



Sammen er vi bedst

INDHOLD:

Side 2 - 5: Aktiekommentar: Aktierne er i eller tæt på All-Time-High. Dette til trods peger pilen opad også i H1 2021. Største risiko er den høje prisfastsættelse på tech-aktier, en uventet stigning i renten, og at alle er enige om, at pilen peger op i 2021. Der er samtidig voksende risiko for, at Corona kan ødelægge optimismen især i Q1.

Side 6 – 7: Cockpit - Stockpick: Fokus på de vigtigste begivenheder i første halvdel af december – nyheder som kan få betydning for finansmarkederne fremadrettet.

Side 8 - 9: HusCompagniet: Årets største børsnotering på hovedbørsen i Danmark

Side 10 – 11: The Drilling Company of 1972: Hvis olieprisen som forventet stiger i 2021, rummer aktien Upside.

Side 12: 2020 bliver et rekordår for nye børsnoteringer på First North i Danmark. Udsigt til mange flere i 2021. Flertallet af nye IPO-selskaber har haft en flot børsdebut.

Side 13 - 14: Aktier med potentiale til at outperforme markedet i 2021.

Næste udgave udkommer den 15-01-2021.



Vi
ønsker
vores kunder
en glædelig jul og et
godt nytår med lykke og sundhed.
Gid at Corona snart er fortid, så vi igen kan
se venner, familie og bekendte uden restriktioner.
2020 har været et mærkværdigt år – forhåbentlig bliver
2021 meget bedre – forhåbentlig også for vores aktiedepoter.
GLÆDELIG
JUL OG
GODT NYTÅR



Status ultimo 2020

Aktiemarkederne er i All Time High i USA, mens Europa med DAX i centrum er mere mat og halter bagefter. DAX (13.300) ligger således 3 % under den gamle ATH-rekord ved 13.700. Danmark er en positiv undtagelse i Europa med et klart ATH-løft i år, hvilket skyldes høj interesse for de danske nicheselskaber (Chr. Hansen, Coloplast, Ambu, Novozymes, Novo Nordisk og GN, mens Lundbeck og Demant har haft lav køberinteresse) og det Grønne Boom (Ørsted, Vestas, Rockwool + delvis Novozymes en gang til).

Corona udløste et dyk i alle aktiemarkeder i marts måned, men der opstod straks efter et rebound, som så udviklede sig i et selvforstærkende forløb. Især er FAANG+ gruppen trukket op, hvilket nok skyldes ideen om disse selskabers fantastiske evne til at klare sig i en tid med nedlukning og behov for internetbaserede servicetilbud. Tesla drøede opad, hvilket først skyldtes medløberi (succes avler succes) og siden institutionelle investorers jagt på aktien som følge af indlæmmelsen i S&P 500-indekset. Teslas er et eksempel på indekstankegang. Forvalterne af fonde, der skygger S&P 500, er nødt til at købe Tesla aktien uanset pris og indhold. Alle vil med på vognen(!), og jo mere aktien stiger, des større tiltro til styrken i denne fortælling. Tesla er blevet markedets mest hypede fortælling. Jeppe Christiansen - Maj Invest, har angiveligt køligt udtalt, at den voldsomme interesse for Tesla nærmest er "religiøs". Vi er enige heri - og derfor må det vel ende galt for denne komet.

Regeringer i I-landene blev dybt forskrækket over Corona-epidemien og gennemførte (inspireret af hinanden) omfattende nedlukninger og siden massive hjælpepakker. Det ikke bare holdt hånden under bolig- og aktiemarkederne – nej det skubbede priserne opad. Statsfinanserne er i stort set alle OECD-lande rykket ned i dybe underskud: USA ca. -18 % af BNP! I udgangspunktet var statsunderskuddet på ca. -4 %. Man kan let indse, at tilskuddet på ekstra 14 % har forhindret økonomien i at havne i en dyb recession. Nedgangen i BNP (væksten) for hele året 2020 formodes nu at lande omkring kun -3,6 % (et stort dyk i Q2 og rebound i Q3+4), men tillægges stigningen i statsunderskuddet på 14 procentpoint, er facit altså en reel nedgang på -17,5 %. Det skal ses i forhold til væksten i 2019 (før Corona) på +2,2 %. EU klarer sig bedre mht. statsunderskud, men nedgangen i BNP er faktisk større (-7,3 % jf. ECB). Det skal også ses i forhold til lavere vækstrater for EU i udgangspunktet. UK står som det hårdest ramte land i 2020, og nu truer Brexit så.

Jubel og fest på aktiemarkederne er ikke et korrekt billede af forløbet. MSCI World indekset har opnået et afkast på +11,5 %, men hele gevinsten er faktisk opnået siden starten af november med vaccinehåbet som drivkraft. Danmark har været i særklasse i år. Status kort før ultimo er et rekordhøjt kursniveau for aktier, tæt-på ATH for guld og renter rundt nulpunktet. USD er blevet svækket i år. Olieprisen synes atter at være på vej opad.

Fem nøglefaktorer

Man kan betragte og vurdere verdens gang og udsigter ud fra mange synspunkter og metoder. Vi vil fokusere på perspektivet for aktiemarkedernes udviklingsmulighed ud fra en privat dansk investors position og ønske om at opnå et godt afkast samtidig med at risikoprofilen er rimelig. Risk/Return følges jo ofte sammen. Kunststykket er at undgå store tab ved pludselige kursdyk.

De fem faktorer, som vi har identificeret/defineret, skal ses som dele af en mosaik med hverandre: Udbud, Efterspørgsel, Strukturforhold, Mennesker, Tid (både tidspunkt og forløb over tid).



Udbud:

Tilgangen af aktier er stigende ved store børsintroduktioner. I alt er der gennemført 450 IPO's i USA i år med Airbnb som en af de nyeste. Kina-firmaer prøver også at være med, og e-handel/e-serviceselskaber er også dukket op i Europa. Der er udsigt til meget mere af denne type.

En anden form for udbud må også påregnes at få vægt, nemlig frasalg af store, langsigtede ejerpositioner, altså sekundære udbud. Ørsted (reduktion af Statens 50 % ejerandel) er en mulighed. Et rekordstort eksempel på denne mulighed vil før eller siden indtræffe for selskabet Berkshire Hathaway, idet storaktionæren Warren Buffett (90 år) på forhånd har pålagt sine arvinger, at størstedelen af hans formue skal udloddes og dermed skal der sælges ud af selskabets underliggende aktiver. Der er dog også udsigt til mange Take Overs og dermed fragang i aktiemængden på markedet. Samlet vurderer vi, at udbuddet vil vokse i betydelig udstrækning med vægt på Hotte segmenter som e-handel og IT. Årsagen er ATH-kurserne og behov for kapital i de moderne e-selskaber for at opnå den tilstræbte høje vækst.

For Danmark's vedkommende må der ventes udbud af en række mindre vækstselskaber. STARK ryktes på vej næste år, og WS Audio (Widex-Sivantos høreapparater) kunne også være en mulighed. Vi gætter desuden på IPO for et eller to andre selskaber med en spektakulær profil. Samlet udsigt er et pænt udbud herhjemme. Selskabernes opkøb af egne aktier vil trække modsat. I 2020 har de fleste holdt pause, men forudsat at vi får normale tilstande i 2021, vil opkøbsprogrammer blive genindført. Udbudssiden vil umiddelbart kunne bidrage til at løfte aktiekurserne samlet set.

Efterspørgsel:

Det basale placeringsbehov kommer fra den løbende opsparing, der stiger. Risikoviljen tvinges opad blandt ejere af opsparing som følge af de negative renter. Derfor vil der i 2021 blive sendt penge ind i aktier – Big Time. Vi formoder, at det vil udløse en bølge med aktiekultur i Tyskland, hvor indlån altid har været brugt med stor glæde af formuende personer. De var ikke afkastjægere med høj risikovilje. Derfor regner vi med kraftig opvind for aktierne netop i dette land, og kursniveauet er heldigvis lavt for tyske aktier sammenlignet med eksempelvis USA.

Vi forventer derfor meget stor privat efterspørgsel, der mere er drevet af et påtvunget placeringsbehov pga. de negative renter end ønsket om en positiv satsning for at opnå et højt afkast. Det er basisscenariet: TINA (There Is No Alternative til aktier), og antallet af investorer vokser voldsomt (Nordnet har i år fået 80.000 nye danske kunder til en bestand på 200.000). Men der er også opbygget en stor og faretruende boble i det amerikanske marked med fokus på internetservices, IT og ny teknologi. Worst case er et Boble-sammenbrud her, da det kan brede sig til andre børsmarkeder i USA og ud over verden.

Strukturforhold:

På aktiemarkedet er der kommet langt flere private investorer, og de er både handle-ivrige og nærer stor tillid til muligheden for at være med i det opadgående marked til sidste sekund for så behændigt at kunne sælge på toppen. De nye investorer har kun været med i opgangstider. Hedge Funds var i 2019 meget aktive inden for short selling, men de blev kørt over og er pt. ikke særligt med på den front. Men de kan hurtigt komme igen, og logisk set vil retningen nedad være den næste relevante chance for disse professionelle spekulanter.



Et andet vigtigt punkt er en slumrende vulkan: consensus tankegang (fx indeksorienteret placering) omkring både vægtandel i de enkelte (og derfor kun store) aktier og angående analytikernes estimater for den fremtidige udvikling på finansmarkedet. Enigheden har vist aldrig været større. Det betyder derfor stor risiko for fejltagelser, og når/hvis det går galt, skal enorme beløb omfordeles i huj og hast. Hvis alt for mange aktører er enige om noget, er det et faresignal.

Et eksempel herpå er Grønne Aktier. Så længe tidevandet stiger, bekræftes man i potentialet, men det er ved at udvikle sig til en Grøn Boble. Grønt bliver godt på langt sigt, men i øjeblikket er der for høj temperatur. Ekstra købsinteresse for selskaber med en flot ESG-profil er en ny trend, som må forventes at tage til i styrke. Derfor vil selskaberne både indordne sig mere i den retning og forstå at profilere sig.

Flokadfærd (lemminger) og consensus tankegang betyder stor risiko for en situation med Blackout.

Mennesker:

Den menneskelige faktor betyder meget og undervurderes i reglen. Tilstrømningen af investorer er enorm og drives af kamp om afkastmuligheder og placeringsbehov dikteret af de ekstremt lave renter. Der er allerede alt for mange deltagere i denne "fest". Drivkraften for utallige aktører er ikke den ofte omtalte grådighed men misundelse, når man ser andre tjene Big Time på aktier.

Tid:

Aktieopturen er rekordlang og startede i marts 2009 efter Finanskrisen. Afbræk under vejs er indtrådt, men det spolerede ikke en fantastisk optur for værdien af aktierne. Derfor befinder vi os nu i ATH. Overordnet set er vi kommet ind i Grådighedsfasen, hvor der på børsmarkedet må forventes megen vildskab og mulighed for ekstreme toppe (store gevinstchancer) men samtidig er der hele tiden voksende sandsynlighed stor Down Side Risk. Man ser på de positive sider af lav rente og aktieboom'et, mens man ignorerer de uholdbart lave renteforhold, eksplosion i statsunderskud/-gæld og ekstremt høj kapitalisering af aktier (P/E-tal) og fast ejendom. Alle håber bare boom'et og festen fortsætter. De mest ivrige satser på hjælp fra centralbankerne i en krise. Omkring spørgsmålet Tidspunkt, så nærmer der sig formentlig store forandringer af Vestlandenes samfundsstruktur. Muligheden er latent, men ingen ved hvornår eller hvad der vil ske.

Konklusion:

USA er overophedet på aktiemarkedet – især FAANG+ aktierne. Det kan vise sig at være en boble, der også kan true os i Europa. Vi burde ellers i Europa have mulighed for et yderligere (forsinket) stort løft opad i aktiekurserne (TINA). En rotation væk fra IT og ind i Real Stocks udgør den positive mulighed i første halvår 2021.

Afslutningsvis skal Corona omtales en gang til. Der er overdrevent positive forventninger til en hurtig udrulning af vaccinationer og dermed begyndende kontrol med udbredelsen af Corona. Uanset det kan en stor del af 2021 blive belastet (ECB-skøn for vækst i EU: 2020 -7,3 %; 2021 +3,9 %; 2022 +4,2 %). Tabet i 2020 vil altså først være indhentet om 1-2 år her i Europa, og regningen i form af øget statsgæld skal lægges oveni. Tålmodigheden i befolkningen omkring Corona dvale-nedlukningen er ved at være brugt. Q1 kan derfor blive et kvartal med dyb bekymring og frustration over et højt antal smittede, belastning af sygehusene og et stigende antal døde trods starten for vaccinationer. Nye lock-downs af lande og byer truer, og det kan spolere optimismen i begyndelsen af 2021.



Husk derfor at opretholde en velovervejet balance i investeringerne. Tilføjelse af kedelige Low Risk papirer (tele, olie, banker, infrastruktur mv.) med udbyttebetaling som en form for Proxy-Bonds bør overvejes, hvis man flytter næsten alle sine penge fra indlån/obligationer ind i aktier. Håndtering af risikovilje og evne til hurtige kryb-i-skjul beslutninger kan blive afgørende i 2021. Året bliver næppe en One Way Ticket to success, men samlet set forventer vi (ligesom alle andre – og det er farligt, når alle er enige) en generel positiv udvikling. Vær dog parat til omstilling, hvis noget pludselig går galt.

Som det fremgår nedenfor, ser vi positivt på aktieudviklingen i H1 2021. Vi opererer med en usikkerhedsmargin på +/- 8 %. Vores oplæg for de amerikanske indeks er behæftet med høj usikkerhed. For NASDAQ kan det gå begge veje, hvilket vi indikerer ved et spænd på 10.000 til 13.000. Renteudviklingen skal man holde øje med. Tegn på stigende renter kan spolere det ellers optimistiske syn, som vi anlægger frem mod 30-06-2021.

	15-12-2020	Gæt 30-06-2021	Hvad sker der?
C20Cap	1605	1675	Underperformance
S30	1892	2100	In line Europa
OBX	830	950	Overperformance Olie
DAX	13323	14500	ATH nulrentedrevet
Dow Jones	29861	31000	Bluechips svag vækst
S&P	3647	3800	Opad bakke genopretning.
NASDAQ	12440	10000-13.000	Setback for FAANG?
Nikkei	26687	28000	Positiv trend +5% på 6 mdr.
Shanghai	3367	3800	Rebound go on +10 %
Hang Seng	26207	29000	I skyggen af Kina +8 %
EURUSD	1,2157	1,25	Let styrket Euro
JPYUSD	104,05	105	Uforandret JPY
Bund 10 år rente	-0,62	-0,5	Fortsat lav rente
US Treasury 10 år rente	0,90	1,0	Fortsat lav rente
Guld	1848	2000	Safe Haven øget vægt
Brent olie	50,3	60	Følsomt udbud peger op



COCKPIT - STOCKPICK

Demant løfter Guidance for H2 2020 til en salgsvækst på 12-14 % mod før 8-13 %. Den voldsomme vækst skal dog ses i forhold til det svage H2 2019, hvor salget var hårdt påvirket af IT-hacker-angrebet. EBIT for H2 ventes nu at ramme 1.400-1.550 mio. kr. mod før 1,2-1,5 mia. kr. Vi ser positivt på aktien.

Dataproces er et dansk IT- og konsulenthus med speciale i løsninger målrettet landets kommuner og deres digitale administration. Der udbydes robotteknologi og Saas (Software as a Service) til dataanalyser. Selskabet blev børsnoteret på First North i november i år til kurs 5,0. Siden er fulgt en optur til 11-niveauet. Optimismen fik et nøk opad efter nyheder her i starten af december, hvor det lykkedes at indlemme to nye kommuner som kunder.

Pandora har for nylig bekræftet årets Guidance. Det sker som følge af en positiv organisk salgsvækst i november med onlinesalget som vækstdriveren. Salget er dog også med vilje søgt fremrykket fra december, siges det. Selv om 10 % af de fysiske butikker ved udgangen af november var lukket, venter man fortsat en negativ organisk vækst på 14-17 % og en EBIT-margin på 17,5-19,0 %. Nyheden blev taget positivt op, hvilket undrer os.

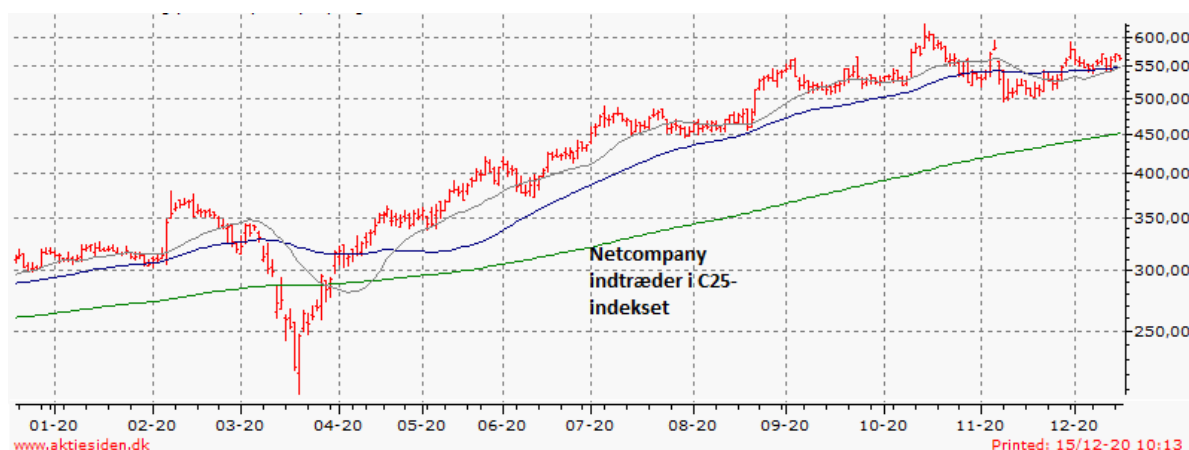
Maersk Drilling har indgået en kontrakt for selskabets Jack-Up rig Maersk Integrator til en værdi af 14,3 mio. USD. Kontrakten med OMW i Norge indledes i midten af 2021 og har en varighed på 52 dage.

Novo Nordisk har fået grønt lys fra FDA for en udvidet godkendelse af lægemidlet Saxenda til kronisk vægtbehandling af personer helt ned til 12 års-alderen. Det øger potentialet for salget.

cBbrain opjusterer efter en bedre end ventet udvikling i Q4. Omsætningen ses nu vokse med 21 % mod før 18-20 %, og EBIT ventes at stige til 13 % mod før 10-12 %. Ved årets start ventede cBrain en salgsvækst på 12-15 % og en EBIT-margin på 7-10 %. De positive takter udfolder sig dog allerede i kursudviklingen med en stigning i år på ca. 250 %. Aktuelt handles aktien til en P/E 2020 på 308.

Orphazyme skal finde en ny topchef efter CEO Kim Stratton overraskende forlader sin stilling efter kun et år. Årsagen er ukendt men sker efter dialog med bestyrelsen. Det er aldrig godt, når en CEO stopper hurtigt og brat – og slet ikke når den reelle årsag ikke oplyses.

Netcompany indtræder pr. 21-12-2020 i C25 indekset, mens Jyske Bank ryger ud.



Ørsted har indgået en tiårig aftale med Amazon, som vil aftage 250 MW af den samlede kapacitet fra Ørstedes kommende havvindmøllepark Borkum Riffgrund på 900 MW i Tyskland. Samarbejdet sker for at sikre, at Amazon kan nå sit mål om at være CO₂ neutral inden år 2040. Det er dog ikke alt, der går efter bogen hos Ørsted, idet man er blevet mødt af et krav fra SKAT på hele 6,6 mia. kr. under påstand om manglende betaling af skat i 2015 og 2016 på to havvindmølleparker opført i UK-område.

G4S: Kampen om G4S er måske ikke ovre. GardaWorld havde ellers indikeret, at deres bud på 235 pence var ultimativt. Siden har Allied Universal budt 245 pence, og nu forsøger GardaWorld sig måske med et højere bud. Hold fast og se hvor langt op køberne er villige til at gå i pris.

Spar Nord: Ved årets start ventede banken et nettoresultat på 625-825 mio. kr. Det blev trukket tilbage som følge af Corona-krisen. I september satte banken igen tal på med udsigt til 500-700 mio. kr. netto. Nu løftes estimatet til 650-750 mio. kr. som følge af en positiv udvikling i netto rente- og gebyrindtægterne (højere aktivitet på værdipapir- og ejendomsområdet).

SAS er kommet med et regnskab udvisende underskud på -9.275 mio. SEK for 2019/20. Der er ingen Guidance for 2020/21, men CEO'en forventer fortsat underskud. SAS-aktien var forud for regnskabet steget markant. Regnskabet må betegnes som særdeles dårligt.

Saniona (dansk biotekselskab børsnoteret i Sverige) har præsenteret sit Q3 regnskab. Den likvide reserve er på 647 mio. SEK, hvilket ledelsen vurderer vil række til andet halvår 2022 ved uændret cash-burn. De to vigtigste projekter mod spiseforstyrrelse ventes i H1 2021 at gå i fase 2b efterfulgt af den dyre fase 3. To eksterne projekter er blevet leveret tilbage til Saniona. Der er således både godt og dårligt nyt omkring pipelinen. Der ventes en afklaring for Tesofensine (mod fedme) i Mexico slut 2020/start 2021. Det ser vi som en meget vigtig afgørelse. Aktiens kursudvikling i 2020 har været skuffende, og her vægter årets store emission til kurs 18,5 SEK tungt. Vigtige afklaringer er nært forestående. Facit for vurdering af aktien netop nu: High risk/High reward. Sådan er biotek.

Tesla er i år steget fra 88,6 USD til 640 USD, hvorved markedsværdien er øget til 607 mia. USD svarende til den samlede børsværdi for VW, Toyota, Hyundai, GM, Ford, Honda, Fiat Chrysler og Peugeot). Børsværdien svær til en faktor 19 målt på årets forventede salg. EPS ventes i år at lande på 1,27 USD, hvorved P/E 2020 kan estimeres til 503. Elon Musk og ledelsen vil nu benytte det høje kursniveau til at udbyde nye aktier for 5 mia. USD. Aktien er voldsomt ombejlet, og den seneste kurstrigger var indlemmelsen af aktien i S&P 500-indekset.

Airbnb steg med hele +112,8 % på førstedagen for selskabets IPO i USA. Der blev rejst beskedne 3,4 mia. USD. Jf. Marketscreener ventes i år et salg på 2.340 mio. USD og et nettounderskud på 3.266 mio. USD. Der er også udsigt til underskud i både 2021 og 2022. Så markedet har for alvor taget forskud på glæderne. Imidlertid var der tale om et meget begrænset udbud af nye aktier, og da der er pengeregighed hos investorerne, skulle der ikke meget til for alvor at sende kursen nordpå. Vildskaben er stor på markedet.



HUSCOMPAGNIET

Børs: Mid Cap-indekset

Kurs: 117

Markedsværdi: 2.340 mio. kr.

Årets største lancering af et selskab på det danske aktiemarked blev ikke den fest mange havde håbet på, da kursen ikke er rykket op. Prisintervallet var 112-130 og endte med en IPO-kurs på 117 fordelt på 5.500 nye aktionærer fordelt med 10 % private og 90 % institutionelle. Private må efter det oplyste have købt for ca. 112 mio. kr. Den omtalte store køberinteresse opgjort i penge må være kommet fra de såkaldt professionelle institutionelle aktører. Her er forvalteren Henderson da også allerede dukket op med 6,5 % i ejerandel, ligesom Danske Bank nu sidder på en høj ejerandel som følge af bankens gentagne opkøb som "kursgarant". Citigroup, Danske Bank og Nordea forestod salget af kapitalfonden EQT's aktieudbud.

Veldrevet forretning men høj goodwill

Aktiviteten med byggeri af familieboliger kører fint baseret på et velgennemtænkt produktprogram. Det giver mulighed for individuel tilpasning samtidig med at HusCompagniet har fordel af stordrift ved ensartethed omkring indkøb (selskabet køber selv 80 % af materialer, komponenter mv.) og ved håndværkernes opførelse af byggeriet. Det sikrer styring og høj kvalitet med tilfredse kunder og lave udgifter til garantiarbejde. Et trumfkort i forhold til kunden er maksimal sikkerhed omkring betaling ved levering. Opførelsen tager ca. 20 uger, og forsinkelser rammer mindre end 2 %. Man har fordel af mange års erfaring og gode relationer til udvalgte underleverandører, der udfører det hårde arbejde. I 2019 arbejdede omkring 1.500 ude på byggepladserne. Selskabet har kun 440 ansatte. Man leverede i 2019 1.565 nye boliger (Danmark 1.400 og Sverige 165). Bruttoavancen (egen andel på ca. 20 %) er derfor vigtigere end omsætningen. Strukturen er fleksibel (Asset Light), og der benyttes ca. 400 firmaer. Man står frit og er ikke tæt knyttet til få store hovedentreprenører.

Selskabet har en ledende markedsposition på 24 % af parcelhusbyggeriet i Danmark, hvilket giver fordele omkring indkøb, gentagne arbejdsopgaver, tilgang af kunder og nye/større projekter. Man er et byggefirma og ikke developer (ca. 20 % af omsætningen vedrører videresalg på opkøbte grunde). Setup'et er toptrimmet. Økonomisk er styrken høj.

Planerne om ekspansive tiltag er ændret, idet man opgav en sammenlægning med Eurodanhuse og har trukket sig helt ud af Tyskland. I Sverige har man standset salg af murede huse og satser udelukkende på træhuse, der kom til ved opkøb i 2017 af firmaet VårgårdaHus. Her er modelprogrammet til gengæld blevet fordoblet og dækker nu også fritidshuse. Det skal føre til stor vækst, hvilket kan ske inden for rækkehuse. Feriehuse er en anden udvidelsesmulighed. Udvikling af bæredygtige boligløsninger er en ny vinkel med udsigt til højere priser og dermed bedre bruttoavance. Fornyet interesse for flytning fra storbyer øger behovet for flere boliger i forstæder, provinsbyer mv.

Tilpasninger har belastet indtjeningen, men nu er alt på plads. Back-to-basis med organisk vækst giver udsigt til fremgang efter en stabilisering i år, hvor antallet af leverede huse bliver 1.550-1.600. Salget er betydeligt højere med 1.750-1.900 enheder, og i 2021 forventes solgt 1.850-2.000 styk. Book-to-Bill (omsætning/ordreindgang) indikerer +20-25 % fremgang, men tilvæksten kommer fra satsning på de lidt billigere rækkehuse som et nyt marked. Det begyndte i 2019, og i 2021 forventes andelen at nå op på 13 % af omsætningen. Det er godt set at gå efter kundesgruppen professionelle



ejendomsinvestorer med placeringsbehov for penge i en tid med ekstrem lav rente. Denne gunstige parameter er nøglen til de kommende års udvikling. Så længe renten er uhørt lav, vil der være byggeboom.

Aktien

Indtjeningen forventes at stige til et langt højere niveau i 2021 efter afslutningen af en række tilpasninger. Indeværende år er også belastet af særlige forhold, og her udgør udgifter relateret til børsintroduktionen 45 mio. kr. Sælgeren betaler ellers for sin del af processen.

Vurderingen af aktien må fokusere på udsigten for indtjeningen i 2021 plus et mere bredt skøn for udviklingen i de følgende år. Ud fra guidance kan man skønne et nettoresultat på 200-230 mio. kr., svarende til et resultat pr. aktie (EPS) på 10-11,5 kr. P/E ved kurs 117 ligger dermed lavt på 10,2-11,7. Halvdelen af overskuddet påregnes udloddet som udbytte, altså 5,0 kr., dvs. et højt direkte afkast.

Udviklingen på længere sigt afhænger primært af renteutviklingen og i mindre grad af indkomsternes udvikling (BNP) i Danmark. Jobtryghed er også vigtigt. Fremgangen skal komme fra øget omsætning, da effektiviteten næppe kan forbedres væsentligt. Markedsandelen er svær at øge inden danske parcelhuse, men indtoget i tæt-lavt byggeri med projekter giver nye muligheder.

De andre aspekter af børsværdien er ikke så gunstige som indtjening og P/E. Egenkapitalen er bogført til 1,8 mia. kr., men den altafgørende aktivpost er goodwill med 2,0 mia. kr. Heraf udgør det svenske datterselskab 267 mio. kr., mens resten angiveligt er saldoen akkumuleret fra de forudgående overtagelser af selskabet selv. Det har nemlig skiftet ejer flere gange. I perioden 2006-10 var ejeren Axcell. I 2010 blev de to selskaber FM Søkjær og Interbyg sammenlagt i HusCompagniet, som FSN købte. I 2013 kom Kirkbi ind som stor medaktionær. I 2015 solgte de til EQT VI, og i 2020 sælger EQT VI sig så ned i ejerandel via IPO'en. Børsværdien ved kurs 117 var 2,34 mia. kr. svarende til ca. 500 mio. kr. mere end bogført egenkapital. Selskabet har en nettogæld på 753 mio. kr.

Kort fortalt skal de nuværende gunstige markedsforhold i byggeriet fastholdes 10 år frem for at tjene børsværdien hjem (2,34/230). I tillæg må de nye aktionærer påregne udsalg af EQT's resterende beholdning.



MAERSK DRILLING: UDSIGT TIL STIGENDE OLIEPRIS GIVER NYT HÅB

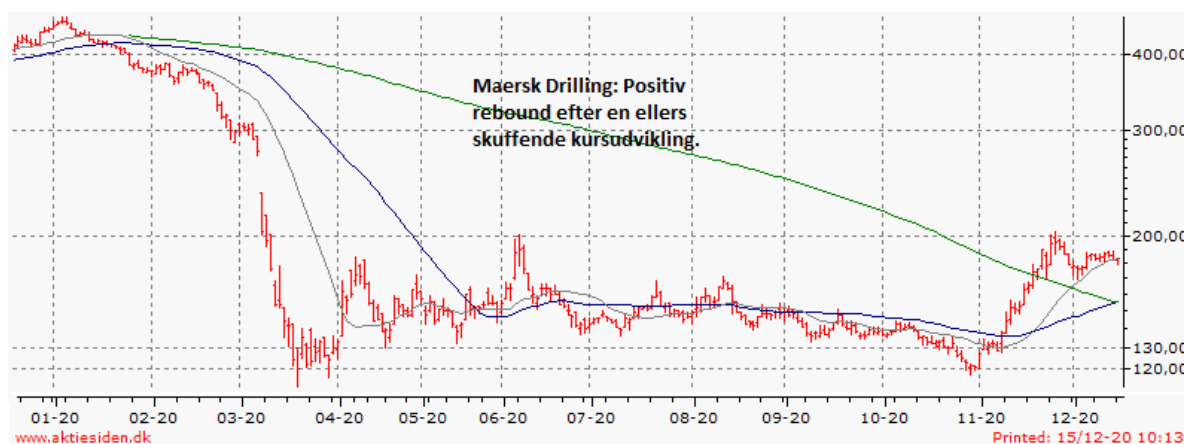
Børs: Large Cap-indekset

Kurs: 181

Markedsværdi: 7.521 mio. kr.

The Drilling Company of 1972 (herefter benævnt MD) blev udskilt fra A.P. Møller – Mærsk i april 2018. De to selskaber er derfor parallelle ejermæssigt, og der er endnu ikke sket store forandringer. Ideen kunne jo være at åbne adgang for MD til at deltage i en fusion med et andet boreselskab. Branchen er ude i dyb krise og en kamp for overlevelse. Derfor må man vente med sådanne strukturelle tiltag, men der skal nok komme noget stort. Fissionen var i virkeligheden dårlig for MD, som mistede direkte økonomisk opbakning fra det store børsnoterede rederis egenkapital (Q3: ca. 28 mia. USD). MD har selv en egenkapital på 2,1 mia. USD og en nettogæld på 1,1 mia. USD. Gælden er ikke stor, men indtjeningsgrundlaget er svagt i disse år.

Aktiekursen har derfor fået en nedtur fra starten rundt 525 for 2½ år siden. Det gik forbløffende godt indtil årsskiftet 2019/20, hvor prisen var 441. Efter en lang forsinkelse kom dykket så i år ned til et lavpunkt ved 112, og herefter er der fremkommet en bundfase i intervallet 120-170. Nu peger aktien atter næsen opad med en pris på 181, og nedturen er muligvis ved at være overstået.



Olieprisen bestemmer aktiens udvikling

Den nuværende situation begyndte i sommeren 2014 med et drop fra meget høje oliepriser på 100-120 USD til et nyt og meget svingende niveau på 40-70 USD. Kollapset kom "ud af det blå", men årsagen var formentlig en slet skjult politisk dikteret manøvre rettet mod Rusland for at underminere landets afgørende eksportindtægter (vægt ca. 2/3). USA - og EU-landene – prøvede at stoppe Putin-regimets indtog i det østlige Ukraine, hvor Krim-annekteringen var første skridt. Det lykkedes og viser i al sin enkelhed, at olieprisen kan påvirkes politisk. Her skete det dog diskret.

I de forudgående år lå olieprisen højt over 80 USD. Alle mente, at de gyldne tider ville fortsætte mange år frem (det samme mener man i dag om nulrenterne). Det førte til et boom for at finde og udvikle stadig dyrere oliefelter – helt op i arktiske områder, hvor der også blev boret ved Grønland. Olieselskaberne gearede op for deres exploration, og det gav høje rater til avancerede boreskibe. De dyreste nybygninger kostede 650 mio. USD. Nu har de ikke noget at lave. Da olieprisen blev halveret var facit: de dyre Offshore borerigge blev forvandlet til fejlagtige overinvesteringer.

Her i Q3 er der i følge MD en udnyttelsesgrad på 55 % for de bedste Nordsø Jack-ups og 60 % for boreskibe. Men det gælder kun i de mest krævende segmenter, hvor der drives forretning. Rigge til



lav vanddybde og rolige vejrforhold har sammenbrud i markedet. Flere rig-selskaber er ude i dybe økonomiske problemer, hvilket gælder for norske Seadrill, som er en vigtig konkurrent i Nordsø Jack-up nichemarkedet. Et ejerskifte for Seadrill's rigflåde kan være på vej, og det må MD forholde sig konstruktivt til.

Olieprisen stiger på ny og tidsfaktoren hjælper, men grøn omstilling truer

Ud over niveauskiftet nedad i olieprisen har der også været voldsomme udsving, og usikkerhed bremser lysten til at finde og udvikle nye dyre felter ude på havet. Olieforbruget voksede støt med +1,2 % om året, indtil Corona-afbrækket ramte i Q1, og selv om olieproducenterne består af et kludetæppe af udbydere, var der nok til alle. Corona udløste et kortvarigt dyk på -15 %. Det har allerede nu rettet sig til ca. -6 %, hvor flybrændstof udgør cirka halvdelen af den tilbageværende reduktion.

Prisen på olie er atter på vej op (Brent: 50 USD pr. tønde). Olieselskabernes styring af udgifterne er stram og øges først, når prisen stiger. Fasen med lav aktivitet er dog ved at ebbe ud.

Det langsigtede problem er ønsket om en grøn omstilling væk fra kul, olie og naturgas i nævnte rækkefølge. Samtidig ønsker EU at øge selvforsyningen og få mindre afhængighed af import af naturgas fra Rusland. Den slags problemer har USA ikke.

Pointen er, at der 10-20 år frem fortsat vil være behov for tilgang af nye felter placeret i politisk stabile lande. Offshore er dyrt men bedre sikret mod terror. MD er placeret i topklassen med sine rigge og har høj performance ved udførelsen af svære opgaver. Håbet er ved at vende tilbage.

Aktien

Markedsværdien af aktierne (181) er på 7,5 mia. kr. (1,25 mia. USD). Egenkapitalen er bogført til 2,1 mia. USD efter en stor nedskrivning i år af materiel på 1,5 mia. USD. Boreenhederne er anskaffet for 10,3 mia. USD og nu bogført til kun 3,1 mia. USD. Man ejer 14 Jack-ups og 8 Floaters.

Dagraterne er faktisk til at leve med. Problemet er kapacitetsudnyttelsen på kun 58 %. Dette tal skal helst op over 85. Det frie Cash flow i år ligger rundt nulpunktet, så øget aktivitet vil kunne gøre selskabet overskudgivende igen – muligvis allerede næste år. Herefter gælder det om at opnå højere dagrater og sige Nej tak til små tomgangs-opgaver med kort udstrækning. Aktien er High Risk Discount Guf.

NB: Særlig information for gamle aktionærer fra opsplittningen af A.P. Møller – Mærsk

Opdelingen fandt sted i april 2018, og derfor skal man skattemæssigt huske selv at beregne sin korigerede anskaffelsespris. Det ændrer derfor også købsprisen for de nuværende A.P. Møller - Mærsk aktier fra dengang, og de skal reguleres nedad med det samme beløb. Man modtog 2 aktier i Maersk Drilling for hver 1.000 kr. nominel aktie i APM. Anskaffelsestidspunktet er det oprindelige fra købet af APM-aktien.

Fordelingen af anskaffelsesprisen mellem de to aktier fremgår af følgende link hos selskabet:

<https://investor.maerskdrilling.com/static-files/8a85425d-dbbf-4bc6-9784-2d78dc3a1793>



MANGE IPO'S I 2020 – UDSIGT TIL MANGE FLERE I 2021

Årets største børsnotering var HusCompagniet, der straks kom ind i Midcap-segmentet. Årets øvrige børsnoteringer er foregået på First North børsen. Det drejer sig om Dataproces, FOM Technologies, WindowMaster, Audientes, LED iBond, Alefarm Brewing, Monsenso, Penneo og Mdundo (samt DecideAct med første handelsdag i går).

Som det fremgår neden for, har flertallet af årets små IPO's på First North fået en god start. Det tyder på, at prisen ved IPO'en var fastsat så korrekt som muligt. Der skal jo helst være noget at hente i gevinst for de nye aktionærer.

Selskab	Kurs	Værdi i mio.	High/low	IPO måned	IPO kurs	Stigning/fald
Dataproces	11,1	337,6	13,95/5,11	november	5,0	+122 %
FOM	48,5	359,5	94,8/12	juni	8,64	+461 %
WindowsMaster	9,2	132,2	10,6/8,32	oktober	10,42	-12 %
Audientes	6,4	59,8	9,75/6,0	september	8,0	-20,0 %
LED iBond	15,5	196,7	19,0/7,0	juni	6,88	+ 125 %
Alefarm Brewery	5,8	77,7	7,5/5,0	oktober	5,0	+ 16 %
Monsenso	11,1	147,4	28/4,51	juni	5,3	+ 109 %
Penneo	43	1079,4	53,3/22,3	maj	11,06	+ 289 %
Mdundo	7,25	73,9	10,9/7,0	september	10,0	- 28 %

Hvis det stærke børsmarked fortsætter i 2021, kan vi imødesee fortsat stor aktivitet på IPO-fronten. Fx menes byggevarekæden STARK at være på vej mod en børsnotering på formentlig 15-20 mia. kr. Altså en IPO med tung vægt. Sælgeren vil være kapitalfonden Lone Star. Konsortiet til at varetage en børsnotering rygtes at være stærke kræfter som Goldman Sachs, JP Morgan Chase og Danske Bank. Det ser vi frem til.

Jf. udtalelser i medier fra Carsten Borring, noteringschef på Nasdaq i København, er der udsigt til mange børsnoteringer i 2021 - primært på First North markedet. Der er naturligvis ikke allerede nu sat navn på de pågældende selskaber, men der bliver givetvis primært tale om forholdsvis små noteringer. Men henset til den flotte startfase for de fleste børsnoteringer i 2020, vil nye børsnoteringer formentlig blive mødt med stor interesse fra investorernes side.



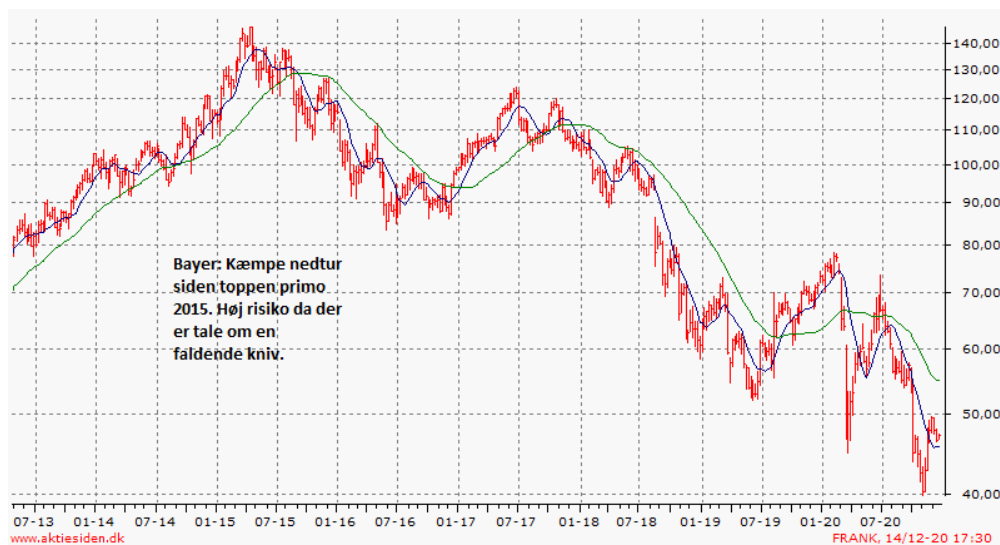
AKTIER MED POTENTIALE TIL AT OUTPERFORME MARKEDET I 2021

2020 har været et fantastisk år for danske aktier. Ved indgangen til 2021 vil vi i denne artikel at se på udvalgte aktier, der efter vores vurdering har potentiale til at klare sig bedre end markedet næste år. Det er naturligvis behæftet med høj usikkerhed, og indholdet af artiklen skal derfor primært bruges som inspiration.

Tyskland og Sverige bliver efter vores mening to gode markeder at placere sig i næste år. Danmark ligger langt foran i kursræset efter et boom i år. Det svenske indeks består af mange industriselskaber, der vil få gavn af et (formodet) fornyet økonomisk opsving i verdensøkonomien næste år.

Investor AB (kurs 589 SEK) er en god måde at eksponere sig bredt mod Sverige på. Der er tale om et særdeles veldrevet investeringsselskab, der siden 1916 har forvaltet Wallenberg-familiens formue og som altså også inviterer andre med på rejsen. 2/3 dele af formuen er placeret i solide virksomheder indenfor industri, finans og medicin i form af ejerskab i Atlas Copco, ABB, AstraZeneca, SEB, Epiroc, Ericsson, SOBI, Nasdaq, Saab, Electrolux, Husqvarna og Wärtsilä. En fjerdedel af formuen er placeret i noterede aktier som fx Mölnlycke, Permobil, teleselskabet 3, Braun Ability og Grand Hotel kæden. Resten af midlerne består af en ejerandel i kapitalfonden EQT. Investor AB er henset til risikospredningen på mange tunge aktier vores top-pick for Sverige næste år. En sådan investering bør dog primært ske med langt sigte for øje.

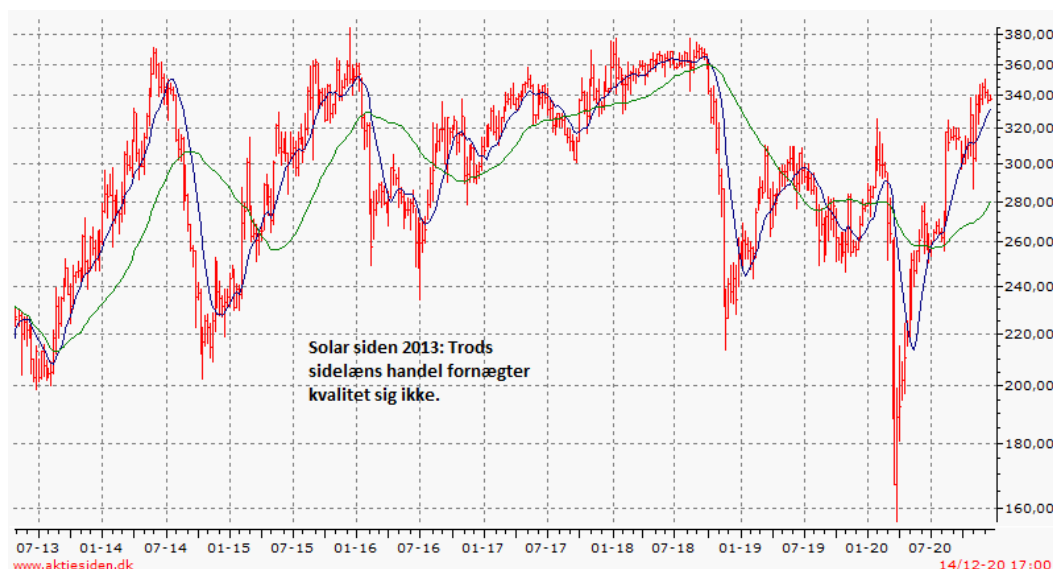
I Tyskland vil vi fremhæve **Bayer** (kurs 47,3 EUR), idet aktieudviklingen er presset af især Round-Up erstatningskrav, som endte i Bayer's hånd efter dets køb af Monsanto. Der vil i Q4 blive foretaget endnu en stor hensættelse til erstatningssager, hvorefter der forhåbentlig er blevet ryddet op i de gamle møgsager. Derefter er det tid til at se fremad, og i det lys forekommer Bayer at rumme potentiale til at få en flot renæssance på børsen.



Teva (kurs 10,3 USD) har også været involveret i en række erstatningssager. CEO Kåre Schultz har dog fastholdt kursen, og meget går nu Teva's vej. Gælden nedbringes støt og nye produkter er i opstartsfasen med at genere salg. Med mindre nye skeletter vælter ud af skabene hos Teva, synes aktien at kunne få et godt 2021.



Vi har også et godt øje til **Solar** (kurs 338), der er en overset aktie. Aktien kan erhverves til en P/E på blot 8. Balancen er stærk, og man er langt fremme i digitaliseringsprocessen. Store udgifter er blevet afholdt i denne proces, og nu skal man til at høste frugterne af investeringerne. Aktien er dog konjunkturfølsom som en risiko, men omvendt vil Solar også nyde gavn af fornyet økonomisk vækst i Danmark, Norge, Sverige, Holland og Polen næste år. Vi ser potentiale for en stigning til over 400-niveauet – og det er efter vores vurdering vel at mærke en aktie med begrænset risiko.



FLSmidth (kurs 221) har i årevis haft en skuffende kursudvikling. De gode tider lader hele tiden vente på sig og skydes videre ud i tid. Investorerne er kørt træet i aktien. Men det er måske netop på et sådant tidspunkt, at man for alvor skal turde satse på aktien. FLSmidth er konjunkturfølsom, og meget vil afhænge af prisen på metaller, især kobber og guld. For nærværende peger pilen opad for metalpriserne, og det kunne indikere, at 2021 bliver året med vending til det bedre for FLSmidth. Hvis FLS igen får momentum i sin ordreindgang og indtjening, kan der blive kø ved indgangen. Vi mener odds er gode for at det kan ske i 2021.

Endelig ser vi et interessant potentiale i **Zealand Pharma** (kurs 235). Her er der dog tale om high risk/return. FDA vil ultimo marts vende tommelen op eller ned for den af selskabet udviklede HypoPal Nødpen til behandling af faretruende lavt blodsukker hos diabetikere. Her skal selskabets nye aktive lægemiddel Dasiglucagon nemlig benyttes. En positiv afgørelse vil være en kurstriggende nyhed. Zealand har allerede et produkt på markedet i USA, og satser på at få fem produkter ud på USA-markedet senest i 2025.

Vestas (kurs 1.265) er inde i et positivt flow. Der vil i de kommende år blive placeret enorme summer i bæredygtige aktier, og det kan sende kursen højere op, selvom vi må påpege, at aktien allerede er dyr. Men når en megatrend sættes i gang, så stopper den ikke lige med det samme. Vi ser dog høj risiko, så der er her tale om en Dark Horse, hvor aktien kun er interessant, så længe investorernes fokus er så voldsomt rettet mod Grønne aktier. Høj risiko.

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. 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.

