



Sammen er vi bedst

INDHOLD:

Side 2: Aktiekommentar: For nærværende er sentimentet i markedet positivt. Investorerne satser på, at Trump kan gøre "America great again", men hvad med resten af verden? Ingen ved, hvad hans politik bliver.

Side 3 - 5: Cockpit - Stockpick: Fokus på de vigtigste begivenheder i anden halvdel af november – nyheder som kan få betydning for finansmarkederne fremadrettet.

Side 6: Alm. Brand: Aktien handles til kurs 53. P/E (2017E) er dermed 14,5 og kurs/indre værdi 1,8. Topdanmark og Tryg handles til kurs/indre værdi forhold på ca. 3,7 i niveau. Vores anbefaling er langsigtet køb trods den overraskende matte guidance for det kommende år.

Side 7: Matas: Umiddelbart efter regnskabet faldt aktiekursen fra 126 til nu 97, svarende til -23 %. Dette kursfald ser vi som en mulighed for "bundfiskeri", idet aktien ved den nuværende kurs handles til en P/E 2016/17E på blot 11,3. Meget dårligt synes nu at være indregnet i aktiekursen, og dermed stiger sandsynligheden for en vending opad igen. Bunden må være nået for aktiekursen med priser nede i 90'erne.

Side 8: NNIT: Kan NNIT fastholde sit positive momentum i salget og løbende få nye store kunder på bogen, så forekommer aktien at være et godt køb med et sigte på 3, 5 ja, gerne 10 år ud i fremtiden.

Side 9: IC Group: Vi mener, at odds er i favør af succes. Det egentlige mål er formentlig i løbet af få år at løfte selskabets værdi markant, så hovedaktionæren, Niels Martinsen, kan sælge sin dominerende aktiepost til en god pris baseret på god indtjening og vækstevne. Langsigtet køb er vores konklusion.

Side 10: Sparekassen Sjælland - Fyn: Sparekassen har en lavere gearing end normen, og aktien handler på betydeligt bedre multipler end branchen. I takt med at flere og flere investorer får øjnene op for denne spændende aktie, er der udsigt til kursmæssig fremgang. Aktien er dog primært egnet til tålmodige investorer.

Side 11 – 12: Bakkafrost: Vi mener, at aktien kan blive udsat for et setback, idet prisudviklingen på laks er den ledende parameter i det spil og her er det down side risk. Afvent køb er derfor konklusionen.

Side 13 - 14: Thule Group: Thule Group ligner et godt og solidt køb. Udviklingen i indtjeningen ser positiv ud til trods for de aktuelle problemer i USA, som virker midlertidige.

Side 15 - 16: ThyssenKrupp: Vi fastholder tilliden til succes i dette store projekt med genrejsning. Langsigtet køb af aktien (21,4 €) er vurderingen - selv om 2015/16 regnskabet alt i alt må betegnes som skuffende.

Næste udgave udkommer den 15-12-2016.



AKTIEKOMMENTAR

Perioden siden Trump blev valgt som USA's næste præsident har udviklet sig godt. Især amerikanske aktier har haft en god udvikling. Danmark halter derimod fortsat bagefter, hvilket dog primært skyldes en svag udvikling i Novo Nordisk og Vestas. Råvaresekskaber har i årevis været under pres, men nu anes der bedre tider for råvarepriserne. Det vil komme FLSmidth til gavn. Udenlandske banker er trukket op på udsigten til stigende renter, men her er festen gået uden om Danmark. Danske aktiers særstatus med overperformance i de seneste mange år er truet, da de udenlandske investorer nu sælger kraftigt ud af danske aktier. 2016 har været et år præget af de overraskende udfald omkring valget i både Storbritannien og USA. Som altid retter tingene sig, er holdningen hos mange. Det var jo tilfældet både efter BREXIT og valget i USA, så aktiemarkedet kan tilsyneladende holde til hvad-som-helst. Imidlertid frygter vi, at aktierne pludselig kan vende snuden nedad igen. Det er de store investorer, der styrer finansmarkederne, mens vi mindre investorer bliver trukket rundt i manegen, hvis vi ikke er på vagt.

Allerede på søndag udestår næste store "hurdle", som endnu ikke har fået den store mediebevågenhed. Italiens premierminister Renzi har nemlig udskrevet en afstemning med henblik på afklaring af en række forfatningsmæssige forhold. Valget i Italien drejer sig om en indskrænkelse af de to senaters magt – og dermed mere magt til regeringen. Renzi har haft vanskeligt ved at gennemføre de nødvendige reformer, der er blevet bremsede i Senatet. Hvis befolkningen siger ja til de forfatningsmæssige ændringer, vil det simplificere vedtagelsen af reformer til gavn for den italienske økonomi. Renzi har nævnt, at et nederlag til hans linje vil betyde, at han træder tilbage som premierminister. Et nyvalg kan kaste Italien ud i økonomisk morads med risiko for, at EU-fjendtlige partier så kan vinde flertallet. Selv om der ikke er ret stor opmærksomhed på valget, så bliver afstemningen på søndag meget vigtig. Italien er Europas tredjestørste land og medlem af G7. Hvis dette store land også bevæger sig imod EU-systemet, så trues den indre styrke i det europæiske system (signal). Internt i Italien nævnes hele otte banker at være i økonomisk ufare, men en omfattende sanering er blevet udskudt gang på gang. Ingen tør svinge kniven og udløse et behov for store beløb til genopretning. Absurd nok kan et Ja-udfald måske føre til start på denne saneringsopgave.

Nyd freden indtil på søndag. Mandag kan vi stå med en helt anden dagsorden, hvor der igen kan komme pres på EU og dermed aktierne i bred forstand. Hvis Renzi derimod vinder søndagens afstemning, vil der blive draget et lettelsens suk i Bruxelles og formentlig også på de finansielle markeder. Investering drejer sig om at opnå et fornuftigt afkast – henset til risikoen. På det punkt mener vi ikke, at tingene står mål med hinanden for tiden. Påpasselighed må derfor tilrådes. Det er den primære årsag til, at vi aktuelt i Aktieinfos modelportefølje kun er 78% investeret. Om det er rigtigt eller forkert at holde penge klar på sidelinjen kan kun fremtiden vise, men for at beskytte formuen er det aldrig dumt at passe på sine penge. Der skal nok fremover komme masser af muligheder for at tjene penge – med en mere fornuftig risikoeksponering.

For nærværende er sentimentet i markedet positivt. Investorerne satser på, at Trump kan gøre "America great again", men hvad med resten af verden, der er kulissen? Ingen ved, hvad hans politik bliver. Hans retorik i valgkampen var hård og ubønhørlig, men på en række punkter har han allerede blødt op. Men hvis alle hans valgløfter blødes op, så er det ikke sikkert, at han bliver den handlekraftige præsident, som de finansielle aktører og investorer nu regner med. I de kommende måneder kan ALT ske. En forfatter har om livet meget rammende udtrykt følgende kloge ord: "Jeg har haft mange bekymringer i mit liv. De fleste af dem blev ikke til noget". Måske er vores bekymring grundløs. Imidlertid har vi at gøre med uforholdsmæssigt mange ubekendte, og forsigtighed er en dyd for os. Hvis de store investorer pludselig vender 180 grader rundt, kan usikkerheden komme retur ind i markedet igen. USA-markedet har trods sin fornyede optimisme helt kort afstand (5-6 %) ned til et støtteniveau rent kursteknisk (Dow Jones 18.000, S&P 2.100, NASDAQ 5.000). Denne is skal holde, og med talrige aktører som handler i blind følgeskab af de andre lige så mål-løse, kan det let gå galt. Vi går en spændende og udfordrende fremtid i møde. Alt kan ske.



COCKPIT – STOCKPICK

TDC: Kapitalfonden Apollo menes at have trukket sig fra et muligt køb af den danske telekoncern.

Coloplast har for 1,1 mia. kr. købt sig adgang til det amerikanske marked ved overtagelsen af den amerikanske distributør, Comfort Medical. Købet giver god mening og vil øge selskabets ekspansionsmuligheder på det amerikanske marked på sigt.

A.P. Møller – Mærsk køber verdens 7. største containerrederi, Hamburg Süd, hvorved Maersk Lines globale markedsandel stiger fra 15,7 % til 18,6 %. Købet er betinget af myndighedernes godkendelse. Dette køb og en stigende pris på olie har løftet aktiekursen forud for selskabets kapitalmarkedsdag den 13-12-2016.

TORM skuffede med sit Q3 regnskab og faldt i kurs. Markedet for transport af raffineret olie ligger fortsat på et svagt niveau, og selskabet venter først en forbedring, når lagrene reduceres. Ledelsen taler om en lille bedring, men den kommer nok først i 2017 – og det er jo tæt på. De pressede rater fortsætter her i Q4, hvorfor man nu kun forventer et resultat før skat på 30-50 mio. USD mod før 50-90 mio. USD. Det er endnu for tidligt at købe op i branchen, men vi nærmer os nogle interessante opsamlingsniveauer.

DFDS kom med et pænt regnskab, og ledelsen har endnu ikke set negative effekter fra briternes BREXIT. Ledelsen ser derfor også positivt på 2017.

Topdanmark har i Q3 opnået et overskud på 533 mio. kr., hvilket langt oversteg analytikernes forventninger. Top løfter prognosen for 2016 til et overskud på 1,2-1,3 mia. kr. mod før 1,0-1,1 mia. kr.

Kreditbanken i Åbenrå har i år nydt godt af positive kursreguleringer, lavere nedskrivninger på udlån og en lille fremgang i rente- og gebyrindtægterne. Især sidstnævnte post er flot klaret i denne ekstreme lavrenteperiode. Kreditbanken opjusterer derfor og venter nu et resultat før skat på 40 mio. kr. mod før 23-33 mio. kr.

Biotekselskabet Veloxis har godt gang i salget af Envarsus XR til brug mod organfrastødning efter nyretransplantationer. Trods et flot Q3 fastholdes prognosen om et driftsunderskud på 25-31 mio. USD efter - 23,8 mio. USD i Q1-3.

Rockwool: Omsætningen var lidt til den svage side, mens indtjeningen lå over det forventede. Prognosen for året fastholdes, dvs. en lille vækstfremgang og en EBIT-margin på 10 %. Den kortsigtede upside i aktien (1.125) synes at være udtømt.

Santa Fe skuffede med sit Q3-regnskab. Ledelsen venter nu et salg på 325-345 mio. EUR mod før 320-350. EBITDA ventes at lande i den nedre del af det tidligere udmeldte interval på 10-14 mio. EUR.

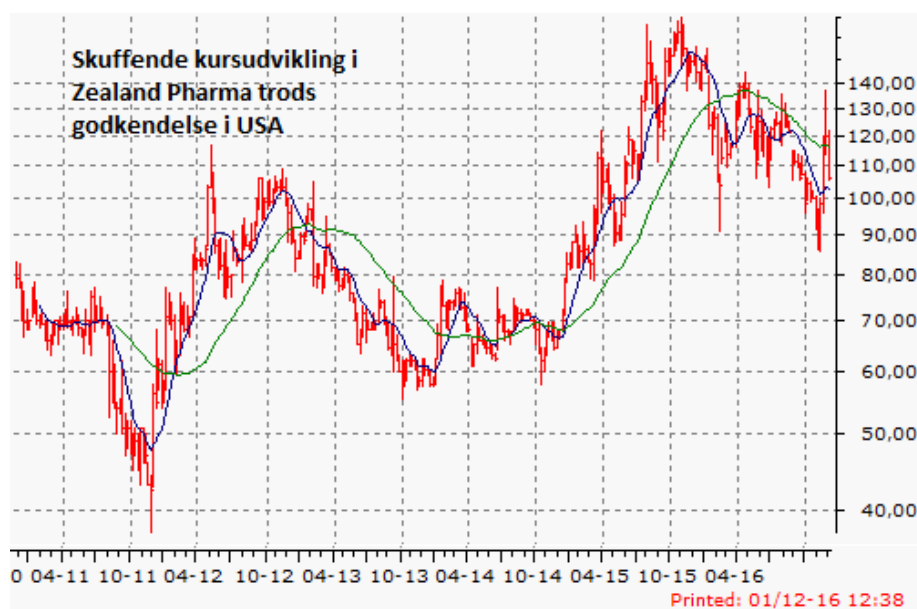
Plastikkomponentfirmaet SP Group har i årets løb gennemført nogle strategiske opkøb, og det batter godt på såvel salget som indtjeningen. Salget i Q3 nåede op på 368,8 mio. kr. og resultat før skat for årets første ni måneder er vokset til 91,3 mio. kr. Derfor forhøjes prognosen for 2016 til et resultat før skat på 120 mio. kr. mod før 100-120 mio. kr. Aktien er også inde i en god udvikling.

H+H (porebeton) fastholder prognosen for 2016, dvs. en organisk vækst på 5-6 % og et EBITDA-resultat på 190-210 mio. kr. Storbritannien er et stort og vigtigt marked for H+H. Tilsyneladende har briternes Brexit-beslutning ikke ført til ændrede forudsætninger for H+H, ligesom GBP-svækkelsen også er klaret uden problemer. Ganske flot. Man må håbe, at det holder.

ISS har købt til tyske selskab Evantec og styrker dermed sin position inden for Facility Management i Tyskland. Evantec er en teknisk servicevirksomhed med fokus på bygningsvedligeholdelse.



Zealand Pharma og partneren Sanofi (Frankrig) har efter tre måneders ekstra betænkningstid fået godkendt kombinationsproduktet (stoffet Lixisenatid (opfundet af Zealand) i kombination med verdens bedst sælgende insulinprodukt Lantus fra Sanofi) hos de amerikanske sundhedsmyndigheder (FDA). Godkendelsen udløser en milepælsbetaling til ZP på 25 mio. USD. Sanofi vil allerede i januar påbegynde udrulningen af salget i USA, hvilket også vil omfatte solopræparatet Adlyxin (samme som Lyxumia, der allerede sælges i 45 lande). Adlyxin blev godkendt i USA i juli, men Sanofi har afventet godkendelsen af kombinationspræparatet Soliqua (tidligere kendt som iGlarLixi). Nu skal der fuld fart på salget. Prisen for Soliqua er dog en afgørende faktor for, hvor hurtigt produktet vinder gehør i markedet. Sanofi har udtalt, at man vil følge af "pragmatisk" tilgang omkring salgsprisen. Det tolker vi som en pris, der ikke afskrækker i markedet. Vi forventer, at Sanofi i 2020 vil kunne opnå et salg på 1 mia. USD for dette produkt, hvilket i så fald vil medføre indtægter til ZP i niveauet 100 mio. USD (en lav to-cifret procentuel andel af salget i royalties til ZP). Zealand er en særdeles spændende aktie med en stor upside på sigt.



Novo Nordisk fik også godkendt sit konkurrerende produkt Xultophy. Det er et kombinationsprodukt bestående af Victoza og Tresiba. Xultophy og Soliqua skal nu ud i direkte konkurrence. Investorerne har fortsat ikke tiltro til Novo Nordisk, idet man frygter stigende konkurrence på diabetesmarkedet i USA, hvilket vil reducere selskabets indtjening. Senest er det kommet frem, at schweiziske Roche formentlig allerede i slutningen af 2017 er klar med et blødermiddel (ACE910), der skal tage konkurrencen op med NN's storsælgende hæmofilprodukter. Mange ting går imod Novo Nordisk for tiden, men det er efter vores vurdering også snart fuldt indregnet i aktiekursen efter et fald fra nær 400 til nu 235. Aktien begynder at se interessant ud for langsigtede investorer. Udfordringen er dog, hvis de internationale aktiemarkeder måtte knække over og begynde at falde generelt. I så fald kan det danske marked ikke falde, uden at NN også bliver ramt hårdt. Pas derfor på med at købe for tidligt ind i NN (igen?). Ejer man aktien, er man næsten nødt til at holde fast og vente på bedre tider.

Genmab har langt hurtigere end forventet fået godkendt Darzalex til andenbehandling mod knoglemarvskræft. Det udløser en milepælsbetaling på 65 mio. USD, hvilket Genmab ikke havde forventet i indværende år (men senere). Derfor løftes prognosen for årets driftsindtjening fra 375-425 mio. kr. til 825-875 mio. kr. Selv om Genmab har præsteret et særdeles flot nyhedsflow i år, og selv om mange analytikere og investorer ser et meget stort upside i aktien, så stiller vi os tvivlende. Aktien synes at være kommet langt foran vognen og handler på nogle meget høje nøgletal. Darzalex salget i oktober steg som forventet med 4,5 % til 46,7 mio. USD.

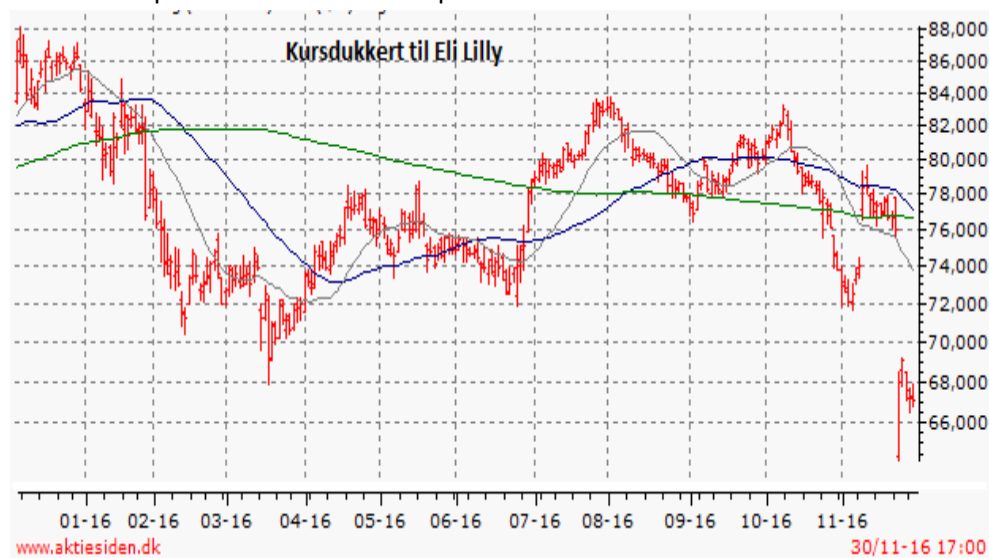
Bavarian Nordic har nu fået indrulleret det ønskede antal patienter til deltagelse for fase III forsøg med koppevaccinen IMVAMUNE. Foreløbige data fra dette forsøg forventes klar i H2 2017.



Bryggerigruppen Royal Unibrew kom lidt svagere ud af Q3 end analytikerne ventede. Salget steg med 28 mio. kr. til 1.714 mio. kr. De frie pengestrømme faldt, hvilket var skuffende. Selskabet er fortsat udfordret på det italienske marked, hvor forbrugerne er tilbageholdende. Desuden var vejrliget i august ikke med bryggeriet. Effektiviseringerne forløber efter planen, og samarbejdet med Pepsico udvikler sig lovende. Salget i Vesteuropa udgjorde 30 % af koncernomsætningen. Et nyt mikrobryggeri åbner i Odense i foråret 2017 som led i selskabets innovation. Ledelsen fastholder prognosen for året, dvs. et EBITDA-resultat på 1.240-1.290 mio. kr. (1.225 i samme periode sidste år) og et EBIT-resultat på 935-985 mio. kr. (917 i samme periode sidste år). Ledelsen indikerer nu et resultat i den øvre del af det udmeldte interval. Der var egentlig ikke så meget at blive skuffet over, men aktien reagerede kraftigt nedad.

Hugo Boss og dets nye topchef vil transformere selskabet, således at der i mindre grad satses på luksusvarer. Der skal fokuseres på mere e-handel baseret på færre mærker og lavere priser. 2017 vil derfor blive et overgangsår, og først i 2018 ventes der på ny vækst. Den nye strategi kan vise sig at være klog, men der er så sandelig også risiko for det modsatte. Hugo Boss har altid været kendetegnet af høje priser baseret på luksusprofilen. Nu bevæger man sig et skridt ned ad stigen. Det kan få mange tidligere kunder til at fravælge Hugo Boss-mærket fremover.

Eli Lilly, der har blæst til kamp mod Novo Nordisk og Sanofi med lanceringen af kopiproduktet Basaglar (forventet start 15-12), fik tørre tæsk, da det stod klart, at Solanezumab til behandling af demens/Alzheimers, i de afgørende forsøg ikke udviste den ønskede effekt. Eli Lilly opgiver derfor at få godkendt produktet hos FDA. Nyheden er på længere sigt positiv for Lundbeck, der har produkter på vej i segmentet med Alzheimers. Deres nuværende produkt Ebixa er ude af patent.



Wal-Mart overraskede positivt med et EPS på 0,98 USD og en stigning i salget på 1,2% i Q3. EPS for året ventes nu at nå 4,2-4,35 USD mod før 4,15-4,35. Altså en nærmest kosmetisk opjustering.

Elektronikkæden Best Buy så sit overskud i Q3 stige til 0,62 USD mod forventet 0,47 USD.

Storbritannien: Den britiske finansminister sænker prognosen for landets BNP i 2017 til nu +1,4 % mod før +2,2 %. Det er effekten af Brexit der er årsagen.

Ctrip (en kinesisk online rejsesøgemaskine) har for 1,4 mia. GBP købt den skotske søgemaskine Skyscanner. Ctrip satser på at nyde godt af den voksende rejselyst hos den kinesiske befolkning. Ctrip har i år købt op i branchen for i alt 191 mia. USD!



ALM. BRAND

Koncernen fortsætter den positive udvikling med skadesforsikring i centrum. Her tjenes pengene trods stagnation i omsætningen. Skadesforsikring bidrager med 90 % og Liv med 10 %, mens Bank kører rundt på nulpunktet inkl. fællesudgifterne.

For hele året er ledelsens guidance 900-1.00 mio. kr. i overskud før skat. Sidste år var tallet 645 mio. kr., men det skyldtes underskud i bankdelens afviklingsforretning på 349 mio. kr. Reelt er der altså tale om uforandret indtjening på et højt niveau. Forrentningen af egenkapitalen vil ligge på ca. 20 % før skat og efter skat er der udsigt til 15 %. Dette tal estimerer vi til 775 mio. kr. (EPS 4,6 kr.).

Combined ratio er 81,5 % (skader 65,0 og administration 16,5) for Q1-3. Det er en særdeles god præstation. Liv kører støt og roligt med en slags administrations- og risikoprofit. Hvis der opstår kurstab eller problemer, kan indtjeningen blive truet, men ellers vil det gå fint her. Banken er omsider over nulpunktet igen, og profilen er nu low-risk, så den del burde også være bragt på ret køl. Spørgsmålet er så, om det kan lykkes at ekspandere banken på ny med denne ramme?

Alt går altså storartet, men alligevel fremlagde ledelsen en nyhed med en særdeles forsigtig guidance angående 2017. Her regner man kun med et overskud på 400-500 mio. kr. Det fremgår ikke klart, om det er før eller efter skat. Combined ratio ansættes her til 92 %, hvilket er en markant forværring og dermed udtryk for et særdeles negativt forløb. Forsikringsmarkedet er fortsat lukrativt her i landet, og intet tyder på en ændring på kort sigt. Derimod kan der sagtens tænkes at indtræffe store skader efter en række år med små udgifter til storme og andre voldsomme begivenheder.

Pointen synes at være, at ledelsen finder det nødvendigt at påpege, at indeværende års udfald tegner til at blive ekstra godt - og denne situation kan ikke på forhånd påregnes at fortsætte næste år.

Hvis vi selv skal fremlægge et skøn, vil tallet for overskuddet før skat i 2017 være på 750-800 mio. kr., og dermed netto 600-625 mio. kr. EPS tallet bliver 3,6-3,7. Aktiens indre værdi er pt. på 30. Egenkapitalens forrentning efter skat kan for 2017 skønnes til 11 %. Vi regner med betaling af et udbytte på 2,0 kr. pr. aktie.

Aktien handles til kurs 53. P/E (2017E) er dermed 14,5 og kurs/indre værdi 1,8. Topdanmark og Tryk handles til kurs/indre værdi forhold på ca. 3,7 i niveau.

Med denne relative rabat på det halve forekommer Alm. Brand at være et fornuftigt køb for langsigtede investorer. Den afgørende risiko er udviklingen i konkurrencen på det danske marked for skadesforsikring. Den nugældende situation med "dyb fred" og høj indtjening til forsikringsselskaberne kan jo ikke fastholdes i det uendelige, men ingen af de store aktører ønsker frivilligt at ødelægge den gode stemning. Danmark er et land med en relativ lav vækst i BNP for den private erhvervssektor og ligeledes for forbrugernes behov for forsikringer, så der er ingen lyst fra udenlandske selskabers side til at gå ind og starte forfra. Samtidig er danskerne vanskelige at flytte i kundeforhold, og man lader sig ikke lokke af slagtilbud. Erfaringen med flop-selskaber er desværre dårlig, og det seneste kollaps for et nyt selskab bekræfter mistroen til sådanne udbydere.

Vores anbefaling er langsigtet køb trods den overraskende matte guidance for det kommende år.



MATAS

Selskabet har for nylig rapporteret om udviklingen i Q2 og dermed H1 af det forskudte regnskabsår 2016/17 (01-04 til 31-03-2017). Matas er Danmarks største detailhandelskæde inden for salg af produkter til skønhed, sundhed og personlig pleje. Matas er især kendt for dets egne stribeede produkter, der har en høj kendskabsgrad hos forbrugerne. Matas er bygget op omkring et butikskoncept for de ca. 300 fysiske butikker, hvortil kommer web-shoppen. 5 Stylebox shop-in-shops er i det seneste år åbnet rundt omkring i Danmark med dertil hørende webshop. I år er der åbnet to testbutikker i henhold til "Matas 2020" konceptet i Fields i København og Bruuns Galleri i Århus.

Konkurrencen på markedet er intensiveret efter åbningen af Normal-butikskæden, der tilbyder dagligdags produkter til personlig pleje til lave priser. For at imødegå den tiltagende konkurrence har Matas lanceret en række dagligdagsprodukter under mærket ALTID (altid billigt). Udover Normal-kæden må Matas imødesætte konkurrence fra en hollandsk aktør, der nu vil forsøge sig med en bredere markedsindtrængning i Danmark. Udfordringerne er således store, hvorfor det er vigtigt, at Matas forstår at udnytte/forsvare selskabets hidtil unikke førerposition på det danske marked. Det vigtigste "våben" i kampen om kundernes gunst er Club Matas konceptet, hvor der i dag er 1,6 mio. medlemmer. I sommer har Matas relanceret Club Matas, således at man i endnu højere grad kan tilpasse salgskampanjer til hvert enkelt medlem baseret på deres tidligere indkøb. Med 1,6 mio. medlemmer burde Matas have et afgørende våben til at kunne svare igen mod konkurrenterne. Det har taget lang tid at opbygge denne "trofaste" kundeskare, der repræsenterer et særdeles købedygtigt publikum.

I første halvår har Matas øget salget med 0,8 %, men isoleret betragtet på Q2 faldt like-for-like (direkte sammenligneligt i forhold til tidligere år) omsætningen faktisk med 1,5 %. Denne tendens må ikke bide sig fast. Modsvaret er som nævnt ovenfor de målrettede tilbud til Club Matas kunderne, åbningen af high-end konceptet Stylebox og lavpriskonceptet ALTID, hvor sidstnævnte er indrettet som et direkte modsvar til Normal. Matas burde have alle muligheder for at slå tilbage og genvinde momentum i sit salg. Noget skal der gøres for ikke at ende i defensiven med tilbagegang.

Efter et mat Q2 med nedgang i salg og indtjening har ledelsen valgt at reducere forventningerne til indenværende år. Nu ventes kun en like-for-like vækst i salget på 0-2 % mod før 1-3 %. Overskudsgraden opgjort på EBITA ventes nu at blive 16 % mod før underkanten af 17 %. Værre er nedjusteringen altså ikke.

Umiddelbart efter regnskabet faldt aktiekursen fra 126 til nu 97, svarende til -23 %. Dette kursfald ser vi som en mulighed for "bundfiskeri", idet aktien ved den nuværende kurs handles til en P/E 2016/17E på blot 11,3. Meget dårligt synes nu at være indregnet i aktiekursen, og dermed stiger sandsynligheden for en vending opad igen. Bunden må være nået for aktiekursen med priser nede i 90'erne.

Ledelsens tiltag med at iværksætte spareplaner med henblik på at opnå årlige besparelser på 25-30 mio. kr. med fuld virkning fra Q1 i regnskabsåret 2017/18 er slet ikke indregnet. Det afgørende punkt på kort sigt er dog, hvor hurtigt selskabet formår at svare igen på den voksende konkurrence fra Normal og den hollandske kæde. Markedet kan som helhed ikke udvides ret meget mere – fremadrettet bliver det et spørgsmål om fordelingen af "kagen" (markedsandel). Vi vurderer, at Matas har gode muligheder for at fastholde sin høje markedsandel, men det kræver succes med de målrettede kampanjer til Club Matas medlemmerne. Da vi ser potentiale i aktien, valgte vi den 24-11-2016 at indlemme Matas i vores modelportefølje ved køb til kurs 96.



NNIT

NNIT gik på Børsen den 06-03-2015 til kurs 125 som et spin-off fra Novo Nordisk A/S. Børsnoteringen blev en stor succes med voldsom overtegning af det relativt lille udbud. Kursen sluttede sidste år i 188,5 for så i år at have toppet i 284 - før vi nu har set et voldsomt set-back til lige under 200.

Det tidligere moderselskab er fortsat den absolut største kunde, men andelen (46 % i første halvår 2016; hertil kommer dog reelt også Novozymes med formentlig 3 %) nedbringes løbende ved vækst blandt andre kunder. Der udføres både opgaver med drift af systemer døgnet rundt og udvikling af IT-systemer (software). Selskabets særlige styrke ligger inden for kontrol af vareflow (tracking), hvor man kan spore et lægemiddelprodukt eller lignende baglæns i varekæden. Life Science sektoren er det dominerende virkefelt. De øvrige segmenter er Enterprise (erhvervskunder som Arla, Danish Crown, Vestas), Public (fx DSB) og Finance (fx PFA). På kapacitetssiden indgår driftsenheder placeret i Kina, Filippinerne og Tjekkiet som vigtige led. Disse lande står for 39 % af personalestyrken, mens 61 % af personalet er i Danmark.

2016 har budt på flere gode nyheder, men alligevel er kursen faldet. Det gør aktien interessant i det nuværende kursniveau. I år er der indgået nye store aftaler med Danske Bank, Købstædernes Forsikring, Popermo Forsikring, Pandora (ordren er på et tre-cifret mio. beløb), Widex, Ambu og senest Kriminalforsorgen. Opgaverne dækker ERP support og hosting. For at udvide produktpaletten har NNIT for nylig meldt om et nyt samarbejde med SAP omkring udvikling af fælles løsninger til identifikation af lægemidler, hvor nye lovkrav kræver brug af tæt IT-styring hos kunderne i life science. Desuden er der indgået et samarbejde med Informatica, der er verdens førende inden for data management løsninger. NNIT's omsætning er fortsat centreret om Danmark (og Novo Nordisk) med en fordeling Danmark/udlandet på 90/10 %.

Novo A/S og Novo Nordisk ejer 51 % af alle aktier, mens Chr. Augustinus Fabrikker netop er gået over 10 % og FMR ejer 6,3 %. Der er således reelt et relativt lille antal aktier ude i frit flow (8,2 mio. aktier ud af 25 mio. styk).

Vi ser et stort potentiale for at øge salget af løsninger til tracking inden for medicinalindustrien. Denne er underlagt meget strenge krav til kvalitetskontrol og styring af sikkerhed generelt. NNIT har bevist evnen til at klare sådanne opgaver for Novo Nordisk – nu skal man ud og sælge til andre store medicinalkoncerner. Ambu er et eksempel på et selskab, der har valgt NNIT, men det er i medico udstyr (især til engangsbrug).

For nærværende går det glimrende for NNIT. Q1-3 rapporteringen understøtter os i troen på, at selskabet vil kunne levere de lovede resultater i 2016, dvs. en organisk salgsvækst på 5-8 % og en overskudsgrad på 10-11 %. Baseret herpå er vores estimat for salget i år 2,8 mia. kr., et driftsresultat på 300 mio. kr. (overskudsgrad 10,7 %) og et nettoresultat på 230 mio. kr. (= 9,2 kr. pr. aktie). Ved kurs 198 handler aktien således til en P/E 2016E på 21,5. Vores estimater for 2017 er en omsætning på 3.050 mio. kr. (+ 9 %), en overskudsgrad på 10,7 % og et nettoresultat på 250 mio. kr. (= 10 kr. pr. aktie). P/E 2017E kan således estimeres til 19,8. Aktien er således ingenlunde billig trods nedturen og samlet set en stagnerende kursudvikling i 2016. Ordrebogen er på 2, 6 mia. kr., hvilket er komfortabelt med mulighed for udvidelse.

Kan NNIT fastholde sit positive momentum i salget og løbende få nye store kunder på bogen, så forekommer aktien at være et godt køb med et sigte på 3, 5 ja, gerne 10 år ud i fremtiden.



IC GROUP

Tøjkoncernen har efter frasalg af en række mærker i midterfeltet koncentreret indsatsen om tre finere brands: Peak Performance (sportspræget udetøj mv.), Tiger of Sweden (herretøj), By Malene Birger (dametøj). Desuden ejer man fortsat Saint Tropez og Designers Remix (51 %), der begge ønskes afhændet. Salgets fordeling i Q1 (01-07 til 30-09-2016) af det forskudte regnskabsår 2016/17 er: Peak Performance 41, Tiger of Sweden 34, By Malene Birger 11, Ikke-fortsættende mærker 14% (Saint Tropez og Designers Remix).

De tre hovedmærker er placeret i Premium segmentet med relativ høj pris og flot design i skandinavisk stil og kvalitet. Vækst skal opnås ved international ekspansion, idet Norden udgør ca. 70 % af omsætningen. Egne butikker, franchise og koncessioner bruges som spydspids i vækstindsatsen, men salg engros til uafhængige tøjforhandlere udgør størstedelen af omsætningen (ca. 60 %). Produkterne forhandles i mere end 5.000 butikker. Økonomisk er selskabet næsten selvfinansieret, men der er indgået lejeaftaler med en samlet forpligtelse på 324 mio. kr., hvilket også udgør en form for gæld. IC Group har 1.146 medarbejdere.

De indre forhold i driften er bragt på plads med fælles håndtering af en række funktioner. De tre mærker lever dog hver deres liv omkring nye kollektioner. Ledelsen har introduceret en interessant metode, idet udvikling af nye produkter allerede fra starten skal fokusere på det forventede økonomiske bidrag fra dem (bruttoavancebeløb opgjort engros, må vi formode). Ideen er, at personalet skal lære at tænke økonomisk til gavn for firmaet. I forvejen er der strammet op på brugen af underleverandører og varehåndteringen. Fokus er at kunne lancere markedsrelevante nyheder og optimere dækningsbidraget. For at forbedre rotationen året igennem af produkterne er der også taget fat på styring af restlagrene med egne outlets. Informationerne fra selskabet tyder på en meget strammere håndtering, og fremover vil det betyde flere situationer med udsolgte varer (der er jo mange størrelsesnumre af de enkelte produkter).

Et uafklaret spørgsmål er fremtiden for de to sekundære mærker, Saint Tropez og Designers Remix. De forventes ikke at forblive en del af IC Group, men frasalget har været så længe, at dynamikken i de to forretninger kan fuse ud og ødelægge værdien. Noget skal der snart ske med dem.

Etablering af egne butikker er et vigtigt led i at sætte skub i salget. I 2015/16 åbnede man derfor 23 nye butikker. Tyskland og England vil blive søgt udnyttet, da de passer til Premium profilen inden for herre- og dametøj. Peak Performance med dyre specialvarer burde have mulighed for at udbrede sit salg i alle rige lande. Området for ferie, fritid og sport rummer store muligheder, og her er folk parat til at betale for "det helt rigtige udstyr", der rummer en form for profilering i den pågældendes omgangskreds.

E-handel passer perfekt til IC Group's publikum med stor købekraft og lyst til højprofilerede tøjmærker. De kan få adgang til varen, uanset hvor i verden de bor. Ledelsen satser på at udnytte denne metode, men der er ingen informationer om salgets omfang. Det tyder på beskeden fremdrift og en blød start.

Trods et relativt svagt Q1 med lav aktivitet i butikkerne og højere salgsrelaterede omkostninger, fastholder ledelsen forventningerne om en salgsvækst på 6 %, mens EBIT-marginen nu ventes at nå 8-9 % mod før ca. 9 %. P/E (2016/17E) kan anslås til 13,4 (145/10,8), idet vi forudsætter et salg på 2.825 mio. kr. (op fra 2.665 mio. kr.) og et nettoresultat på 185 mio. kr. (193 mio. kr. i 2015/16). Indre værdi er et svagt punkt med 38 kr. efter udbyttebetalingen. IC Group er kun nået ud på startbanen og er klar til take off. Vi mener, at odds er i favør af succes. Det egentlige mål er formentlig i løbet af få år at løfte selskabets værdi markant, så hovedaktionæren, Niels Martinsen, kan sælge sin dominerende aktiepost til en god pris baseret på god indtjening og vækstevne. Langsigtet køb er vores konklusion, selv om mode altid er lunefuldt og omskifteligt.





SPAREKASSEN SJÆLLAND – FYN

Sparekassen gik på Børsen den 03-12-2015 til kurs 99. Siden har kursen været nede i en bundnotering på 77,5 for nu at ligge i kurs 105. Det er et lokalt pengeinstitut, som har vokset sig stort. Hovedkontoret er beliggende i Holbæk. Man har via opkøb udvidet virkefeltet fra Nordvestsjælland til hele Sjælland og videre til Fyn efter overtagelsen af Sparekassen Fyn (oprindeligt: Sparekassen Fåborg). Filialnettet udvides også løbende, idet strategien går ud på nærhed til kunderne med god personlig service og tilbud med alle typer af bankforretninger. Aktivitet med specielle finansielle kontrakter og store professionelle kunder overlader man dog til de store banker, der modsat Sparekassen lukker deres filialer ned. Det giver ekstra råderum til denne mindre, men fremadstormende sparekasse. Som noget nyt har man udviklet Den digitale Sparekasse. Man er altså med helt fremme teknologisk. I alt har Sparekassen 42 filialer, 564 medarbejdere og 145.000 kunder, heraf de 41.500 kunder placeret på Fyn.

Ændringen af Sparekassens status til børsnoteret selskab indebærer, at en række regnskabsposter ikke kan sammenlignes med de foregående år. Renteudgiften til garantikapitalen er eksempelvis ophørt og erstattet af udlodning af udbytte. Det påvirker skatteposten. Der er sket et fald i renteudgifterne på grund af ophør af dyre højrentekonti. Desuden er der afholdt engangsudgifter til børsnoteringen i 2015. Næste år opnår man en række fordele ved sammenlægning af IT og skift til Bankdata. Sidstnævnte vil sikre en årlig besparelse på 20-25 mio. kr. med fuld effekt allerede i 2017. Skattemæssigt råder man over uudnyttede fradrag, der vil sikre lavere skattebetaling i de næste tre-fem år. Der er aktiveret udskudt skat på 157 mio. kr. plus et endnu ikke bogført beløb på 169 mio. kr.

Nedskrivningerne på udlån falder, og kreditkvaliteten forbedres af god beskæftigelse og stigende boligpriser. Eksposeringen mod landbrugskunder udgør 8 % af udlån og garantier, som den vigtigste risikogruppe. Der følges en forsigtig linje angående både kreditgivning og håndtering af den store overskudslikviditet på 7,1 mia. kr. Opgaven er at øge udlånsmassen uden at påtage sig stor risiko.

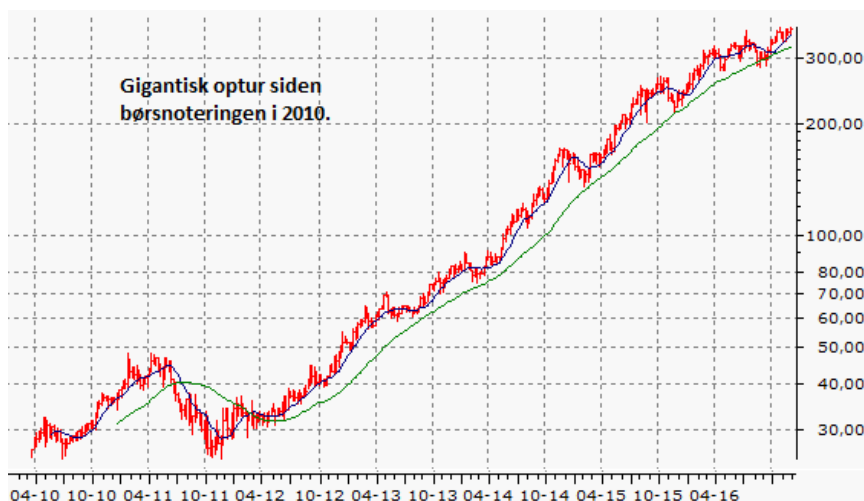
Vækstmæssigt består opgaven i at forøge antallet af privatkunder og opnå succes med etableringen af de nye filialer. Aktiviteten med udlån er svær at udvide hurtigt, da man ønsker rigtige kunder og ikke hurtige aftaler med store erhvervskunder. Restfinansiering af boliger kan være et vækstområde med udsigt til gode indtægter mange år frem. Overskudslikviditeten håndteres forsigtigt for at forhindre kurstab ved en eventuel hurtig rentestigning.

I år er der udsigt til en nedgang i basisindtjening til 345-365 mio. kr. (411). Øvrige regnskabsposter tegner til at udvise en markant forbedring blandt andet som følge af lavere nedskrivninger og forbedring af kursreguleringen. EPS for året estimerer vi til 15,6 kr., hvorved aktien handler til en P/E 2016E (105/15,6) på blot 6,7. Egenkapitalens forretning estimerer vi til 10,0 %, hvilket er lidt under medianen for branchen. Kurs/indre værdi forholdet (105/153) ligger på blot 0,7. Det er betydeligt lavere end Nordea og Danske Bank med 1,3 som niveau. Sparekassen har desuden en lav gearing for udlån og garantier set i forhold til egenkapitalen på kun 7,4x mod hhv. 11,2x og 13,2 for Nordea og Danske Bank.

Vores konklusion er, at Sparekassen Sjælland – Fyn har en lavere gearing end normen, og at aktien handler på betydeligt bedre multipler end branchen. I takt med at flere og flere investorer får øjnene op for denne spændende sparekasse, er der udsigt til kursmæssig fremgang. Aktien er dog primært egnet til tålmodige investorer.



BAKKA Frost



Laksepriserne er i de senere år steget, hvilket har ført til kraftigt stigende indtjening i sektoren med deraf afledte kursstigninger for lakseproducenternes aktier. Selv om det er gået godt på alle fronter og producenterne har været forskånet for sygdomsepidemier i fiskebestanden, er det næppe længere tid til at købe op i disse aktier. Niveauet er (for?) højt på kort og mellemlangt sigt. Henset til den store "hype", som lakseaktierne har været omgærdet af, har vi valgt at se nærmere på det veldrevne firma Bakka Frost.

Selskabet er beliggende på Færøerne og driver havbrug. Produktionen af laks er integreret og omfatter foder, smolt (udklækning af småfisk), opfodring, slagtning og forarbejdning. Transport til Kina og USA foregår via Storbritannien med fly. EU og Rusland klares ved søtransport. Laks fra Færøerne er store og opnår høje priser. Selskabet fremstillede i 2015 i alt 50.565 ton laks (slagtet vægt), og foderproduktionen udgjorde 85.724 ton. Havbrug er kendetegnet ved en høj tilvækst i forhold til fodermængden og dermed god værditilvækst. Afsætningen er som følger: EU 36, Østeuropa 30, USA 19, Kina 11, Resten af Asien 4 %. Hele 64 % af salget sker i spotmarkedet, hvorfor selskabet er eksponeret mod stigninger og fald i afregningspriserne. Disse tal er for 2015.

Bakka Frost har haft en flot udvikling i driften og indtjeningen i de senere år. Salget er vokset fra 1.321 mio. DKK i 2011 til forventet 3,2 mia. DKK i år stigende til 3,5 mia. DKK i 2017. Nettoindtjeningen er i samme periode steget fra 323 mio. DKK til ca. 1,0 mia. DKK i år og samme niveau venter vi næste år. Indtjeningen påvirkes kraftigt af salgsprisen, idet udgifterne ikke følger med op. I regnskabet indgår desuden en - ofte stor - post for regulering af biomassen, hvilket kan betragtes som en slags lagerforskydning. I år kommer der ekstra +200 mio. DKK i indtjeningsbidrag herfra, men det påregner vi ikke for 2017. Selv om driftsoverskuddet må skønnes at stige med 10-15 % næste år, vil nettoresultatet formentlig stagnere.

De to store laksenationer er Norge og Chile, mens Færøernes markedsandel kun er på 3 %. Som hjemmehørende på Færøerne har selskabet kunnet drage fordel af handelskrigen mellem EU og Rusland, idet landets salg til Rusland ikke er blevet stoppet. Placeringen ude i det nordlige Atlanterhav giver fordele med stabil temperatur og stor udskiftning af vandet, der tilfører næring. Risikoen for smitsomme sygdomme er lavere her end i de norske fjorde. Fiskefarmene ligger placeret ved de nordøstlige øer, men via opkøb er der nu også anlæg ved Suderø. På inputsiden har man egen produktion af foder og kun 10 % heraf sælges til eksterne kunder. På outputsiden er der investeret i en ny stor fabrik, der kan håndtere forarbejdning og pakning af færdigvarer. Hensigten er at øge omfanget af forarbejdede laks fra 36 % til 40-50 % af mængden, men det afhænger også af kundernes ønsker. I øjeblikket bremser russer-boom'et denne plan, da de foretrækker køb af selve fisken. Produkterne er i høj kvalitet.

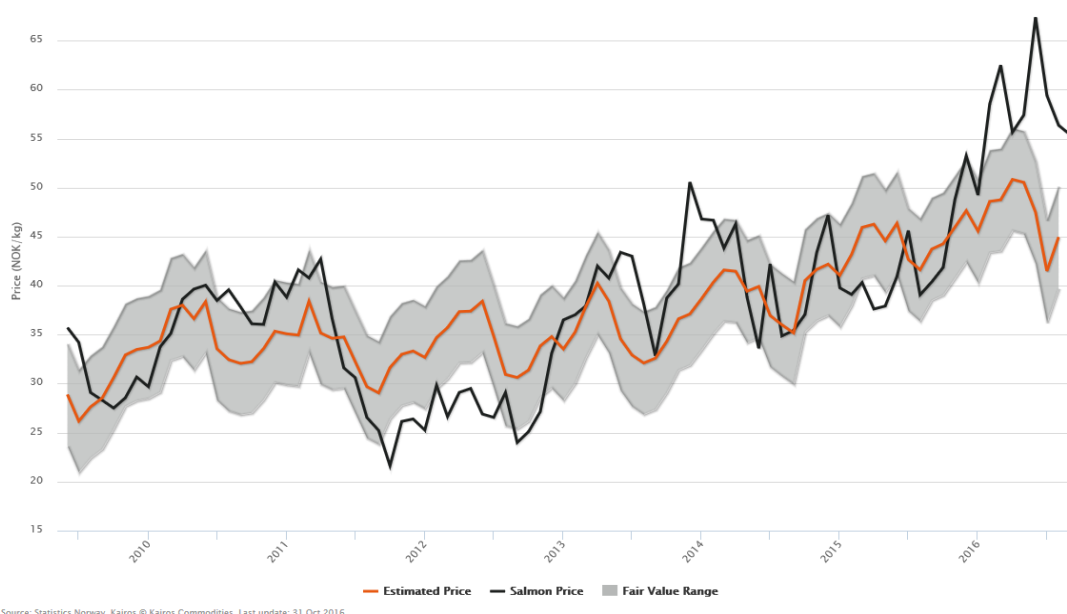


Selskabet påregner at investere 2,0 mia. DKK i perioden 2016-2020 hjemme ved Færøerne, men hvis der skal komme yderligere vækst kræver det etablering af helt nye anlæg i andre lande. På langt sigt ser lakseopdræt ud til at stå over for en gevaldig ekspansion pga. god driftsøkonomi og stigende efterspørgsel på luksusfødevarer (øget velstand). Adgangen til at etablere nye anlæg udgør ikke kun en begrænsning ved Færøerne. I Norge er der stop for yderligere licenser, og den sidste store kvote vil komme i drift i løbet af de kommende år. Nye ideer til vækst er derfor dukket op med forsøg på rensning af vandet for at reducere sygdommene, ligesom det overvejes at bygge enorme akvarier på land. Der skal tænkes kreativt.

Afregningspriserne på laks er det centrale punkt – forudsat produktionen ikke rammes af sygdomsangreb. Prisen må for nærværende betegnes som værende for meget høj, og en større nedadrettet korrektion i priserne må forventes før eller siden.

Bakkafrøst aktiens udfordring er et højt kursniveau efter en 13-dobling siden børsintroduktionen i foråret 2010. Økonomisk står man stærkt med en nettogæld på kun 504 mio. DKK. Egenkapitalen er på 3,0 mia. DKK. Det skal ses i forhold til en børsværdi på 14,3 mia. DKK ved kurs 356 NOK. Overskudsgraden ligger på 35 %.

P/E-tallet for 2016 og 17 tegner ens (uforandret nettoresultat) og kan estimeres til 14 (356/25 NOK). Der udloddes pæne udbytter, og 9-10 DKK pr. aktie må forventes for 2016. Indre værdi er dog lav (61 DKK = 75 NOK) set i forhold til børskursen. Vi mener, at aktien kan blive udsat for et setback, idet prisudviklingen på laks er den ledende parameter i det spil og her er det down side risk. Afvent køb er derfor konklusionen.



Forklaring til ovennævnte graf der er stillet til rådighed af www.kairoscommodities.com. Grafen viser udviklingen i laksepriserne i perioden 2009 til 31-10-2016 (sort linje). Den grå kanal viser fair value for laksepriserne udregnet via en matematisk regressionsmodel med 20 års data. Dette prisinterval indregner en række fundamental forhold som udbud/efterspørgsel, lagrene, værdien på NOK, fodringsomkostningerne til opdræt af laks, sæsonudsving, volatilitet m.m. Den estimerede fair pris (median) vises med den orange linje. Grafen, der altså bygger på fundamentale statistiske data, viser, at laksepriserne aktuelt er i en bobletilstand med alt for høje priser. Set over perioden er det selvsagt positivt, at priserne generelt er steget, men for nærværende er der ikke ligevægt i prisudviklingen. Faktum er derfor, at laksepriserne burde kunne falde ca. 20 % før der på ny kommer en holdbar ligevægt.



Land	Sverige
Børs	OMXS30
Branche	Bil- og sportstilbehør
Market cap	12,85 mia. SEK
Ansatte	2003
Kurs	128,5 SEK (25/11-16)

Thule Group er beliggende i Malmø, Sverige. Selskabet er stiftet af Thulin familien i 1942. Det primære forretningsområde er i dag biludstyr. Thule blev børsnoteret i Sverige i 2014. I dag sælges produkterne i 139 lande, og omsætningen var i 2015 på 5,3 mia. SEK. Det mest kendte brand i Thule Group er deres eget navn Thule, som laver tagbokse og anhængertræk til bl.a. cykler. Thule er mest repræsenteret i Europa men sælger under brandene UWS, Sportrack og Tracrac i USA. Kvaliteten på Thule produkterne er blandt markedets bedste og er blandt andet kåret til bedst-i-test af FDM.

Produkterne

I 2014 tog selskabet et tab på 376 mio. SEK i forbindelse med et salg af deres trailer division, hvilket gjorde at årets resultat blev negativt med 140 mio. SEK. Det skete for at trimme forretningen i forbindelse med børsnoteringen og fokusere på kerneforretningen, da der i forvejen var hårdt prispres på selskabets markeder. Ud over Thule tagbokse har de en kollektion af sportsudstyr herunder cykeltasker, klapvogne designet til løb, skisportsudstyr osv. Sammen med tagbokse og cykelanhængere stod denne division for 66 % af det samlede salg i 2015 og oplevede 6,7 % vækst sammenlignet med 2014. 17 % af salget kom fra sportstasker og rygsække, en division der voksede med 20,7 % i forhold til 2014. De sidste 17 % stammer fra tasker til elektronisk udstyr, hvilket var eneste division der oplevede tilbagegang i forhold til 2014. Geografisk opdeles salget i to regioner: Amerika samt Europa & Resten af verden. Europa & Resten af verden står for 65 % af salget, og voksede 9,1 % i 2015 i forhold til 2014. 35 % af salget hentes i Amerika, hvor der var en tilbagegang i salget i 2015 på 1,8 %. En stigende andel af salget sker via internettet, hvorfor de har oversat deres onlineshop til både fransk og spansk, hvilket forventes at øge salget betragteligt med fokus på salg i Mexico og Canada. Udover online salg sælges deres produkter igennem større detailkæder på både nationalt og international plan, eksempelvis er T-Hansen i Danmark blandt de største udbydere af Thule produkter, men også andre kæder sælger produkterne i større eller mindre omfang. Således er kundekredsen meget fragmenteret, og man er ikke afhængig af få store kunder.

Produktion og markeder

Produktionen foregår i Amerika, England og Sverige, da filosofien er at være tæt på de store aftagere og for at mindske CO₂ udledning og logistikomkostninger. Dernæst er der i Europa opnået større synergi i logistikken fra produktion til aftagere, og tilmed større besparelser i logistik omkostninger end stigningen har været i produktionsomkostningerne.

I Asien er Kamei den største konkurrent. Ingen andre konkurrenter er dog voldsomt repræsenteret i Europa, hvilket har resulteret i prispres på markedet i forsøg på at vinde markedsandele. Største etablerede konkurrent i Europa er hollandske Hapro, som har sammenlignelige produkter til bilsegmentet, hvor Thule er markedsleder. Thule's sortiment favner dog bredere, da de som nævnt også har sportsudstyr og diverse rygsække. På det amerikanske marked forsøges med etablering under andre tidligere amerikanske brands, hvilke Thule har købt op gennem årene i et forsøg på at etablere sig på dette kontinent. Størstedelen af omsætningen hentes i Europa & Resten af verden. Uden at det er specificeret, antages det, at Europa er aftager af langt størstedelen.



Ved bildivisionen nævner Thule, at de i Europa oplever en beskeden vækst, mens der i sportudstyr og rygsække ses større fremgang. Den stigende middelklasse i emerging markets ses også tage specielt sportsudstyr mere til sig, hvorfor der forventes højere afsætning på dette område. Globalt ses markedet vokse med +2-5 % årligt.

Aktionærer, regnskabstal og forventninger

Største aktionær i Thule Group er AMF forsikring (10,2 % af aktierne). Bestyrelsesformanden har 143.000 aktier ud af 100.000.000, desuden har han warrants til yderligere at købe 540.000 aktier, hvilket som aktionær kan give en anelse ro i sindet ved at eje aktier i Thule. Selskabet har som mål at udlodde minimum 50 % af overskuddet i form af udbytte. I den relativt korte levetid på børsen har der ikke været aktie-tilbagekøb eller udmeldt noget om dette. Udbyttepolitikken forudsætter, at EBITDA-gearing mht. gæld ikke på noget tidspunkt kommer op over 2,5 og/eller investeringsbehovet i den nærmeste fremtid kan klares via den resterende del af overskuddet/cash flowet. For 2016 har ledelsen foreslået at udlodde 56 % af overskuddet, og med en forventet EPS på 6,76 SEK svarer det til et direkte udbytteafkast på 2,9 % ved det nuværende kursniveau på 128,5 SEK. Omsætningen i 2015 voksede til 5,3 mia. SEK fra 4,6 mia. SEK - en tilfredsstillende vækst på 16,8 %. Bundlinjen voksede fra -140 mio. SEK til 444 mio. SEK.

De langsigtede finansielle mål er en organisk salgsvækst på 5 %, en EBIT-margin på >17 %. Pr. 30/9-16 lå omsætningen på 4,5 mia. SEK svarende til en stigning på 4,6 % i forhold til samme periode sidste år. EBIT-margin var 19,6 % i forhold til sidste års 17,9 %. Salgsudviklingen var dog en anelse under forventet. Den store overraskelse kom i form af cash-flow'et, som var forbedret med mere end 50 % til 787 mio. SEK, hvilket fik aktien til at stige 4 % ved regnskabsaflæggelse. Ud over tilfredsstillende indtjeningsforhold er den netto rentebærende gæld siden årsskiftet nedbragt med 481 mio. SEK til 1.598 SEK, svarende til en EBITDA-gearing på 1,8X. Dog var der også forhold, som var knap så muntre. På grund af konkurser hos to af de største detailkæder i USA er salget på det amerikanske marked gået tilbage med 8,8 % i de første 9 måneder, hvilket forventeligt også vil påvirke salget videre i Q4. Soliditeten er herefter på 47,7 %.

Efter frasalget af Trailer divisionen i 2014 gennemførte man yderligere et salg i 2015, nemlig snekæder. Det medførte også et tab, denne gang på 143 mio. SEK. Divisionen solgte i 2014 for 136 mio. SEK og realiserede et negativt resultat på -32 mio. SEK. Ledelsen har dermed været konsekvent med oprydningen i selskabet og har frasolgt de divisioner, som er tabsgivende. Til gengæld købte man i juli måned 2016 hollandske GMG B.V. der producerer cykelsæder til børnecykler, hvilket harmonerer godt med divisionen for tilbehør til cykler. Selskabet blev købt for 10 mio. EUR. og generede et salg på 6,1 mio. EUR. Grundet de aktuelle svære betingelser i USA er aktiekursen efterfølgende faldet fra 139 SEK til 128,5 SEK. Tilpasningen af produktmixet og frasalget af de tabsgivende divisioner giver dog grobund for fremtidige stigninger. Den stigende middelklasse i emerging markets giver ligeledes fundament for øget indtjening. Aktien handles pt. på en P/E på 19,8 for 2015, P/E 19 for 2016 og P/E 17 for 2017. Kurs/indre værdi ligger på ca. 3,5. Sidste års egenkapitalforrentning på 18,2 % forventes at stige i indværende år. En anden væsentlig ting at have for øje er den svenske krone, der aktuelt ligger ca. 6 % lavere end ved årsskiftet, hvilket kunne tale for, at det valutarisk kunne være interessant at se på svenske aktier.

Konklusion

Thule Group ligner et godt og solidt køb. Udviklingen i indtjeningen ser positiv ud til trods for de aktuelle problemer i USA, som virker midlertidige. En stigende middelklasse i emerging markets kan lede vejen til yderligere vækst i både salg og indtjening. Kapitalstrukturen er tilpasset og ligger på tilfredsstillende niveauer, og selskabet er aktionærvenligt og betaler årlige udbytter. Selskabet oplever i øjeblikket prispres på det europæiske marked, men med fokus på kerneforretningen og markedets bedste produkter vurderes Thule Group som branchevinderen. Multiplerne er ikke blandt de laveste men mere udtryk for den kvalitet, som man køber i virksomheden. Som en bonus kan der være gevinst henset til det lave kursniveau for SEK.



THYSSEN KRUPP – SKUFFENDE LANGSOM FREMGANG

Koncernen er enorm i størrelse med 156.487 medarbejdere (det halve af dansk industris samlede personaleantal ansat her i landet!), og aktiviteten er bred inden for materialer og industriteknik. Geografisk er Europa fortsat vigtigst, hvilket kan ses som et resultat af selskabernes (Thyssen og Krupp) udgangspunkt som centrale dele af tysk storindustri.

Ekspansionen i årenes løb har imidlertid udviklet sig til et problem, idet man har opbygget en bred og ikke særlig rentabel forretning inden for eksempelvis handel med industrielle halvfabrikata. Koncernen befinder sig midt i et opstramnings- og effektiviseringsprogram, som i praksis har vist sig at foregå langsommere end ventet. Presset for forbedring og fornyelse er kommet udefra i form af kapitalfonden Cevian's opbygning af en betydende aktiepost på 15,1 %, og derfor måtte den gamle storaktionær AKBH (Krupp familiefonden) give slip på sin de facto kontrol. Andre institutionelle investorer var nemlig ligeledes dybt utilfredse med den skuffende udvikling, og de repræsenterer 52 % af aktierne, mens private kun ejer 10 %. Samtidig har der været et ukendt pres fra bankernes side for at genoprette styrken i den pressede gamle mastodont.

Den store vision fra de nye kræfters side er en regulær sanering og opsplitning. Perlen i koncernen er elevator divisionen, som er en af verdens førende i sit felt og rummer en meget stor goodwill værdi. Men det drukner i problemer alle andre steder. Eksempelvis har store ambitioner inden for ingeniøropgaver påført koncernen stor belastning mange gange. Et hjørne af dette virkefelt er cementudstyr, hvor man er konkurrent til FLSmidt. Men Cement udgør ingen vægt i helheden.

En anden og mere organisk metode for at opnå forbedring er en dedikeret indsats for at udvide tilbuddene inden for komponenter til eksempelvis bilindustrien (som underleverandør). Produktudviklingen skal løfte niveauet og indtjeningen på langt sigt.

Regnskabsåret sluttede 30-09, og nettoresultatet endte på +296 mio. € (+320). EPS blev på 0,52 € (0,55), og udbyttet fastholdes på det lave niveau 0,15 €. Omsætningen faldt til 39,3 mia. € (42,8) og ordreindgangen peger desværre i retning af mere modgang med kun 37,4 mia. € (41,3), men dette tal må anses for at overvurdere det negative billede. Uanset det må man konstatere, at ledelsen står med en vanskeligere opgave omkring de tilstræbte store forbedringer og tilpasninger, når de ydre markedsforhold bliver hårdere. Endvidere skal det bemærkes, at den seneste udvikling i USA med Donald Trump's sejr ved valget er indtrådt efterfølgende. Koncernen burde kunne få gavn af en ændring i USA i retning af mere ekspansive investeringer i infrastruktur med behov for basisvarer.

En vigtigt segment er Automotive, hvilket omfatter en lang række materialer og komponenter. Cirka 25 % af afsætningen finder sted til denne branche i bred forstand. Positiv konjunkturudvikling er derfor vigtig og vil kunne give medvind i de nærmest kommende år.

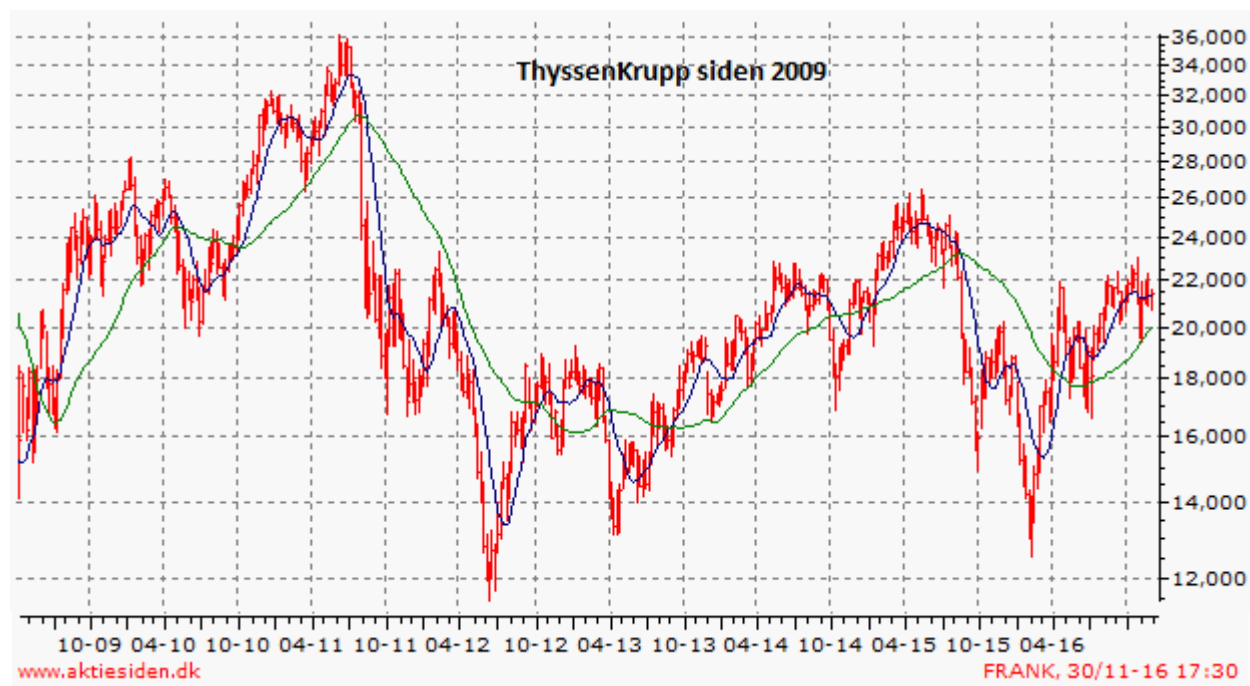
ThyssenKrupp har trods sin storhed i absolut omfang en økonomisk svag stilling. Egenkapitalen er på kun 3,2 mia. € (indre værdi 5,6 € pr. aktie). Nettogælden er på 3,5 mia. €. Den afgørende belastning er uafdækkede pensionsforpligtelser på 7,7 mia. €, hvor den lave rente øger tallet. Balancen er på 35,7 mia. €, og egenkapitalandelen, der også omfatter minoritetsinteresser, ligger helt nede på kun 9 %.

Man kan da også tale om en form for genrejsning af koncernen efter en årrække med manglende jordforbindelse hos ledelsen. Men det tager ufattelig lang tid, og Cevian er formentlig overrasket over den manglende vilje til store dispositioner. Forandringsparathed savnes.



De ydre forhold ser ud til at blive forbedret, herunder stigende priser på stål og udsigt til stor efterspørgsel på materialer og elevatorer/rulletrapper til byggearbejder og renoveringsopgaver. Ledelsens guidance for 2016/17 er en fremgang i EBIT (driften) fra 1,47 mia. € til ca. 1,7 mia. €.

Vi fastholder tilliden til succes i dette store projekt med genrejsning. Langsigtet køb af aktien (21,4 €) er vurderingen - selv om 2015/16 regnskabet alt i alt må betegnes som skuffende.



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 børsrådgiver forinden der disponeres. Der er ikke tale om opfordringer til at købe eller sælge værdipapirer. Investering på de finansielle markeder er forbundet med risiko. John Stihøj er ansvarshavende chefredaktør. Alle grafer i magasinet leveres af www.bcview.com. Magasinet er til personligt brug og må ikke videredistribueres til tredjemand.

