane Mærsk Mc-Kinney Ugglå er nu den centrale topfigur på ejersiden med fondene som kerne. I første omgang må det vel konstateres, at strategien er en ren forlængelse af de lagte linjer og rammer - men med en drejning væk fra den nu afdøde skibsreders dybe commitment til Maersk Line. Man vil i stedet investere mere kortsigtet og profitorienteret, hvilket drejer pengene over i de andre segmenter med olie i centrum, der bygger på den høje oliepris som grundlag.

Udsigten på kort sigt er præget af matte ydre forhold og faldende andel af mængderne inden for olieproduktionen. På de indre linje prøver man at forbedre præstationsevnen, hvilket er typisk for APM's adfærd, og det vil gradvis give positivt gennemslag. Derfor er APM inde i en form for "ståen i stampe", og man må vente på fremgang i den globale økonomi. Her har selskabet netop sin styrke, idet man har stor eksponering i vækstområderne i verden, og det vil give bonus - før eller siden.

For 2012 er der udsigt til et nettooverskud på ca. 15 mia. kr. Året 2013 er svært at vurdere. Formentlig kan man præstere et højere resultat som et grundscenarie – med forbehold for dyk inden for containere eller et dyk i olieprisen. Disse to punkter er centrale, mens resten burde kunne klare sig lidt bedre. Derfor skønner vi et nettoresultat på 17-19 mia. kr. APM's børsværdi ligger på 185 mia. kr. (baseret på B-kursen). P/E (2012E) er dermed 12,3, og P/E (2013E) er 9,7-10,9. Vi ser APM som en 0+ situation rent afkastmæssigt, altså en langsigtet investeringsmulighed uden alvorlig down side risk. Forbeholdet drejer sig om aktiemarkedernes generelle kursudvikling, der må påregnes at ramme APM-aktien i samme udstrækning.

DSV (140) – Børsværdi 13,2 mia. kr. ↑

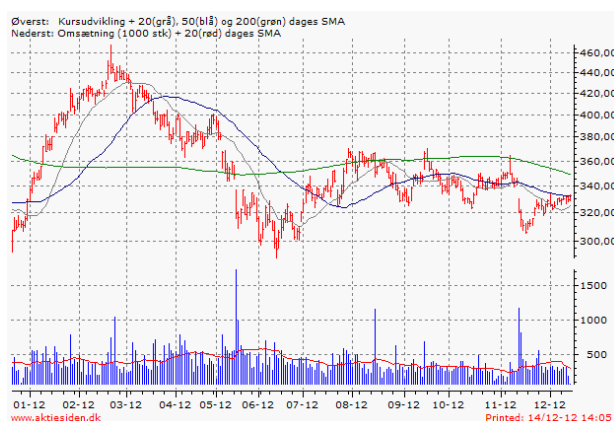


Transport- og logistikvirksomheden har klaret udfordringerne i 2012 flot. Samlet ender året formentlig med en vækst i omsætningen på 2-3 %, hvilket er pænt klaret, da selskabets hovedmarkeder i Europa har stået i stampe – endda med økonomisk tilbagegang i Sydeuropa. Indtjeningsmæssigt ender året med et mindre løft i indtjeningen. Det skyldes effekten af en række interne tiltag for at styrke effektiviteten, ligesom pengebindingen fortsat holdes på et lavt niveau. Årets indtjening



kan skønnes til 8,8 kr. pr. aktie, hvorved aktien handler til en P/E 2012E (140:8,8) på 15,9. 2013 bliver formentlig endnu et udfordrende år for DSV, idet der er udsigt til nulvækst på koncernens hovedmarked i Europa. Det stiller krav om fortsat stram styring af koncernen, hvilket ledelsen hidtil har været god til. To opkøb foretaget i 2012 kan bidrage til vækst i omsætningen næste år. DSV har nemlig bevæget sig ind på et nyt marked i Tjekkiet med et køb foretaget i efteråret. Dertil kommer købet af Swift Freight med hovedsæde i Dubai. Dette køb åbner for helt nye markeder i Afrika, Mellemøsten og Asien. På baggrund af de to opkøb forventer vi, at der kan blive tale om en stigning i omsætningen næste år på ca. 5 %. Indtjeningen vil formentlig blive løftet med ca. 400 mio. kr., idet en særlig udgiftspost på 250 mio. kr. i 2012 ikke gentages i 2013. Baseret på dette skøn er der således udsigt til et overskud pr. aktie på 12-13 kr. i 2013, hvorved aktien ved den nuværende aktiekurs vil handles til en P/E2013E på 10,5-11,5. Vi ser mulighed for, at aktiekursen næste år kan stige med 20 % til niveauet 165-170. Den største risikofaktor er, hvis den globale økonomi går fuldstændig i bagekuglen.

FLSMIDTH (332) – Børsværdi 17,7 mia. kr. ↑



Primo 2012 ændrede FLSmidth koncernstrukturen, der blev delt op i fire divisioner: Customer Services, Material Handling (før Bulk Materials), Mineral Processing (før Non-Ferrous) og Cement. Det skal gøre koncernen mere transparent og øge serviceniveauet over for kunderne. Ikke alt er gået efter hensigten, idet der har været problemer i Material Handling, og det trækker det samlede resultat for 2012 ned. Aktivitetsmæssigt er der udsigt til et løft på over 20 % i indeværende år, men den oprindelige prognose for årets indtjening blev efter Q3-regnskabet nedjusteret til en EBIT-margin på 8 %. Samlet er der således udsigt til et

overskud pr. aktie i 2012 på 26,3 kr. pr. aktie svarende til en P/E 2012E (332:26,3) på 12,6.

Udfordringerne i Material Handling er allerede blevet adresseret, hvorfor vi ser mulighed for at denne division kan bidrage positivt til resultatet i 2013. Købet af Ludowici i Australien vil for 2013 være fuldt indarbejdet i koncernen, hvilket også vil bidrage til vækst i omsætning og indtjening. Ved udgangen af Q3 stod FLSmidth med en ordrebook på 31,8 mia. kr. svarende til 1,25 års omsætning. Det er en komfortabel situation, som burde sikre en god udvikling i 2013. Spørgsmålet er, om den store ordreindgang fortsætter, så der også er udsigt til et godt 2014? Prisen på råvarer er på et højt niveau, hvorfor det for mineselskaberne kan betale sig at foretage investeringer for at hente endnu flere råstoffer ud af minerne under stadig vanskeligere forhold. Det vil kræve investeringer i nyt materiel og optimering af udvindingsprocessen. FLSmidths aktiviteter sker primært i lande, hvor der er god vækst, og hvor der ikke er udsigt til et stop. Derfor er der grund til at tro, at det høje tempo i ordreindgangen kan fortsætte næste år. På denne baggrund mener vi, at FLSmidth er undervurderet. Godt nok er der udsigt til svag vækst i Europa og et skrøbeligt opsving i USA, men det er jo ikke her, at FLSmidth har deres primære aktiviteter.

Vi forventer, at omsætning og indtjening i 2013 vil blive løftet ganske markant. Volumen indenfor serviceopgaver vil også stige, og her opnås der særdeles gode marginer. Indtjeningen vil formentlig stige til 33 kr. pr. aktie, hvorved aktien handler til en P/E 2013E (332:33) på 10. Vi forventer, at aktien på denne baggrund vil have et potentiale på 30 % næste år svarende til et kursmål på 430.



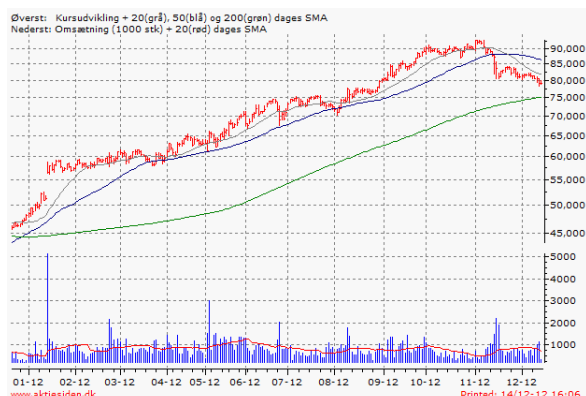
WILLIAM DEMANT (490) – Børsværdi 28,5 mia. kr. →

Selskabet har i år vundet markedsandele fra konkurrenterne Siemens, Sonova, GN ReSound og Widex. Markedet for høreapparater udvikler sig forholdsvis stabilt med en årlig vækst i styksalget på 2-4 %. William Demant bekræftede i periodemeddelelsen for Q3, at koncernen forventer en vækst i årets salg på 5-9 % inklusiv opkøb og en positiv valutakurseffekt. Den organiske vækst forventes i niveauet 4-6 %. Indtjeningen er dog under pres som følge af forskydninger i salgsmikset og generelt lavere pris pr. solgt enhed. Trods fremgang på top-linjen er der udsigt til et resultat på niveau med eller lidt under 2011. Ikke just opløftende. Selskabets hovedmarkeder er Europa og Nordamerika, der hver tegner sig for ca. 40 % af salget. I disse geografiske områder har der i 2012 været lav vækst, ligesom sundhedssystemerne her forsøger at presse priserne for derved at sænke de statslige udgifter ved tilskud. Denne proces må forventes at fortsætte i 2013.

På baggrund af den foreliggende prognose handler aktien til en P/E 2012E (490:21) på 23,3, hvilket er højt. Den høje prisfastsættelse skyldes, at der kun er omkring 35 % af aktierne i frit flow. Hele 60 % er nemlig på faste hænder hos Oticon Fonden.

2013 bliver et spændende år for William Demant. Allerede i januar forventes lanceret en række nye høreapparater i den høje prisklasse, hvilket skal sikre væksten næste år. Spørgsmålet er så, hvordan markedet tager imod de nye produkter? For personer med høretab spiller prisen ikke den store rolle, hvis effekten ved at skifte til nye, bedre produkter er tilpas stor. Sundhedsmyndighederne ser imidlertid anderledes på sagen. Som følge af budgetstramninger i Europa og USA er der risiko for, at tilskudsordningerne kan komme under yderligere pres. Det kan ramme William Demant. Det er desuden usikkert, om selskabet fortsat kan vinde markedsandele. Vi ser kun potentiale til en mindre fremgang i driftsresultatet næste år, hvorved aktien fortsat vil være højt prisfastsat. Vi giver aktien en Hold-anbefaling.

GN STORE NORD (79) – Børsværdi 15,2 mia. kr. →



Høreapparatdivisionen, GN ReSound, har i Q3 kun haft en organisk vækst på 2 %. Det ser således ud til at ReSound ikke vinder markedsandel. Derfor er der også fart i produktlanceringerne med bl.a. ReSound Verso og ReSound Up, der skal tage kampen op med konkurrenterne. ReSound mærker også effekterne fra reducerede statslige tilskud. Headset-aktiviteterne har i år været under pres som følge af svage forhold i Europa, der er det primære afsætningsområde. Derimod er der set en god udvikling i USA. Ledelsen fastholder prognosen om et samlet EBITA-resultat på 815-875 mio. kr.

Det forekommer temmelig optimistisk, idet der i årets første 9 måneder er konstateret et EBITA-resultat på 400 mio. kr. Baseret på ledelsens skøn handler GN Store Nord til en P/E 2012E (79:2,95) på 26,8, hvilket er et højt niveau og endda baseret på et skøn, som kan blive vanskeligt at nå. En mindre nedjustering truer.

Fremadrettet ser det heldigvis lovende ud for GN Store Nord. Det skyldes, at der næste år forventes en positiv effekt på EBITA-resultatet på 240-290 mio. kr. som følge af besparelsetiltagene i GN ReSound. Yderligere forbedringer er stillet i udsigt for 2014. GN Netcom har for nylig indgået en spændende aftale med **Cisco**, hvorved GN Netcom bliver foretrukket leverandør af Jabra kommunikationsudstyr til Ciscos Unified Communications løsninger. Markedet for UC-løsninger er i hastig vækst, og det forventes at bidrage positivt til indtjeningen i 2013. I negativ retning trækker risikoen for øget konkurrence og prispres på høreapparatmarkedet. Hvis de lovende



takter for 2012 holder videre ind i 2013, er der udsigt til at GN Store Nord kommer til at oversige 1 mia. kr. målt på EBITA. Fortsat opkøb af egne aktier vil samtidig reducere antallet af udestående aktier, hvilket bidrager positivt i beregningen af P/E-tallet fremadrettet. Vi kan således estimere P/E 2013E (79:4,5) til 17,5. GN Store Nord har været den helt store børskommet i 2012 med +66 %, men det kan næppe gentages i 2013. Vi forventer, at aktien vil handle mellem kurs 70 og 90 næste år, og som følge heraf får aktien kun en Hold-anbefaling. Vi ser større risiko på nedsiden end vægten af Upside potentialet.

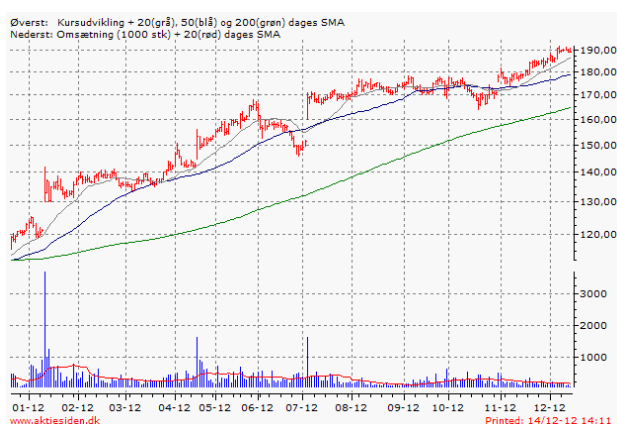
TDC (40,5) – Børsværdi 33,4 mia. kr. ↑

På driftssiden sker der ikke det store hos TDC. Omsætningen er stabil fra år til år, og det samme gælder det høje niveau for indtjeningen med en bruttomargin og EBITA-margin på lige over hhv. 70 og 40 %. 2012 forventes at ende med et nettoresultat på 3,1 mia. kr. svarende til 3,9 kr. pr. aktie. Der er i år udloddet 4,47 kr. i udbytte – altså lidt mere end der er tjent.

I 2013 er der udsigt til et overskud pr. aktie lige omkring 4,0 kr. TDC har som mål at udlodde 90 % af overskuddet, og derfor stilles der et udbytte næste år på 3,7 kr. i udsigt. Det svarer til et direkte udbytte på 9,1 %, hvilket langt overstiger det mulige på obligationsinvesteringer.

Det interessante ved TDC er ejerforholdet. Storaktionæren NTC og dets associerede partnere solgte for nylig 10 % af aktierne i en rettet emission til kurs 37,1. Det tog ikke kursen mange dage at genvinde momentum. Med en fortsat ejerandel på 32,8 % er der imidlertid udsigt til nye udsalg. Den sidste post vil dog givetvis blive afsat i en samlet klump. Efterfølgende er der så basis for en pæn opgang, idet dette lager dermed fjernes. En ny storaktionær, Massachussets Financial Services, har meldt sig på banen med en ejerandel på 5,33 %. Når storaktionæren er færdig med sit udsalg (formentlig i foråret 2013) kan aktien få et betydeligt kurshop. Vi finder derfor aktien interessant som følge af det høje udbytte, forandringen på ejersiden og muligvis et udefrakommende Take Over bud på selskabet. Køb er anbefalingen med et kursmål i intervallet 45-48 i løbet af 2013. I forbindelse med det ventede salg fra storaktionærens side bliver aktien næppe presset ned i niveauet 37 igen, da slutudsalget indeholder en helt anden, positiv udsigt.

CHR. HANSEN HOLDING (190) – Børsværdi 26,3 mia. kr. →



For fødevaringrediensselskabet Chr. Hansen Holding og dets aktionærer har 2012 været en stor succes. Året har budt på en vækst i salget på 10 % (organisk 8 %), og overskudsgraden er blevet yderligere forbedret til en margin på 26,5 %. Der er tale om en løbende styrkelse af indtjeningen fra en overskudsgrad på 21,7 % i regnskabsåret 2008/09. Den vigtigste nyhed var, at selskabet kom fri af storaktionæren, kapitalfonden PAI. Det skete ved et salg af en aktiepost på 25 % til Novo A/S, der som langsigtet investor fjernede det låg, der lå over aktiekursen.

Kursmæssigt har året budt på en fremgang på 52 %. Kan de gode takter fortsætte i 2013? Det korte svar er ja, men en så høj stigningstakt kan jo umuligt fortsætte i lang tid. Niveauet for aktien er højt og afspejler stor tillid til selskabets kvalitetsindhold som nicheindustri med en solid markedsposition og fortsat gode vækstmuligheder.

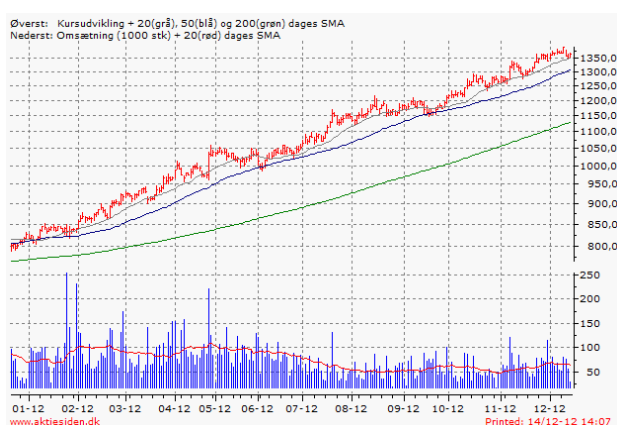


Chr. Hansen beskæftiger sig med udvikling af kulturer og enzymer som tilsætningsstoffer i fødevarer samt naturlige farvestoffer. Som følge af høje priser giver det mening for fødevareproducenterne, at nedbringe omkostningerne ved at anvende naturlige tilsætningsstoffer. Chr. Hansen står stærkt som leverandør. I den vestlige verden er der desuden fokus på, hvad vi "kommer i munden", ligesom der er en stigende Fitness-kultur og fokus på sundhed. Med enzymer og kulturer fra Chr. Hansen er det muligt at producere fødevarer, der har et lavere indhold af fedt og sukker sammen med et højt proteinindhold. Denne trend vil fortsætte i takt med at middelklassen i BRIC-landene vokser og også får øget opmærksomhed på sundhed og velvære.

Selskabet er ikke konjunkturfølsomt – alle skal jo dagligt have mad – og gerne mad med lavt sukker- og fedtindhold. Der er således ikke tegn på afmatning i branchen, og Chr. Hansen stiller da også en vækst i salget på 8 – 10 % i udsigt. Der satses konstant på at forbedre indtjeningen selv om den allerede er høj, men jf. selskabets ledelse er det muligt at forbedre indtjeningen yderligere. Der anvendes store ressourcer på at sikre selskabets stærke position via udvikling, og i sidste regnskabsår var der tale om et niveau på 9,1 % af omsætningen. Det er positivt set fremadrettet.

Aktien handler til en P/E 2011/12 (190:7,1) på 26,8, hvilket er højt generelt betragtet. Set i forhold til branchen er tallet dog ikke skræmmende. P/E 2012/13E (190:8,2) kan estimeres til 23,2. Vi ser aktien udvikle sig In-line med udviklingen i C20 indekset næste år, hvorfor aktien får en Hold-anbefaling.

COLOPLAST (1.366) – Børsværdi 57,4 mia. kr. ↑



Det går ganske enkelt fremragende for Coloplast. I det netop overstående regnskabsår (pr. 30-09) kunne ledelsen fremvise en vækst i salget på 6 % til 11 mia. kr. Overskudsgraden er imponerende høj med 30 % som niveau (25 % for året tidligere). Gæld er der ikke noget af. Tilsyneladende kan de gode takter fortsætte. Ledelsen forventer i det nye regnskabsår at øge salget i samme tempo med 6-7 %, og den i forvejen imponerende overskudsgrad forventes forbedret til niveauet 31-32 %. Fantastisk. Markedet, som Coloplast adresserer, ser meget lovende ud, idet demografien tilsiger, at vi lever længere og derfor får

mere brug for hjælpemidler indenfor Stomi, Kontinens, Urologi og Hud- og Sårpleje. Markedet kan kun fortsætte med at stige, ligesom tilfældet er for Novo Nordisk og Chr. Hansen. Det er en god situation at stå i som selskab.

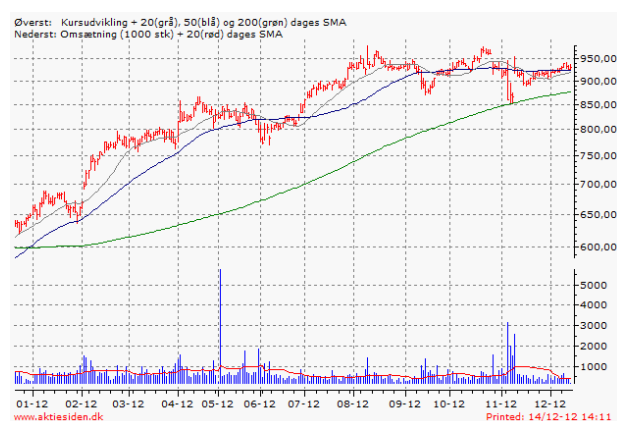
Inden for Stomi har Coloplast allerede en markedsandel på 35-40 %. Dette segment forventes at stige 4-5 % årligt. Tilbehørsprodukter er et nyt vækstområde inden for Stomi, og det forventes at stige med 8 % årligt, og her har Coloplast en markedsandel på under 10 %. Der er altså mulighed for at øge salget kraftigt, og ledelsen satses på det. Markedet for Kontinens tilhører allerede for 40-45 %'s vedkommende Coloplast. Indenfor Stomi og Kontinens vil det blive vanskeligt at vokse markant. Urologi (operationer) forventes at stige 3-5 % årligt, og her besidder Coloplast en andel på 10-15 % af salget. Hud- & Sårpleje skuffede med negativ vækst sidste år, men overordnet er der udsigt til en årlig vækst i dette segment på 2-4 %. Coloplast er her en mindre og specialiseret aktør med en markedsandel på 5-10 %, og der er ingen klar afgrænsning til almindelige forbrugsvarer.

Trods en høj markedsandel ser Coloplast mulighed for at øge salget på nye markeder. Desuden vil Urologi-aktiviteterne blive forsøgt udbredt til nye geografiske områder. Risikoen er, hvis sundhedsmyndighederne sænker tilskuddene. Ledelsen er klar over denne udfordring, og man forsøger at være på forkant med tingenes udvikling. Indtil videre går det hele op i en højere enhed til gavn for selskabet.



Målt på nøgletal er aktien dyr med et P/E-tal på 26. Kurs/indre værdi forholdet er over 10! Baseret på forventningerne til 2012/13 er der udsigt til, at P/E 2013E kan falde til 23-niveauet. At aktien er så dyr målt på nøgletal, bør man som investor dog se bort fra. Med mindre der sker en total afsporing i salget, er der udsigt til høj indtjening mange år frem, da behovet for produkter fra Coloplast er stigende. Selskabets pengekasse bugner, hvorfor opkøb kan komme på tale, men det vil næppe kunne bremse for selskabets fortsatte opkøb af egne aktier. Som et aktionærvænlige initiativ foretages der desuden nu et aktiesplit i forholdt 1 til 5. Det gør aktien mere "venlig" rent prismæssigt. Aktiekursen kender kun en vej – og det er op. Imidlertid må vi også påpege, at en aktie, hvor alt peger op, har stigende risiko ved den mindste form for afsporing. Nu og her er anbefalingen dog køb med et kursmål næste år på 1.550 (kurs 310 efter gennemført aktiesplit).

NOVO NORDISK (932) – Børsværdi 511 mia. kr. →



Novo Nordisk opererer i en branche, hvor den demografiske udvikling tilsiger øget efterspørgsel efter selskabets produkter i de næste mange, mange år. Antallet af diabetikere og personer med fedmeproblemer vil kun stige. Lande med store befolkningstal som Indien og Kina er endnu kun i den indledende fase omkring behandling af diabetes. Potentialet for Novo Nordisk er således meget stort, og med fortsat produktudvikling ser det ikke ud til, at konkurrenterne kan true selskabets ledende markedsposition. Novo Nordisk står således på nuværende tidspunkt for 49 % af det samlede insulinmarked, mens

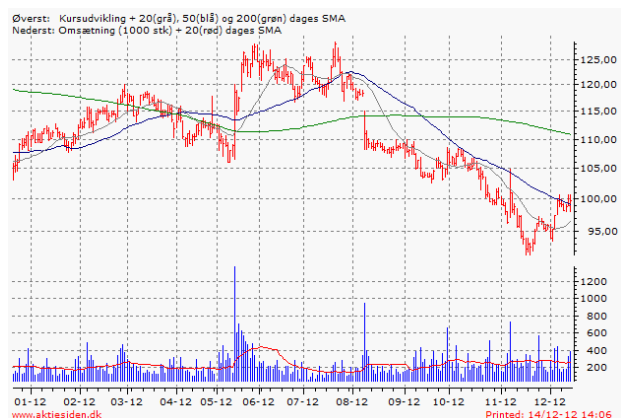
markedsandelen for moderne insulin er på 46 % på verdensplan. Vækstmulighederne er begrænsede fsv. angår markedsandelen. Væksten skal komme fra flere og flere personer med diabetes 1 og 2. Nye markeder skal derfor udvikles – alternativt skal der bringes nye produkter på markedet. Der sættes stor lid til den nye generation af insulin i form af Tresiba, som påregnes introduceret på markedet næste år. Produktet er allerede godkendt i Japan, og et ekspertpanel har indstillet det til godkendelse i USA.

Prognosen for 2013 er baseret på, at Tresiba bliver godkendt i Europa og USA, hvorfor der er afsat store beløb til markedsføring. Ledelsens prognose for 2013 forekommer at være meget konservativt udmeldt med en høj en-cifret vækst i salg og primært driftsresultat. En opjustering af dette skøn synes uundgåelig.

For 2012 forventer ledelsen (efter Q3 er kendt) en salgsvækst på 10-12 % og en stigning i det primære driftsresultat på 16-18 %. Også denne prognose forekommer at være meget forsigtig. Vores estimat lyder således på en omsætning på 76 mia. kr. svarende til 14,5 % vækst i forhold til 2011. Driftsresultatet forventes at lande på 26,5 mia. kr. svarende til netto 20,5 mia. kr. P/E-mæssigt (932:37,1) handler aktien således til 25,1. Som nævnt tror vi, at ledelsens foreløbige udmelding for 2013 er for konservativ. Vores skøn lyder på et nettoresultat på ca. 22 mia. kr. næste år. Fortsatte opkøb af egne aktier vil nedbringe antallet af udestående aktier yderligere. P/E 2013E kan således udregnes til 22,9. Det er stadig et relativt højt niveau men ikke højere end at det kan forsvares taget de gode vækstudsigter i betragtning. Efter en meget stærk kursudvikling i 2012 ser vi dog ikke mulighed for den store kursfest næste år. På en god dag kan aktien måske teste niveauet 1.000. Bunden bør ligge fast i nærheden af 850. Anbefalingen er kun Hold.



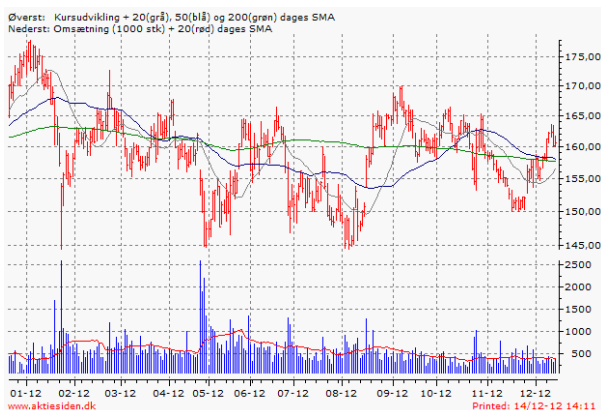
LUNDBECK (99,75) – Børsværdi 19,6 mia. kr.



2012 har for Lundbecks vedkommende været præget Lexapros patentudløb og dermed fald i salget på det amerikanske marked. Heldigvis er næsten alle andre markeder fortsat beskyttet mod generisk konkurrence. Selskabet har klaret året pænt som følge af fremgang i salget af "andre produkter". Den resterende del af 2012 og næste år bliver spændende for selskabet og dets aktionærer. Der er nemlig udsigt til markante nyheder produktmæssigt - hvis alt går vel. En afgørelse omkring det nye antidepressiv vortioxetin kan forventes inden udgangen af 2012 og meget tyder på godkendelse, hvilket vil medføre en milepælsbetaling på 50 mio. USD fra partneren **Takeda**.

Selincro – en pille mod alkoholafhængighed – blev for et år siden sendt til godkendelse i Europa. En afklaring forventes inden årsskiftet. En række andre produkter i pipelinen forekommer også lovende, men her er tidsrammen endnu nogle år ude i fremtiden. De nyere produkter skal også i 2013 kompensere for bortfaldet af indtægter fra Lexapro i USA (-90 %!). I 2014 er der udløb på Cipralex (samme som Lexapro men blot med et andet navn) i Europa. Spørgsmålet er således ganske enkelt: Kan man nå at få arvtageren vortioxetin på plads, så salgsnedgangen ikke bliver for markant? Et gab som i USA helst skal undgås. Meget tyder på at det vil lykkes. Aktiekursen bør være tæt på en bund, men yderligere pres på kursen vil komme, såfremt den ventede godkendelse inden årsskiftet udebliver. Usikkerheden bør snart være overstået. Med forbehold for afsporing af de nye produkter åbnes der for et nyt stort potentiale i begge segmenter (depression og alkoholafhængighed). Aktien vil dermed få mulighed for at outperforme den generelle udvikling i C20 med 20-30 % næste år. Aktien får derfor en Købsanbefaling.

NOVOZYMES (160) – Børsværdi 50,4 mia. kr.



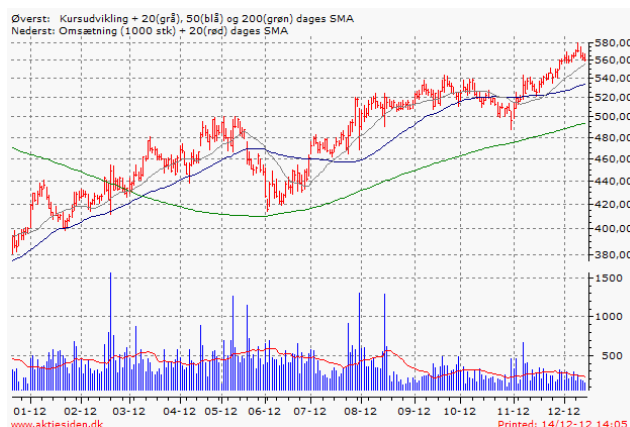
De "gamle" forretningsområder med salg af enzymer til vaskemidler og foder udvikler sig fortsat godt. Derimod skuffer salget af "nye" enzymer til bioenergi. Kampen mellem olieindustrien og de mere grønne alternativer er i første omgang vundet af olie-lobbyen. Faktum er nemlig, at USA er modstræbende overfor at øge indholdet af ethanol i benzin og for alvor at satse på den grønne bølge. Det rammer Novozymes negativt, og man har samtidig oplevet, at der anvendes en lavere mængde af enzymer pr. produceret gallon ethanol. Generelt er bioethanol-producenterne ramt hårdt af de høje priser på råvarerne, majs og korn. Derfor

bliver 2012 et mindre godt år for selskabet end først påregnet. På baggrund af estimatet for 2012 handler aktien til en P/E på 26,1, hvilket er meget højt. Det høje P/E-tal har hidtil kunnet forsvares med udsigten til et forestående boom i salget af enzymer til produktion af ethanol. Risikoen ved investering i aktien er med den aktuelle P/E høj. For hvad sker der, hvis el-biler vinder indpas for alvor, eller hvis de politiske krav omkring tilsætning af ethanol i benzin ikke udbredes og skærpes? I så fald kan Novozymes stå med et "guldæg", der ikke bliver ruget ud. Indtil der måtte komme skub i udviklingen omkring tilsætning af ethanol i benzin, ser vi risiko for, at væksttempoet klinger af. Vi forventer moderat vækst i salg og indtjening, og vores foreløbige estimater lyder på et nettooverskud næste år på 2,1 mia. kr. (efter sandsynligvis 1,95 mia. kr. i 2012).



Dermed vil aktien også handle til en høj P/E2013E på 24,2. Dette niveau kan kun forsvares, hvis der er stor sandsynlighed for et rigtigt eventyr omkring enzymer til bioethanol, og det er vanskeligt at få øje på her ultimo 2012. Som forholdene er nu og her ser vi et begrænset Upside i aktien til 170-175, mens Downside er niveauet er niveauet 125-130. Sidstnævnte scenarie vil indtræffe, hvis investorerne beslutter sig for, at aktien kun bør handles til en mere normal P/E omkring 20. Vi tror på det aktuelle vurderingsgrundlag, at aktien vil underperforme indekset i 2013.

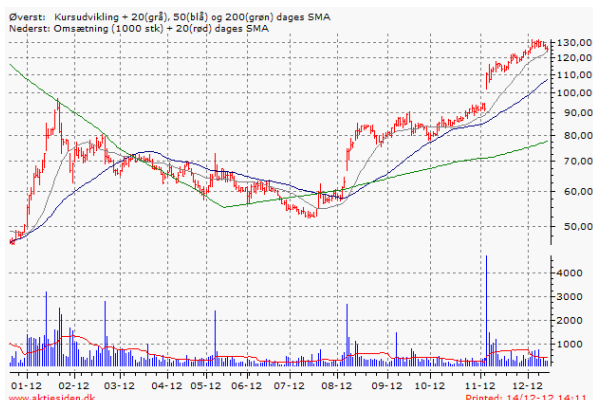
CARLSBERG (566) – Børsværdi A+B-aktier 86,6 mia. kr. ↓



2012 bliver ikke noget specielt godt år for Carlsberg. En mindre omsætningsvækst forventes ikke at slå igennem på bundlinjen, der kun ses stige marginalt i forhold til 2011. Salg af bryggerigrunden i Valby har udløst en bogføringsmæssig avance, og gælden er blevet nedbragt til 31,8 mia. kr. Det er absolut positivt, at Carlsberg har holdt pause på opkøbsfronten og i stedet har koncentreret sig om at få en bedre balance mellem gæld og egenkapital. Det russiske marked er blevet endnu vigtigere efter købet af de sidste 10 % af Baltika, men det giver usikkerhed efter vores vurdering. Man er afhængig af, at der ikke sker en

yderligere skærpelse af de lovmæssige tiltag for at begrænse alkoholforbruget i Rusland (18 liter pr. person; det dobbelte af europæernes forbrug). Vesteuropa er fortsat et vigtigt marked, og i Asien meldes der om vækst. Det er positivt. Overordnet betragtet har vi vanskeligt ved at se, hvor Carlsberg for alvor skal hente vækst næste år. Vi ser derfor risiko for, at 2013 også bliver et mellemår, ligesom 2012 sandsynligvis bliver. Med mindre der igen for alvor bliver skabt vækst, tvivler vi på om investorerne fortsat vil handle aktien til en P/E mellem 16 og 17. Vi ser derfor også for Carlsberg mere downside risk end Upside mulighed. Vores gæt på en top i 2013 er 600, mens vi ser risiko for fald til 450, hvis der ikke kommer skub i væksten for den danske bryggerikoncern.

PANDORA (125) – Børsværdi 16,2 mia. kr. ↑ ↓



Pandora kommer bedre igennem 2012 end frygtet ved årets start. Den store usikkerhedsfaktor har været det ombytningsprogram, som ledelsen iværksatte for at hjælpe distributørerne af med gamle, usælgelige varer. Denne ombytningsproces er næsten ovre, og den må betegnes som en succes. Pandora har givetvis fået plus i karakterbogen hos forhandlerne. Aktien er buldret i vejret efter Q3 regnskabet, der indeholdt en opjustering. Ledelsen forventer nu en omsætning på 6,3 mia. kr., en bruttomargin i 60'erne og en EBITDA-margin i midt 20'erne. Ud fra vore beregninger kan vi

forvente et overskud pr. aktie i år på 8,8 kr. svarende til en P/E (125:8,8) på 14,2.

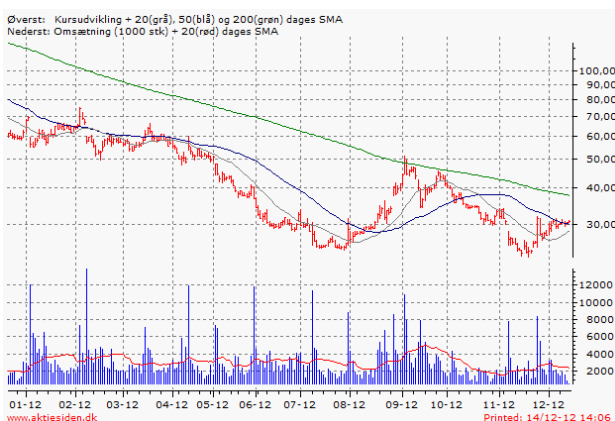
Amerika er det vigtigste geografiske salgsmråde med en andel på 53 % efterfulgt af Europa med 35 % andel og endelig Asien/Pacific med blot 12 %. Det er i sidstnævnte område, at der er planlagt vækstinitiativer. Vi er tvivlrådige i vores vurdering af Pandora som investering. På den ene side kan vi sagtens se, at salget har mulighed



for at vokse på kort sigt. Indtjeningen vil givetvis følge med op, og det vil betyde, at aktien målt på P/E er attraktiv.

Risikofaktorerne er imidlertid også til at få øje på. Charms står for 90 % af omsætningen. For konkurrenter er der ingen barriere for at trænge ind på dette marked. Der ligger ikke de store geniale opfindelser bag charms- armbåndene, som er billige at producere og nemme at kopiere. Konkurrencen kan derfor hurtigt stige. Charms- armbåndene er desuden et modefænomen, og sådanne trends holder sjældent ret mange år. Mode kommer og går. Pandora synes ikke – belært af det fejlslagne eventyr om lancering af dyrere produkter – at være klar til at sats på nye produkter. Det er derfor kun et spørgsmål om tid, før salgsvæksten stagnerer. Når det måtte ske – om et, to, tre eller flere år – vil værdien af de bogførte aktiver komme under pres. Kun få taler om det, men faktum er, at ud af balancen på 8,9 mia. kr. består 4,5 mia. kr. af bogført Goodwill, Brandværdi, distributionsnetværk og –rettigheder. Altså aktiver der kun har værdi, hvis der er fremgang i selskabet. Egenkapitalen er bogført til 5,8 mia. kr. Revisorerne har ikke stillet sig kritisk over denne værdiopgørelse, og vi må jo tage deres ord for gode varer - indtil det modsatte er bevist. Med Pandora kan alt ske i 2013. Fortsætter den nuværende investoreufori, eller går det op for flertallet, at risikoen i aktien er særdeles høj? Som følge af den store usikkerhed i aktien er vores forventede spread (top- og bundnotering næste år) meget stor, nemlig handel mellem 75 og 200.

VESTAS (30) – Børsværdi 6,2 mia. kr. ↑



At komme med en prognose for kursudviklingen i Vestas i 2013 er særdeles vanskelig. En masse dårligdomme må være helt eller delvist indregnet i det aktuelle kursniveau. Alligevel udestår der en masse muligheder og begrænsninger. Faktum er, at selskabet pr. ultimo Q3 i år havde en ordrebeholdning til en værdi af 8,3 mia. EUR og serviceaftaler på 4,9 mia. EUR. Gælden er 1,3 mia. EUR. Ordreindgangen hidtil i år er på kun 2.975 MW mod 7.397 MW for 2011. Vestas forsøger at blæse og have mel i munden på samme tid, og det er vanskeligt, når man er presset på likviditeten. Det frie cash flow udvikler sig

særdeles dårligt trods den gode ordrebog. Det holder ikke i længden. En kreditfacilitet på 900 mio. EUR er netop blevet forlænget til januar 2015. Den erstatter en tidligere aftale på 1,3 mia. EUR. Med i aftalen er endda også, at gælden skal være nedbragt senest i januar 2015, og det forekommer at være umuligt at opfylde for Vestas. Udviklingen af den nye 7,0 MW mølle koster, og derfor er det vigtigt at finde en partner til dette projekt. **Mitsubishi** har været omtalt som en mulig partner, men trods forhandlinger siden marts måned, er der stadig intet nyt. Der er udsigt til en kraftig opbremsning straks inde i 2013 - med mindre den amerikanske PTC-støtteordning forlænges meget hurtigt. Mange investorer (Hedge Funds) spekulerer i, at kursen på Vestas kan falde endnu mere. Omkring 20 % af alle aktier er udlånt til shortformål. Disse aktier skal før eller siden tilbagekøbes. Som langsigtet investor bør en mindre andel Vestas-aktier indgå i porteføljen, da Upsiden kan blive betydelig, hvis der indgås en aftale med Mitsubishi, PTC-støtteordningen forlænges, der kommer et Take Over bud på selskabet, der igen kommer gang i ordreindgangen og/eller hvis shorterne begynder at dække sig ind. Vi ser en absolut bund for Vestas nær kurs 20, mens Upside kan blive betydelig. Vi tror ikke, at Vestas går konkurs, men risikoen er til stede. Der er imidlertid risiko for, at det skal blive endnu værre, før det igen bliver bedre for Vestas. Langsigtede investorer bør samle aktien op, hvis det kan ske i niveauet 20-30. Ejer man allerede aktien, bør man holde fast.



TOPDANMARK (1225) og TRYG (420) →

Forsikringselskaberne udviser glimrende resultater – i lighed med de andre danske selskaber i branchen. Combined Ratio (CR) har fundet et niveau omkring 90 %, dvs. erstatninger og driftsudgifter beslaglægger 90 % af indtægterne og tilbage er så hele 10 % i "overskudsgrad" plus kapitalafkastet af reservehensættelser og egenkapitalen. Konkurrencen er lav i sektoren, men ingen ser ud til at ville angribe udefra og de eksisterende selskaber foretrækker at profitere.

Kurserne på de to aktier er derfor blevet meget høje set i forhold til egenkapitalen (indre værdi), der ellers opgøres meget korrekt til dagsværdi. **Top** har således en indre værdi på 438 efter Q3, og gabet op til børskursen på 1.225 afspejler den høje indtjening (goodwill værdi). Indtjening pr. aktie (EPS) i år ligger på ca. 125 kr., og det giver et relativt lavt P/E tal på ca. 10. Forklaringen er den høje forretning af egenkapitalen, der ligger på næsten 30 %! CR tallet i år er 88 % og for 2013 påregnes 91 % som en forsigtig udmelding, dvs. indtjeningen kan fastholdes. Aktien er en Hold situation, dvs. et forventet afkast på linje med C20 indekset

Tryg (420) kan tilsvarende sammenholdes med en indre værdi på 171. Forrentningen af egenkapitalen er rundt 25 %, altså lidt svagere end Top. Combined Ratio er foreløbig (Q1-3) på 88,5 %, og forretningen går med andre ord storartet. Kapitalafkastet opnås ved en placeringspolitik som må anses for forsigtig, hvilket betyder Upside, når renten på et eller andet tidspunkt atter stiger til et mere normalt niveau. Det vil forbedre kapitalindtægterne, og der er ingen grund til frygt for kurstab på obligationer i en sådan overgangsfase. Med en relativ lav risikoprofil i hele virksomheden mener ledelsen, at der er plads til at udlodde en større andel af indtjeningen fremover, hvilket burde være til gavn for aktionærene (alt andet lige). P/E-tallet kan for indeværende år skønnes til 11,4 (421/37). Det kommende års indtjening må antages at kunne fastholde niveauet. Aktien vurderes som så højt prissat, at Hold er anbefalingen (afkast som C20).

BANKER →

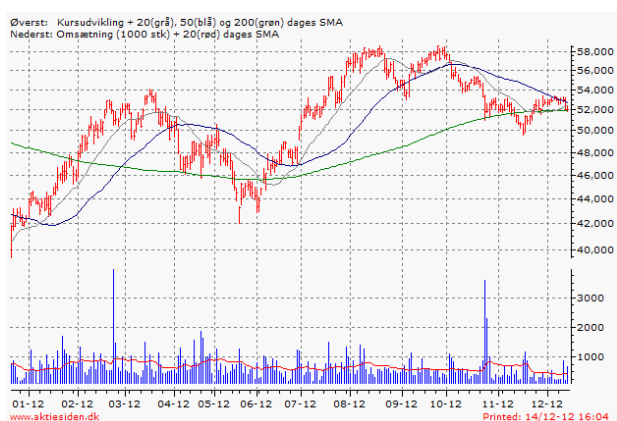
Bankerne er fortsat inde i en genopretningsproces. De store banker har en relativ fordel over for de mindre, og næste år indføres SIFI-regler (Systematically Important Financial Institutions) som fælles EU-norm, der også skal implementeres i Danmark (formentlig medio 2013). Hertil kommer fælles Euroland-banktilsyn for store banker, der næppe vil genere de danske banker direkte. Indirekte kan det dog let indtræffe, idet den "skjulte dagsorden" er at integrere Eurolandene yderligere, hvorved redning af banker fremover vil finde sted tværnationalt og ikke længere isoleret fra land til land. Det indebærer dog som konsekvens, at regningen for tab vil blive fordelt anderledes (ukendt indtil videre og muligvis afklares det først, når en fallit opstår). Denne potentielle fælles tabsrisiko skal i princippet dækkes af bankerne selv kollektivt, må det formodes. Derfor kan deltagelse i fælles banktilsyn og samarbejde på dette punkt blive en dyr affære for de danske banker og/eller den danske stat. Grækenlands og Spaniens banker ser ud til at stå i første række for at modtage EU-hjælp for at undgå kollaps. Sammenkædningen af banker og en nations statskasse er en uheldig kombination, som let kan udløse en finansiel katastrofesituation. Hvis tilliden til en statsmagts økonomiske styrke antastes, vil der kunne opstå et baglæns spark (tillidsnedbrud) imod bankerne i det pågældende land, da landets banker jo ikke kan påregne opbakning fra en falleret statskasse. Følgelig vil man falde omkuld sammen, og de hidtidige eksempler på rentestigning (udsalg af statsobligationer fra investorer som flygter fra risiko for statsbankerot og/eller udmelding af Euroen) kan i de kommende år antage helt nye og værre former. Vi er langt fra ude af krisetiden.



Danske banker oplever stagnation i volumen og lav rente (kapitalflugt ind i Danmark fra Sydeuropa), hvilket er til gavn for alle Flex-lånerne, der fester i smug. Nedsikringer i personalet gennemføres, da aktiviteten er lav på salgssiden og selvbetjening udbredes. Samlet set er bankaktier fortsat en vare med lav interesse hos investorerne. Sverige vil ikke deltage i bankunionen, og i stedet vil man her stole på sin egne, skrappe krav til egenkapital (solvensdækning). Danmark skal vælge en vej og træder vande. Sandsynligvis er det klogest at blive ude af Eurolands problemfixing.

Danske Bank (99,2) er ved at fordøje den seneste aktietegning, der fandt sted ved kurs 93. Ledelsen hamstrer penge for at kunne hamle op med de svenske banker. Indtjeningen kører af sted på lavt niveau med udsigt til kun 5-6 mia. kr. netto i overskud. Markedsværdi af banken er på 100 mia. kr. Planen for styrkelse af virksomheden vil langsomt få effekt, men konsekvensen vil samtidig blive tab af markedsandel i Danmark. Incitamentet til at købe aktien skal ligge i forventning om markant fremgang igen, herunder en væsentlig reduktion i hensættelserne til tab på udlån. Vi er skeptiske og ser ikke tegn på, at en optur er ved at tage fart herhjemme i det kommende år. Discounten er på 30 % i forhold til indre værdi på 140 kr. pr. Q3 (udvandes med ca. 5 kr. ved aktietegningen til en lavere pris end indre værdi). Der er heldigvis ikke udsigt til flere aktietegninger - med mindre store tab vil kræve en kapitaltilførsel. Vi ser bankaktier som svingpapirer, der vil kunne udvikle sig kraftigere end markedet både op og end.

Jyske Bank (163) kommer nu tilbage i den fine C20-klub, men det har ikke i sig selv nogen betydning. Banken har to gange udstedt aktier i de seneste år men klarer sig ellers uden hjælp fra statsordningerne. Jyske Bank er et eksempel på belastning fra udgifter til de fælles redningsordninger. Hensættelserne er forholdsvis store, herunder reguleringer som kræves gennemført af Finanstilsynet omkring fast ejendoms værdi som sikkerhedsgrundlag for lån. En række sager om bankens adfærd i de foregående glade år spøger. Det gælder Hedge Fund foreningen og ikke mindst håndteringen af de kunder, som banken selv dirigerede rundt med i den forbindelse. Rente-SWAP kan nu blive næste konfrontation (ombytning af variabel rente til fast rente). På langt sigt er banken en vinder mht. markedsandel pga. strukturen med behov for et alternativ til de to store banker her i landet, men på kort sigt (og dermed 2013) er det svært at se Upside-ideen i aktien selv om indre værdi ligger på 215 kr.



Nordea (51,9) klarer sig absolut bedst, og banken bærer præg af sine mange små kunder, altså en slags sparekasse med en bank inden for investeringer placeret oven på dette kapitalgrundlag. Desuden har man fordel af vægten af de andre lande, da Danmark er det svageste led i disse år. Med aktiviteten i Finland er man pr. definition inde i Eurolands bankregulering, og desuden indføres der i dette land en særskat på banker som en ekstra belastning. P/E-(2012E) ligger på kun 9,3, og meget små kredittab hjælper til at give en forrentning af egenkapitalen på niveauet 10-12 %. Der betales et pænt udbytte, og aktien er derfor i en anden og

bedre klasse end Danske Bank. Vi forventer, at aktiekursen vil kunne klare sig relativt godt i det kommende år og sætter 55-60 som mål ultimo trods udlodning af ca. 2,0 kr. i udbytte. Aktien burde kunne give et godt afkast i det kommende år.



DETTE ÅRS TABERE – NÆSTE ÅRS VINDERE?

Igen i år har vi set, at de store danske aktier har outperformet de mindre. C20 aktierne er således steget med 27,8 %, mens aktierne i Midcap kun er steget med 18,7 %. Det er gået langt værre for Smallcap aktierne, der i år er faldet med 7,6 % (pr. 10-12-2012). Udviklingen vidner om et marked præget af usikkerhed, hvor investorerne kun ønsker at eje store aktier, som de med sikkerhed kan komme ud af igen. I 2011 klarede C20-aktierne sig også bedst med mindre kursfald end i Midcap- og Smallcap-indeksene. Situationen i både 2011 og 2012 vidner således om manglende tiltro hos investorerne til de mindre aktier. Kun i et virkelig stærkt Bull-marked kan vi forvente, at de små aktier outperformer de store. 2013 vil næppe blive et sådant år. Alligevel er det interessant at se nærmere på dette års tabere i et forsøg på at udpege mulige vinderaktier næste år.

På listen over de mest faldende aktier i år topper en række mindre banker. Værst er det gået **Tønder Bank** med et kurstab på 100 %. **Spar Lolland** og **Skjern Bank** ligger i top 10 på listen over årets værste investeringer. Biotek er repræsenteret af **NeuroSearch** og **Veloxis Pharmaceuticals**. Også ejendomsselskaber som **Scandinavian Properties**, **Blue Vision** og **Victoria Properties** har mistet mere end halvdelen af børsværdien. Tankrederiet **Nordic Shipholding** har fået barberet børsværdien med 70 %. Blandt de her nævnte selskaber ser vi ikke konturerne af emner, der kan blive næste års vindere. Dertil er usikkerheden blandt de mindre danske banker, ejendomsselskaber og biotek for stor. Problemerne på ejendomsmarkedet med prispress fortsætter.



Greentech Energy (8,6), der udvikler parker indenfor alternativ energi (vind, sol m.m.), er i år faldet med over 50 %. Selskabet kan være en kandidat til at blive en af de bedre investeringer i 2013. Imidlertid er selskabet afhængig af offentlig støtte til selskabets projekter i Sydeuropa (Italien), og her er økonomien under så hårdt pres, at der er risiko for reduktioner. Den bogførte egenkapital androg ved udgangen af Q3 227 mio. € svarende til 1,7 mia. kr. Det svarer rundt regnet til det dobbelte af Børsværdien på 918 mio. kr. ved kurs 8,6. Man bør dog stille sig kritisk til den reelle værdi af den bogførte egenkapital. Uanset hvor sorte briller vi tager på, så overstiger egenkapitalen

markedsværdien, og det gør aktien interessant – men ikke uden risiko. Vi har noteret os, at selskabet har en ganske stor likvid reserve, som kan blive aktiveret via opkøb af nye vind- eller solparker, eller alternativt blive anvendt til opkøb af egne aktier. Sker det sidstnævnte, kan det føre til en stor kursfremgang. Sagen er nemlig, at kun 25 % af aktierne er i frit flow, mens den italienske storaktionær GWM Energy sidder på 75 % af aktierne. Meget skal gå galt hos Greentech, hvis ikke selskabets aktiekurs kan stige ganske meget næste år. Som nævnt er markedsværdien på 918 mio. kr., hvoraf kun 230 mio. kr. er i frit flow. En investering i Greentech skal som følge heraf tilpasses beløbsmæssigt, således at man som investor kan komme ud af investeringen igen. Og det kan blive vanskeligt, hvis den lave omsætning i aktien fortsætter. Muligheden for opkøb af egne aktier er den største kursbooster, som vi ser i denne aktie. Upsiden kan blive stor, mens Downside ved kurs 8,6 synes at være meget begrænset.

Vestas er ubetinget den af de store aktier, der har klaret sig dårligst i 2012. Vestas omtales andetsteds her i Magasinet, men den synes også at være en aktie med mulighed for et betydeligt Upside næste år.

Lidt længere nede på listen over årets største kurstabere finder vi **DLH** (-46 %), **H+H International** (-43 %), **Lastas** (-46 %), **TORM** (-45 %), **Topsil** (-25 %), **First Farms** (-22 %) og **DFDS** (-26 %). DLH, H+H, First Farms og DFDS indeholder værdier som gør investering i disse selskaber interessante. Om der indtræder en afgørende vending



opad i 2013 er usikkert, men disse fire selskaber har råd til at stå imod endnu et dårligt år for verdensøkonomien. Det gør dem til interessante opsamlingskandidater for langsigtede investorer.

DLH (3,4) har fortsat bestræbelserne på at genskabe indtjeningsevnen og reducere gælden. Frasalg har fundet sted, og selskabet har fået forholdet mellem gæld og egenkapital ned på et mere passende niveau. Som producent og leverandør af trævarer er DLH konjunkturfølsom, men en handelsvirksomhed har lettere ved at tilpasse sig end en industri. Der er færre ting at justere på. Vi forventer, at 2013 bliver et år uden væsentlig aktivitetsfremgang i Europa, der er selskabets hovedmarked. Ved kurs 3,4 er børsværdien nede på 182 mio. kr. Det forekommer usandsynligt, at børsværdien kan blive meget lavere. Lav likviditet præger aktien på børsen, hvorfor man som investor skal tilpasse køb i aktien hertil.



H+H International (25) er efter et kursfald i år på 43 % en stærk kandidat til at blive en af vinderne – hvis ikke i 2013 – så i 2014. H+H producerer borebeton (elementer og blokke) og er derfor påvirket af den lave aktivitet i byggesektoren i Europa. Selskabet er blevet ramt væsentligt hårdere end fx **Rockwool**, der også leverer produkter til eksisterende ejendomme. H+H gearede voldsomt op for aktiviteterne på det værste tænkelige tidspunkt lige inden Finans- og Gældskrisen for alvor satte ind. Det skete med udvidelse af aktiviteterne i Østeuropa i form af opkøb og nye fabrikker.

Det medførte en uhørt høj gæld samtidig med at aktiviteterne og indtjeningen faldt markant. Selskabet blev således fanget i en gældsklemme.

De seneste år har været brugt til at trimme gælden ved frasalg, mens man samtidig har ventet på en forbedring i byggesektoren. Mange lande kæmper med en boligboble, og det vil vare mange år før puklen af usolgte ejendomme er væk. Først derefter vil der for alvor komme gang i nybyggeriet igen. 70 % af salget sker på de vesteuropæiske markeder, hvor denne pukkel vil hæmme nybyggeriet flere år frem. 30 % af omsætningen sker i Østeuropa, hvor der ikke er samme boligpukkel, og hvor porebeton er et efterspurgt produkt. Det er således aktiviteterne i Østeuropa, der giver chance for at trække H+H i positiv retning på kort sigt, mens Vesteuropa må vente i nogle år. Rusland (stærk udvikling) og Polen er de to vigtige lande.

Gælden er pr. 30-09-2012 på 653 mio. kr. Efterfølgende er et datterselskab i Tjekkiet blevet solgt for 112 mio. kr. til tyske **Xella**. En proces med salg af grusgrave og bygninger for ca. 80 mio. kr. er sat i gang. Hvis disse salg gennemføres, kommer gælden ned på ca. 460 mio. kr. og dermed under den bogførte egenkapital på 483 mio. kr. Nedbringelse af gælden er særdeles vigtigt for H+H, der lever på **Danske Banks** nåde med udløb af kreditfaciliteter i februar 2015. Ledelsen skal inden denne dato få genskabt indtjeningen.

2013 bliver givetvis også et hårdt år for selskabet rent indtjeningsmæssigt, men med en forbedret balance mellem gæld og egenkapital arbejder ledelsen stille og roligt på igen at blive herre i eget hus. Børsværdien er ved kurs 25 nede på 244 mio. kr. Aktien handler således til en Kurs/Indre værdi (244:483) på 0,51. Perioden med markante underskud bør være ovre, om end vi også for 2013 forudser røde tal på bundlinjen. Aktien synes dog at have ramt bunden rent kursmæssigt. Desuden er der fortsat en mulighed for, at selskabet kan blive mødt af et Take Over bud. Tyske Xella prøvede for nogle år siden med et bud på 67,5 kr. pr. aktie. Det blev dog bremset af ledelsen i H+H samt de tyske konkurrencemyndigheder.



First Farms (34,9) er et godt bud på en af næste års vinderaktier. Siden børsnoteringen i starten af 2007 har aktiekursen været på en stor kursderoute. Det afholder givetvis mange fra at investere i selskabet. First Farms købte inden Finanskrisen store jordbesiddelser i Slovakiet og Rumænien. Selv om købene fandt sted til meget lave priser set i forhold til danske forhold, er priserne på landbrug faldet betydeligt siden. Desuden er selskabet blevet ramt negativt af svigtende produktion og lave salgspriser på bl.a. mælk. Selskabet ejer 7.896 hektar jord i de to nævnte lande til en bogført pris på kr. 33.000 pr. hektar. Prisen for landbrugsjord i Danmark ligger p.t. i niveauet kr. 120-150.000 pr. hektar. Jorden, som First Farms ejer, er kendetegnet af høj kvalitet. Udfordringen er at sætte yderligere fart i processen for at optimere kvaliteten af afgrøderne, samt at opnå højere salgspriser.

Børsværdien er nede på 171 mio. kr. Til sammenligning er egenkapitalen pr. 30-09-2012 bogført til 339 mio. kr. Egenkapitalen er sammensat af håndfaste værdier som grunde, bygninger, produktionsanlæg og stambesætninger af kvæg. Kurs/indre værdi (165:339) er nede på 0,49, hvilket er meget lavt taget kvaliteten af egenkapitalen i betragtning. Selvom EU har udfordringer med budgettet, så er der næppe udsigt til, at der bliver skåret i tilskuddet til landbruget i Slovakiet og Rumænien, der hører til blandt de fattigste områder. EU ønsker at få disse to lande op på niveau med resten af Europa, men det tager naturligvis tid. Aktien burde have mulighed for en betydelig Rebound indenfor få år. Med til at presse prisen langt ned i år er måske også landbrugets generelle problemer. Vi kunne godt forestille os, at mange af de oprindelige aktionærer er danske landmænd. Nogle af dem er måske blevet presset af deres banker til at sælge ud af aktiver i de senere år, herunder aktier i First Farms. Det kan have bidraget til at skubbe til kursfaldet.

DFDS (263) har efter et hårdt år indtjenings- og kursmæssigt basis for opgang i 2013-2014. 2012 har været et år præget af lav vækst i økonomierne i Nordeuropa og overkapacitet på flere fragtruter med deraf følgende prispress samt høje udgifter til brændstof. Der er ligeledes negativ påvirkning af en ny operatør på de vigtige ruter ud af Gøteborg. Yderligere er man påvirket af indførelsen af lempeligere regler for russiske vognmænds transport igennem Polen. DFDS blev desuden ramt af en konkurs på et tysk skibsværft, hvor der var bestilt to nye fragtskibe (ro-ro). Det kan dog blive held i uheld, idet branchen i forvejen er presset af overkapacitet. DFDS har i løbet af året indgået joint-venture med Louis Dreyfus Armateurs, hvilket har tilført aktiviteter i lande, som ikke tidligere har været omfattet forretningskonceptet. Trods de store udfordringer er der udsigt til et resultat i år på 225-275 mio. kr. før skat. Aktien handler på baggrund af denne prognose til en P/E på 18. Det er dyrt, men resultatet i år må også betegnes som unormalt lavt. 2013 bliver givetvis også et år med store udfordringer og relativ lav indtjening, men næppe med tilbagegang i forhold til 2012.

FORSLAG TIL NÆSTE ÅRS VINDERPORTEFØLJE

Nedenfor giver vi et bud på en dansk vinderportefølje for 2013. Porteføljen indeholder seks aktier fra hhv. C20, MidCap og SmallCap-indekset med en ligelig fordeling mellem disse indeks. Nytilkomne investorer kan anvende nedenstående forslag som idegrundlag for etablering af en ny portefølje pr. årsskiftet.

C20-selskaber:

A.P. Møller – Mærsk A (39.600), D/S NORDEN (160,5), FLSmidth (332), G4S (23,15), TDC (40,25) og Vestas (31).

MidCap-selskaber:

Auriga (83), DFDS (263), Greentech (8,6), Rockwool (619), Schouw (134) og Zealand Pharma (88).

SmallCap-selskaber:

ChemoMetec (3,5), First Farms (34,9), H+H (25), Harboes Bryggeri (84), SmartGuy (2,7), SP Group (124).





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.

