



INDHOLD:

Side 2 - 3: Aktiekommentar: Den igangværende nedadrettede korrektion er formentlig ved at være ovre. Yderligere downside risk vurderes begrænset til 5-7 %. Efterfølgende forventer vi markant opgang til 14-15.000 for DAX i grådighedsfasen (sidste fase i opturen). Derefter bliver det for alvor udfordrende for aktiemarkedene.

Side 4 - 5: Cockpit - Stockpick: Fokus på de vigtigste begivenheder i anden halvdel af marts – nyheder som kan få betydning for finansmarkedene fremadrettet.

Side 6 - 7: Novozymes: Aktiens høje børskurs afspejler selskabets store potentiale. P/E(18E) tallet er 29. Enten køber man aktien trods prisen og beholder den mange år frem. Eller man kan satse på chancen for måske at kunne købe aktien billigere under et eventuelt dyk i aktiekurserne generelt.

Side 7 - 9: GomSpace: Investorerne har det med at flokkes om aktier, hvor børskursen stiger. I september 2017 blev denne "hype" situation for overdreven i omfang med en stigning fra 60 til 127,5 SEK. Nu er vi heldigvis kommet ned i et attraktivt prisniveau, hvor langsigtede investorer igen kan være med: Langsigtet køb.

Side 10: Schaeffler: Udfordringen for dette spændende tyske selskab er el-bilernes fremmarch, der kan reducere behovet for selskabets nuværende spidsprodukter. Odds mellem risiko og afkastpotentiale synes dog at være gode.

Side 11 - 13: Volkswagen: Et realistisk kursmål for VW i 2018 kunne være test af niveauet omkring 190 EUR – altså en betydelig upside fra den nuværende kurs på 162 EUR.

Side 13 - 14: Daimler: Vi mener, at Daimler står stærkt i kapløbet om at have top-end produkter på rette tid og sted. Aktiekursen er absurd lav, og det samme mener Geely (Kina), der nu ejer 10 % af aktierne i Daimler. Efter vores vurdering vinder Daimler i det lange løb over Tesla, og vi giver Daimler en klar købsanbefaling.

Næste udgave udkommer den 15-04-2018.



AKTIEKOMMENTAR

Af John Stihøj

Anden halvdel af marts har været en meget udfordrende periode for investorerne. USA er i denne periode korrigeret ned med omkring 4 %, mens vi i Danmark har kunnet nøjes med -1,5 %. Svenske aktier er også blevet ramt af fald på rundt 4 %. DAX i Tyskland er under markant pres, og indekset er fastholdt i en teknisk nedtrend, og der er pres på den vigtige støttezone i 11.800-12.000. Mens de fleste europæiske indeks nu er gået over i teknisk nedtrend, holder de amerikanske fast i optrenden, men der er ikke langt ned til en trendvending også her. Mange investorer fokuserer mere på teknisk analyse end fundamentale forhold, og brud under vigtige tekniske støttepunkter i Dow, S&P 500 og Nasdaq kan forværre udsigten for aktierne des mere. Lemming-effekten risikerer at sætte ind. Mens aktierne er faldet, er renten i USA blevet sat op med 0,25 % af Federal Reserve. Imidlertid har aktieuroen sendt markedsrenterne lidt ned. Olieprisen er klatret op til nær 70 USD for Brent-olien. USD er blevet svækket til trods for en udvidelse af rentespændet til Europa og resten af verden. Tilliden til USA er for nedadgående - og årsagen er vel præsidentens uberegnelige og selvcentrerede adfærd.

Situationen på aktiebørserne er anspændt. Det ses også af de markante udsving fra dag til dag (VIX indekset i USA stiger). Torsdag den 22-03 faldt Wall Street med 2,5 %, hvilket blev efterfulgt af fald den 23-03 på 2 %. Mandag den 26-03 vendte bølten og Wall Street steg med 3 % for dagen efter at falde med 1,5 %. Markedets indre stemme er forsvundet – stemningen skifter med lynets hast. I en sådan situation er risikoen klart for opadgående.

Frem til midten af april kan vi ikke forvente nyheder fra de børsnoterede selskaber. Markedet er overladt til sig selv. Fokus er rettet mod Præsident Trump og hans igangsatte importtold. Den er allerede indført, men kun over for få lande, herunder Kina. USA og Kina er tilsyneladende i dialog bag lukkede døre for at undgå en mere omfattende handelskrig, der vil være gift for den globale økonomi. Hvis vi undgår, at situationen eskaleres og i bedste fald at toldmurene ikke for alvor gennemføres, vil det på ny kunne løfte stemningen på finansmarkederne. I positiv retning trækker det også, at Nordkoreas præsident har besøgt Kina. Fra mødet meldes der om positive intentioner for at normalisere forholdene på den koreanske halvø. Nordkorea rækker en hånd frem i et forsøg på at undgå forværring og krig. Præsident Putin i Rusland "rasler med sablen" som et vigtigere forhold. Geopolitisk er der altså en del spændinger, hvilket naturligvis ryster finansmarkederne.

Indtil videre er vores holdning, at vi er i gang med en nedadrettet korrektion på aktiebørserne. Den kan godt blive lidt dybere, men vi tror ikke, at det er afslutningen på Bull-markedet. Et kvalificeret gæt fra vores side er, at korrektionen kan fortsætte maksimalt 5-7 % ned fra dagens niveau (DAX 12.100; Dow Jones 24.100). Den igangværende korrektion har nu varet i to måneder. Tidsfaktoren tilsiger os, at korrektionen dermed er tæt på en afslutning. Obligationer udgør fortsat ikke et alternativ til placering i aktier. Det vil først ske, når renteniveauet kommer op i 3-4 %. Og dertil er der langt - for Europas vedkommende. USA er kravlet op til en 10 årig rente på 2,79 %, så her begynder renten at give mening.

Nye toppe for aktiekurserne med All Time High noteringer forventes senere på året med Europa i front. Ny aktieopgang forudsætter dog, at der ikke udbryder en alvorlig handelskrig (begrænset importtold kan alle leve med). En vigtig forudsætning er imidlertid, at de kommende Q1 regnskaber ikke må skuffe. Vores vurdering er, at virksomhederne fortsat vil udvise pæn vækst i salget og stigende indtjening. Den globale vækst virker robust, og det bør kunne aflæses i de kommende regnskabsrapporter. Hvis ikke det bliver tilfældet, og/eller der kommer uventede profit warnings, er situationen straks en anden. Imidlertid synes det økonomiske opsving at have bidt sig godt fast – og indtjeningen vil alt andet lige kunne understøtte aktiernes nuværende værdifastsættelse.



Undtagelsen herfra kan blive de højt besungne FAANG-aktier, som har oplevet et boom (boble?). Her er især Facebook kommet i modvind efter læk af personlige data til brug for udenlandsk indblanding i den amerikanske valgkamp op til præsidentvalget i november 2016. Der skal strammes op på sikkerheden, og det kan blive dyrt. Den sunde fornuft har været sat ud af kraft i FAANG-aktierne, og heldigvis korrigerer de nu nedad i værdi. Desværre tager det resten af verden med, hvilket sker imod al sund fornuft. Det øvrige marked er ikke så overgjort i værdi, hvorfor vi som nævnt tidligere mener, at det generelle marked vil genvinde formen og komme stærkt tilbage. Vi ser fortsat DAX i 14.000-15.000 inden året er omme, hvilket også vil trække Danmark med op.

FAANG-aktierne er eksemplet på, at stigende aktiekurser kan gøre alle fartblinde. Værdierne var ganske enkelt blevet eksorbitant høje, og der er som bekendt dybt at falde, hvis man først er kommet højt op i træet. Casinomentaliteten har også ramt Bitcoin, der efter toppen i december 2017 ved 20.000 USD nu er faldet til 7.200 USD. Denne pris er fortsat alt for høj, efter vores vurdering. Lad jer ikke rive med af euforien omkring blockchain "valutaerne". Den reelle værdi ligger tæt på nul.

Konklusionen er, at vi risikerer yderligere dyk på 5-7 % før bunden i denne korrektionsfase nås, og køberinteressen vender tilbage. Det synes dog at være værd at vente på, da vi straks herefter forventer markant opgang - især i Europa og året ud. Herefter kan billedet straks skifte, hvis det viser sig, at denne optur er lig med den femte optursbølge ud fra Elliott Wave tankegangen: Femte bølge = grådighedsfasen. Grådighedsfasen risikerer at blive afsluttet af en langt værre nedtur.

Samlet: Risiko for 5-7 % yderligere ned før en stærk optur, der så efterfølges af den virkelige nedtur med et virkeligt Bear Market. Den tid, den udfordring, som vi er klar til at vejlede vore kunder igennem. Husk på at intet kan stige i en direkte linje uendeligt. Efter opture har der altid været og vil altid komme korrektioner, der ofte er korte og hårde. Det er vi p.t. vidne til. Det vigtige er at forberede sig på, at den næste nedtur kan blive dyb, alvorlig og langvarig, hvorfor vi skal benytte den næste, store optur til at drosle betydeligt ned for risikoen. Afslutningen med en grådighedsfase kan dog vare lang tid, så derfor skal man ikke sælge ud for tidligt. Verden består – det skal nok blive godt igen.

Vigtige begivenheder frem til 15-04-2018:

03-04: Generalforsamling hos Vestas.

05-04: Generalforsamling hos FLSmidth.

06-04: Q3 regnskab fra Bang & Olufsen.

09-04: Trafiktal fra SAS.

10-04: Generalforsamling hos A.P. Møller – Mærsk og Genmab.

11-04: Q1 regnskab fra Tryg, ½ år fra Chr. Hansen. Generalforsamling hos ISS og Rockwool.

12-04: Generalforsamling hos Schouw & Co. og TCM Group.

13-04: Q1 regnskaber fra JP Morgan Chase, Wells Fargo og Citigroup.



COCKPIT – STOCKPICK

Af John Stihøj

Harboes Bryggeri lider under hård konkurrence og markedsmæssige udfordringer. Derfor nedjusterede ledelsen forventningerne til indeværende, forskudte regnskabsår. Nu ventes et EBITDA på 95-105 mio. kr. (før 110-120) og et resultat før skat på 0-10 mio. kr. (før 15-25). Det er op ad bakke for det lille bryggeri, der kæmper med store mastodonter.

TK Development (ejendomsudvikling) estimerer for det nye regnskabsår 2018/19 et resultat før skat på 80-90 mio. kr. I 2017/18 var der et underskud på 372 mio. kr.

Glunz & Jensen venter i det nye regnskabsår (01-04-2018 til 31-03-2019) en omsætning på 260 mio. kr. og et driftsresultat (EBITDA) på 38 mio. kr. Selskabet modtog for noget tid siden et købstilbud fra tyske Heliograph, der ikke har til hensigt at blive eneaktionær eller at lade aktien afnotere. Bestyrelsen i Glunz & Jensen har set tilbuddet igennem og indstiller til aktionærene, at buddet afvises. Det lød på kurs 64, hvilket da også ligger en del under den nuværende kurs. Det er højst usikkert, om der bliver fremsat et nyt og bedre tilbud.

Vestas har endelig meldt om en ny ordre. Denne gang drejer det sig om levering af 51 MW vindmøller til en kunde i Italien. Det sker efter en periode med ordretørke.

Maersk og IBM har fået EU's godkendelse for etablering af et fællesejet joint-venture omkring anvendelse af Blockchain-teknologi til brug for digitalisering af containerbranchen. Vi ser med interesse på dette nye tiltag, der kan vise sig at rumme værdi både for Mærsk selv og andre aktører i branchen.

F.E. Bording omsatte i 2017 for 640 mio. kr. og opnåede et EBITDA-resultat på 36 mio. kr., hvilket er en betydelig nedgang fra 47 mio. kr. året før. For 2018 ventes et salg på 670 mio. kr. og et EBITDA-resultat på 45 mio. kr. Der er udsigt til et ordinært udbytte på 12 kr. og ekstraordinært ekstra 12 kr., hvis salget af Turbinevej 4-6 falder på plads.

Genmab vurderes at have haft et salg af Darzalex i februar i USA på 90,2 mio. USD mod 93,3 mio. USD i januar. Det fremgår af data fra Symphony Health Solutions. Salget ligger lidt over markedets forventninger. Topchef Jan van de Winkel har tidligere advaret mod at lægge for meget i disse månedlige opgørelser, men ikke desto mindre følges tallene tæt af investorerne.

Zealand Pharma: Dasiglucagon udviser de ønskede resultater og nåede de primære mål i et fase 3 forsøg rettet mod diabetes 1. En rigtig god nyhed, men aktiekursen kunne ikke fastholde den store stigning, der fulgte umiddelbart efter nyheden. Aktien er et stærkt køb på den lange bane.

Pandora har genfundet formen. Carnegie har på baggrund af en rundspørge til Pandoras forhandlere konstateret, at den nye forårskollektion, Shine, er blevet modtaget "exceptionelt" godt. Det er fortsat vores holdning, at Pandora rummer en betydelig upside i de næste par år, hvilket dog kræver, at ledelsens ambition om at øge salget via satsning på e-handel lykkes. 800-1.000 burde være opnåeligt på 2-3 år.

Novo Nordisk har gået godkendt den orale GLP-1 analog Semaglutid, der markedsføres under navnet Ozempic, i Japan. En god men også ventet nyhed.



A.P. Møller – Mærsk siger farvel til CFO Jakob Stausholm, der forlader sin stilling ved udgangen af marts måned. Medierne og investorerne gik i selvsving i jagten på den dårlige historie. Faktum er dog, at koncernen tidligere har meddelt, at finans fremover vil blive styret i enhederne, og set i det lys er det naturligt, at man nedlægger koncernposten som CFO. Vi tror derfor ikke, at det er udtryk for problemer, selvom det oftest udlægges sådan, når en CFO (styrer finanserne) træder tilbage. Pessimismen omkring APM virker overgjort, men det er også et eksempel på, at når en aktie er faldet, ja så er der ingen grænser for dårligdommene. Da aktien var i 14.000 i sommer talte de samme analytikere, der nu er pessimister, om alt det gode ved aktien. APM handler tæt på indre værdi, og set i det lys er aktien absolut opsamlingsværdig. Men det gælder naturligvis kun langsigtede investorer, der har tid og råd til at vente på, at optimismen kommer tilbage. Største udfordring, som vi mener nu er delvist indregnet, er hvis der kommer en decideret handelskrig.

Oracle levede op til egne forventninger, men det var ikke godt nok til at efterleve analytikernes estimater. Aktien faldt derfor med 7,1 % i eftermarkedet på regnskabsdagen.

Fingerprint Cards er igen kommet i stormvejr efter påstået viderebringelse af insiderviden til udvalgte analytikere. Aktien blev sat i børspause kl. 10.23 og den fortsatte hele dagen den 20-03-2018. Så vidt vi forstår det, skulle selskabets CFO – Hassan Tabrizi – have kontaktet analytikere og indikeret, at deres estimater for Q1 er for positive. Det grænser til at give insiderviden til udvalgte analytikere, og det må man ikke. Det er kommet frem via en analyse fra Pareto Securities, der i analysen sænker fra Hold til Sælg og kursmålet til 7,0 SEK. Fingerprint Cards mener ikke, at der er tale om en læk af kurspåvirkende nyheder, men det mener Børsen og Finanstilsynet. Mærkværdigvis kom det samme dag frem, at CFO Hassan Tabrizi forlader selskabet for at blive CFO i Eniro. FPC meddeler at ny CFO er Pernilla Lidén. Ud fra selskabets egne oplysninger kan vi således imødesee et svagt Q1 regnskab, men så skulle Q2 til gengæld blive godt. Vi har hørt den ”sang” før. FPC skal levere – ikke blot snakke om fremtiden.

Hennes & Mauritz: Omsætningen i det forskudte Q1 landede på 46,1 mia. SEK mod 47,0 mia. SEK i samme periode året før. Salget i USA faldt med hele 11 %. Driftsoverskuddet blev næsten halveret fra 2.457 mio. SEK til 1.372 mio. SEK. Indtjeningsfaldet skyldes en svag salgsudvikling og øget priskonkurrence. Uagtet (eller måske netop derfor) det svage regnskab fastholder selskabet sine planer om ekspansion. Målet er således uforandret at åbne 220 nye butikker Worldwide i løbet af 2018. Aktien er efterhånden blevet banket så voldsomt ned, at den begynder at se virkelig interessant ud. Problemet er imidlertid, at aktien er gået fra IN til YT. Derfor er der ikke nogen nem og hurtig vej for en genrejning. Analytikerne skifter til et mere negativt sentiment, nu hvor aktien er faldet. Sjovt nok var der et klart flertal af positive analytikere, da aktiekursen for et halvt år siden lå oppe i 220 SEK. Uagtet at aktien er blevet meget mere interessant i det nuværende kursniveau, så er sentimentet altså skiftet til pessimisme, og man skal derfor ikke have travlt med at købe udover ved en satsning på en Rebound efter det voldsomme kursfald.

Norwegian har via en rettet emission fået tilført 1,3 mia. NOK ved udstedelse af nye aktier til kurs 155, hvilket var 9,7 % under lukkekursen dagen før. Det har altså ikke været nogen nem opgave, at tiltrække sig nye investorer. Bestående aktionærer vil blive tilbudt nye aktier for 200 mio. NOK til samme kurs. Så vidt vi forstår det, vil selskabet fortsat forny flåden og på en og samme tid sælge ud af flåden. Alt sammen for at nedbringe gælden. Mærkværdigvis faldt aktien slet ikke tilnærmelsesvis til 155 NOK dagen efter emissionen, hvilket ellers altid plejer at være tilfældet. Økonomien er hårdt presset. Aktien er interessant for risk lovers, men henset til en høj risiko for at selskabet i værste fald kan gå konkurs, skal man nok passe godt og grundigt på. Aktien er shortsolgt med ca. 10 % af de udestående aktier.



NOVOZYMES

Af Lau Svendsen

| | |
|--------------|---------------|
| Kurs | 313 |
| Markedsværdi | 91,5 mia. kr. |
| Børs | C25 Danmark |

Opsvinget i økonomien har ikke givet Novozymes et skub fremad - endnu. Men det kan jo komme i takt med stigende indkomster og forbrug. Den organiske vækst var på 4 % sidste år mod 2 % i 2016. I år regner man med +4-6 %. Afmatningen af den normalt robuste og

høje vækst er bemærkelsesværdig set i forhold til fremgangen i økonomien globalt, der ventes at blive på lidt over 4 % i år. Aktiviteten stiger kraftigt inden for hårde råvarer som byggematerialer og metaller, men her er Novozymes ikke involveret. Samtidig oplever selskabet lavere købelyst hos nogle af sine største kunder inden for vaskemidler, men det er et ømtåleligt punkt, som ikke beskrives mere end nødvendigt i årsberetningen.

Der er altid udsving enkelte steder i en stor multinational koncern, og Novozymes er markedsleder inden for enzymer. Der er ikke boom for hverken enkelte produkter eller lande, men Latinamerika skuffer generelt. Enzymer til vaskemidler oplever skærpet indkøbspolitik fra kundernes side. Bioetanol havde et godt år, men her er der mørke skyer på himlen. Afsætningen påvirkes af udsving i både prisen på olie og på råvaren majs. Store lagre af bioetanol i USA udgør det umiddelbare problem. Generelt er priserne på landbrugsvarer under pres, og det påvirker efterspørgslen på avancerede produktløsninger til erhvervet.

Oprustning af viden og kapacitet

Ledelsen satser offensivt på produktudvikling og tager også fat på helt store, langsigtede projektløsninger med bæredygtighed som tema. Anvendelse af bioteknologi til at skaffe rent vand er netop blevet optaget på listen over udviklingsopgaver. I forvejen søger man at udvikle bæredygtige forbedringer til at klare verdens forsyning med fødevarer og energi. Satsningen foretages jo ikke ud fra idealisme men ud fra en vurdering af selskabets styrke i bioteknologi og det kommercielle potentiale for sådanne nye produkter. Her sker der en interessant forskydning i retning af forbrugeren. Det kan føre til en langt større afsætning end salg til en fabrikant af en- eller-anden vare, fx brød eller øl. Det er derfor enzymer til vaskemidler har fået så stor betydning: vi bruger det hjemme, selv om det er blevet blandet sammen på en fabrik.

Novozymes har fordel af sin størrelse ved at kunne kaste store ressourcer ind i nye udviklingsprojekter, og det anvendte man 1,9 mia. kr. på sidste år. For at forbedre dynamikken på dette centrale område er der gennemført en opdeling ud fra virkefelt, så teknikkerne kommer tættere på kunderne. Netop denne afstand ser ud til at være et problem, så det er et positivt skridt. Afsætningen til industri og landbrug udgør nemlig kundegruppen, og selv vaskemidler håndteres af store firmaer som Unilever og Procter & Gamble.

Kapaciteten udvides i disse år, selv om mængderne ikke stiger markant. Den første fabrik i Indien er snart klar til drift, og anlægget i Nebraska (bioetanol) er udvidet. I Danmark opføres et nyt udviklingscenter tæt på DTU.

Kommercielt satser man på en mere differentieret forretningsmodel end tidligere. Ideen er at få bedre fat i de nye vækstlande, emerging markets. Salget her udgør i dag en andel på 35 %, idet I-landene fortsat vejer tungest. Vaskemidler til de folkerige lande udgør derfor en oplagt mulighed for at ekspandere, men det kræver billigere enzymløsninger og produkter som kan indarbejdes i de metoder for tøjvask som benyttes i de enkelte lande. Tilsyneladende prøver Novozymes at få fat på stærke nationale fabrikanter af vaskemidler i disse lande. Derved får man bedre fat om markedet end ved at overlade opgaven til de globale udbydere af dagligvarer.

Udvikling og økonomi

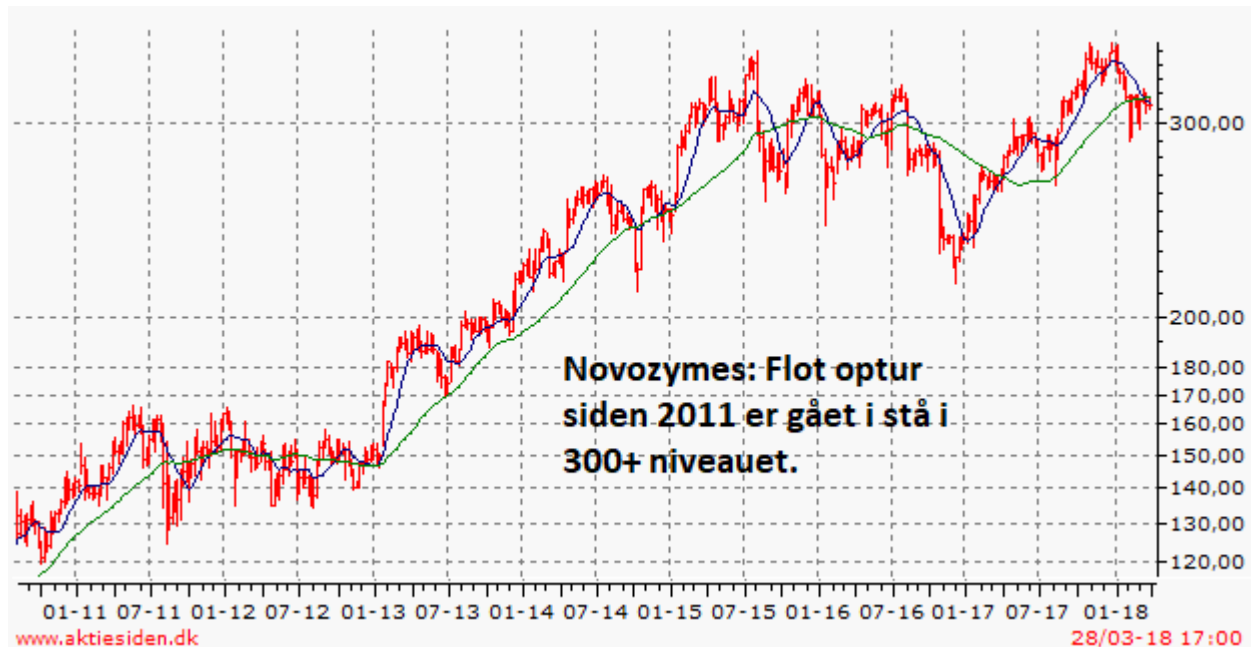
Ledelsen mener, at nyudviklede produkter vil kunne give væksten et tiltrængt løft i de næste par år. Relationerne til storkunderne omtales ikke, og den opgave skal key account managers vel løse lige så stille.



Udsigten for 2018 er stagnation i omsætningen opgjort i kroner, idet kursfaldet på dollar og kinesiske yuan er lige så stort som den organiske vækst på 4-6 %. Finansposten var sidste år belastet af en fuld nedskrivning af en satsning på affaldsbaseret bioetanol. Prisfaldet på olie har spoleret projektet.

Bioetanol står dog over for en endnu større udfordring. Tempoet i udviklingen af el-biler er ved at tage fart med en storstilet indsats fra bilindustriens ledende firmaer - og så sker der pludselig noget. I 2025 forventes 15-25 % af alle nye biler at have elmotor. Dermed undermineres behovet for bioetanol.

Aktiens høje børskurs afspejler selskabets store potentiale. P/E(18E) tallet er 29. Novo Nordisk handles tilsvarende til 19. Enten køber man aktien trods prisen og beholder den mange år frem. Eller man kan satse på chancen for måske at kunne købe aktien billigere under et eventuelt dyk i aktiekurserne generelt.



GOMSPACE

GOMSPACE

Af John Stihøj (ejer aktien)

| | |
|--------------|----------------|
| Kurs | 53 SEK |
| Markedsværdi | 1.501 mio. SEK |
| Børs | Stockholm |

GomSpace udvikler og producerer nanosatellitter. Selskabet opruster kompetencer og kapacitet for at opnå fuld effekt af det enorme udviklingspotentiale, som sandsynligvis kommer til at udfolde sig på markedet for nanosatellitter i 2020'erne. Denne situation indebærer

imidlertid også høj risiko, da der er tale om en ny branche med vækstrater indikeret til gennemsnitligt 70 % årligt i de kommende år. Hele teknologien startede først i begyndelsen af 2000-årene. Hvis alt går vel, vil der blive tale om "disruption" af det bestående marked for store og meget dyre geostationære satellitter. Priserne på nanosatellitter er nemlig så lave (1,0 mio. kr. opad), at anvendelse til helt nye kommercielle formål vil udvide markedet markant.



I 2017 steg omsætningen med 78 % til 96,4 mio. SEK. Vækstraten er imponerende og ligger lidt over selskabets egne forventninger om årlige vækstrater på gennemsnitligt 70 %. Forretningen blev sidste år udvidet markant ved flytning til nye og større lokaler i Aalborg, etablering af et nyt datterselskab i Luxembourg samt salgskontorer i USA og Singapore. Desuden har året været præget af voksende udgifter til produktudvikling, og medarbejdertallet er vokset gevaldigt fra 77 til 176 inklusiv rumfartsingeniører med høje lønninger. Kapaciteten og kvaliteten skal være på plads på forhånd for at kunne løse de komplicerede opgaver, og ledelsen satser på at være med i front med den hurtige vækst.

Det samlede cash burn var sidste år på 88 mio. SEK. Efter årets store men forventede underskud andrager den likvide beholdning 95,6 mio. SEK, idet sidste års kapitalrejsning indbragte et provenu på 90 mio. SEK netto. Selskabet er finansielt rustet til at klare lidt over et år med samme cash burn niveau. Indtægter fra allerede indgåede samarbejder vil dog bidrage til indtjeningen i år. Uanset denne fremgang har ledelsen valgt at hente ny kapital på børsen i en rettet emission til kurs 60 SEK (discount på 7 % i forhold til kursen dagen før). Bruttoprovenuet på 125 mio. SEK vil blive anvendt til at finansiere den voldsomme vækst, og kassebeholdningen er bragt op på et fornuftigt niveau.

Prisen for en nanosatellit starter ved 1 mio. DKK, og den samlede pris inklusive opsending ligger nede under 1 promille af de hidtidige store satellitter. Det markant lavere udgiftsniveau udvider markedet gevaldigt. Helt nye former for brug bliver dermed tilgængelig - også for erhvervs kunder. Fremover vil kommercielle formål blive vigtigere end de gamle opgaver med infrastrukturfunktioner og statslig overvågning eller militært sigte.



GomSpace arbejder på et skift fra udvikling og produktion af enkeltstående typer målrettet den enkelte kunde (håndværk) til industriel seriefremstilling med ordrer på netværk bestående af mange satellitter. Det vil gøre forretningen langt mere skalerbar. Et eksempel på håndtering af satellitter i netværk er samarbejdet med Aerial & Maritime. Her er der netop indgået aftale om udvidelse fra fire til otte forbundne satellitter, men perspektivet er 80-100 satellitter i omløb for denne ene kunde i 2021. Ideen med netværk vil give endnu højere efterspørgsel på services baseret på brug af nanosatellitter, og når dette punkt nås, vil der kunne opstå en mere direkte "disruption" af markedet for de traditionelle satellitter. I første omgang kan de gamle satellitfirmaer dog gå ned i salgspris, idet de allerede har afholdt udgifterne til deres system og prøver at optimere udnyttelsen af denne kapacitet. Udviklingen i komponentteknologi og software er sammen med fremkomst af nye anvendelseskoncepter så hurtig, at der vil være tale om en form for "kreativ destruktion" med frivilligt skift til nye og stærkt forbedrede satellitter, før de "gamle" bliver driftsmæssigt uegnede. GomSpace mener, at 5 års kommerciel levetid vil blive normen, og dermed at "genudsendelser" vil omfatte knapt 20 % af bestanden af de cirkulerende nanosatellitter, altså en høj udskiftning.



Markedet i salgsværdi for små satellitter ventes at vokse fra 1,2 mia. USD sidste år til 3,5 mia. USD i 2022. Dertil kommer nu også for GomSpace's vedkommende det interessante marked for services med etablering af et serviceselskab i Luxembourg. GomSpace satser på at tage sin andel af det ekspanderende marked. Åbningen af kontorerne i USA og Singapore skal fungere som springbræt til markederne uden for Europa, hvor man har haft sin base i startfasen. De nye salgsenheder understreger vækstambitionerne.

GomSpace er en særdeles spændende og lovende virksomhed med enorme vækstmuligheder. Udfordringen rent investeringsmæssigt er, at udgifterne til det høje væksttempo i første omgang belaster regnskabet og risikoen er høj i denne fase. Det koster penge at ekspandere, men sandsynligheden er høj for afkastet (indtjeningsmæssigt i virksomheden og herfra en påvirkning af aktiekursen). Men det vil tage tid at opnå. Samtidig stiller det store krav til ledelsen at kunne håndtere en så voldsom ekspansionsfase.

Strategien sigter på at gennemføre en opbygningsfase, og den vil også strække sig igennem 2018. Opgaven består i at placere sig stærkt i branchen, så man er klar til at profitere af det boom i styksalget, som forventes at tage fart i 2020'erne med etablering af netværk bestående af mange satellitter. Perspektivet ser ud til at være et mindre underskud i 2018 med håb om at ramme nær nulpunktet i 2019.

Børsværdien (53 SEK) er på 1,5 mia. SEK skal ses i forhold til en bogført egenkapital på ca. 300 mio. SEK (185 mio. SEK + 125 mio. SEK aktietegning – omkostninger) og fortsat underskud på driften. 2018 vil dog formentlig blive det sidste år med markant overbelastning fra ekstra produktudviklingsindsats, opbygning af kapacitet i personalestaben og ekspansive tiltag i bred forstand. I 2019 burde nulpunktet kunne nås med en chance for positive tal. For nærværende finder vi aktien fair prisfast, og henset til det store langsigtede vækstpotentiale bør aktien kunne stige i de kommende år. Hovedsagen er at ekspansionen lykkes uden at noget går alvorligt galt med outputtet og opsendelsen af satellitter i denne forrygende proces med fuld fart frem.

Der foreligger to positive Joker kort: 1) Et spektakulært gennembrud for produkterne og satsningen på salg af services. Sidstnævnte kan give salgsmæssig succes hurtigere end hidtil antaget. 2) Et take over bud på selskabet eller på en af konkurrenterne (peer group), idet sidstnævnte vil smitte positivt af på aktiekursen i GomSpace som en sympatireaktion.

Investorerne har det med at flokkes om aktier, hvor børskursen stiger. I september 2017 blev denne "hype" situation for overdreven i omfang med en stigning fra 60 til 127,5 SEK. Hver gang der blev meldt om en ny ordre, steg kursen 10 %. Investorerne glemte, at et selskab, der sigter mod en omsætning i 2021 på 820 mio. SEK (omsætningen i 2017 nåede op på 96 mio. SEK) skal vinde mange, store ordrer. Nu er vi heldigvis kommet ned i et attraktivt prisniveau, hvor langsigtede investorer igen kan være med: Langsigtet køb.



SCHAEFFLER

Af John Stihøj (ejer aktien)

| | |
|--------------|--------------|
| Kurs | 12,5 € |
| Markedsværdi | 8.325 mio. € |
| Børs | Tyskland |

Schaeffler, hvis salg til automobilindustrien udgør 80 % af koncernomsætningen kom den 07-03-2018 med de endelige tal for 2017. Der er tale om et konjunkturfølsomt selskab qua den høje eksponering mod bilindustrien, hvilket øger risikoen i aktien, især

henset til en mulig handelskrig med USA. Når det er sagt, så er der tale om et spændende selskab med klare visioner om at øge salget årligt med 5 % og at løfte EBIT til 12-13 % frem mod 2020. Hvis ledelsens planer efterleves, kommer Schaeffler til at tjene 2 EUR pr. aktie – i 2020. Det synes at være værd at vente på. For nærværende er aktien voldsomt undervurderet er vores holdning. Baseret på indtjeningen på 1,47 EUR i 2017 handler aktien til en P/E (12,5:1,47) på blot 8,5. Det er lavt, og afspejler den risiko, der også synes indregnet i bilaktier (BMW, Daimler, VW).

Hovedproduktet er kuglelejer som vigtig komponent i bilmotorer, bilhjul, aksler, cykler, motorcykler, landbrugsmaskiner, energi systemer, vindmøller, flymotorer med mere. Altså et bredt spekter, men med hovedvægten lagt på automobilindustrien.

For at gøre sig mindre afhængig heraf, satses der nu voldsomt på energioptimering og løsninger, der kan afhjælpe de voksende trafikale problemer som følge af urbaniseringen. Udviklingsudgifterne ligger på 6 % af omsætningen og er i høj grad allokeret til E-mobility divisionen. Her er det målet at skabe nye bæredygtige transportløsninger. I bilsegmentet er man med helt fremme omkring el-biler, men for nærværende omfatter satsningen dog ikke selvkørende biler.

Schaeffler blev børsnoteret 09-10-2015 til kurs 12,5 EUR. Kursudviklingen har derfor været skuffende – hidtil. I starten af 2017 var aktien præget af optimisme, men desværre var ledelsen nødt til at tilpasse estimater for 2017 i nedadgående retning. Ikke nogen markant nedjustering, men aktiekursen faldt. Nu har tallene for 2017 heldigvis vist, at de nedjusterede mål for salg og indtjening blev efterlevet. Salget steg nemlig 5,9 % til 14,0 mia. EUR og EBIT-marginalen endte på 11,3 %, hvilket var indenfor Guidance. På bundlinjen var der et overskud på 980 mio. EUR, hvilket er det bedste resultat nogensinde. Set i dette lys er det uforståeligt, at kursen ligger så svagt. Men det kan give nye investorer mulighed for at komme med til en fornuftig pris.

Der er lagt en plan frem mod 2020 med en målsætning om at løfte salget gennemsnitligt 4-6 % årligt. Det burde være opnåeligt, da væksten gennemsnitligt i de seneste ti år har været 5 %. Selvom der allokeres betydelige midler til forskning og udvikling, indeholder planen også tiltag, der skal forbedre indtjeningen. Hvis det lykkes at bringe overskuddet pr. aktie op på 2 EUR, som er ledelsens mål, vil det ved en prissætning på P/E10 svare til et 20 EUR – i 2020. Aktuelt handler aktien til P/E10 for 2017. Til sammenligning handler konkurrenten SKF, Sverige, til en P/E på 15. Det samme til tilfældet for Continental, der jo som leverandør til bilindustrien også er eksponeret mod denne konjunkturfølsomme branche. Vores konklusion er derfor, at Schaeffler både isoleret betragtet og set i forhold til konkurrenterne handler med en betydelig discount, hvilket gør aktien interessant som en langsigtet placering. Der vil blive udloddet et udbytte på 0,55 EUR umiddelbart efter generalforsamlingen den 20-04-2018.

Udfordringen er el-bilernes fremmarch, idet det kan reducere behovet for selskabets nuværende spidsprodukter. Odds mellem risiko og afkastpotentiale synes dog at være gode.



VOLKSWAGEN AG VZO O.N (VOW3)

Af Christian Thomsen, der ikke ejer aktien.

| | |
|------------------|---------------|
| Land | Tyskland |
| Børs | DAX 30 |
| Market cap (EUR) | 81,2 mia. EUR |
| Kurs | 162 EUR |

Om Volkswagen AG

Volkswagen AG (herefter benævnt VW) er Tysklands største virksomhed inden for bilindustrien. VW producerer personbiler, lastbiler, busser, varebiler, motorcykler (Ducati) etc. til et bredt udsnit af verdensmarkedet. Virksomheden er placeret i Wolfsburg, Tyskland, og omfatter i alt 14 registrerede varemærker, heriblandt Audi, Bentley, Bugatti, Lamborghini, Seat, Skoda, Volkswagen, MAN, Scania og Porsche. MAN Diesel & Turbo (der omfatter det gamle B&W Diesel) med sine danske rødder indgår ligeledes i koncernen.

Opsamling og aktien generelt

Med afsæt i et tidligere skrift om VW med publicering pr. 15-11-2017 prøver jeg i dette afsnit at følge op på de tidligere konklusioner og at sammenkoble dette med ny viden, for herved at skabe en forståelse af virksomhedens formåen gennem de seneste 4 måneder.

Virksomhedens involvering i Dieselgate-skandalen blev i forrige analyse tilskrevet stor vigtighed grundet økonomisk devaluering af virksomheden som følge af sagsanlæg mv. Således måtte koncernen pr. oktober 2017 acceptere et krav på knap 20 mia. kr. fra det amerikanske marked i forbindelse med tilbagekøb og ombygning af dieselmotorer monteret med den omtalte snyde-software. Koncernen har hensat ca. 30 mio. USD til at dække forventede omkostninger i relation til Dieselgate. Trods dette voksede VW med 9 % på det amerikanske marked i Q3 2017, hvorved de fremadrettede økonomiske følger virkninger fra sagen udelukkende vurderes at udgøre en risiko i erstatningsregi og i mindre grad vil ramme forbrugernes adfærd. VW kunne ligeledes i Q3 2017 præstere et rekordregnskab, der noterede sig for en samlet fremgang på 8 % i forhold til samme periode i 2016 med positiv udvikling på en lang række vigtige markeder. Denne udvikling er fortsat ind i 2018, hvor virksomheden offentliggør, at datterselskabet Skoda Auto kom ud af februar 2018 med 92.800 solgte enheder, hvilket er en stigning på 14,3 % sammenholdt med samme periode i 2017.

Ydermere rapporterer VW, at de grundet rekordregnskabet for 2017 har valgt at forhøje medarbejderbonusser til 4.100 EUR i 2018 mod 2.905 EUR året forinden. Denne bonus vil således omfatte ansatte på VW's hjemmemarked i Tyskland og dermed omkring 120.000 ansatte. Årsagen til den markante ændring skal findes i det faktum at VW-koncernens overskud næsten er fordoblet i forhold til 2016, hvilket medfører et driftsresultat på 13,8 mia. EUR og en 6 % fremgang i salget på tværs af koncernens divisioner. Dette er et bemærkelsesværdigt resultat, idet koncernen i disse år har indledt en bekostelig transformation i bilproduktionen fra fossile brændstoffer til el, samt deres fremtrædende engagement i udvikling af selvkørende biler. Endvidere skal resultatets størrelse ses i forhold til de store hensættelser i relation til Dieselgate. For at eksemplificere de store udgifter forbundet med det begyndende skift fra fossile brændstoffer til el, så forventer VW at skulle bruge 34 mia. EUR indtil udgangen af 2022 på udvikling af en konkurrencedygtig e-mobility strategi. Heraf forventes 6,6 mia. EUR at vedrøre 2018. VW arbejder i henhold til ovenstående strategi efter et mål om i 2030 at have minimum én elektrificeret variant i hver af virksomhedens produktlinjer.

Af forrige analyse fremgik det, at der kunne identificeres positive tendenser i aktien, men at jeg generelt ville være varsom med at foretage offensive aktieinvesteringer i bilindustrien.



Dette var en antagelse, der tog afsæt i en generelt stigende lagerbeholdning og derved overudbud i markedet, hvilket sammenholdt med den generelle usikkerhed fik mig til at varsle ekstra varsomhed på den korte bane. Ydermere var der fremkommet information fra Wells Fargo og konjunkturcyklus-teorien, som jeg vurderede kunne medføre den førnævnte korrektion i markedet.

I mellemtiden har VW-aktien gennemgået en positiv periode, hvilket løftede aktiens værdi til 188,50 EUR pr. 22-01. Siden da har markedet korrigeret, og det har bevirket i en aktuel kurs på 162 EUR, hvilket ikke afviger væsentligt fra de 154 EUR, der var kursværdien på analysetidspunktet d. 15-11-2017. Mit gæt for dette forløb er således, at aktiemarkedet nu har korrigeret, og såvel aktien som DAX-indekset indikerer en positiv tendens for den kommende tid. P/E(17) er lav med 7,2 (162/22,6).



I starten af marts 2018 begyndte rygterne at svirre vedrørende VW Trucks og en potentiel *Initial Public Offering (IPO; børsnotering)* af denne division. Indtil nu er der dog ikke truffet en endelig afgørelse. VW Truck & Bus-division, der omfatter varemærkerne MAN og Scania, kan således tænkes at følge den bredere trend i motorkøretøjsindustrien, hvor der i stigende grad brydes op i de store konglomeratvirksomheder for herved at opnå en smallere, mere specialiseret tilgang til hvert enkelt forretningsområde. En sådan ændring vil dog kræve en accept fra bestyrelsen i VW, men indtil videre har virksomheden ikke ønsket at komme med en officiel kommentar til sagen. Rygter går dog ud på, at en eventuelt IPO kan blive en realitet allerede i år. Tilsvarende skal der findes en ny fremtid for MAN Diesel & Turbo med aktiviteten inden for store skibsmotorer.

Foruden ovenstående vurderes VW-koncernen at have en portefølje med stor bredde og dybde, hvilket i høj grad modvirker udefrakommende risici. Endvidere kan det udledes, at en koncern som VW kan drage fordel af en lang række stordriftsfordele på såvel kort som langt sigt. Ydermere har VW betydelige likvide ressourcer samt en velstruktureret kapitalstruktur, hvilket bevirker en høj grad af økonomisk fleksibilitet. Tilstedeværelsen på alkens globale markeder bevirker yderligere en generelt lavere afhængighed af udsving i lokalvaluta, hvorved vækstudsigterne forbedres betragteligt.

Opsummering

VW er kommet ud af 2017 på fornem vis med et resultat, der tæller adskillige rekorder. Herved kan det også være vanskeligt at vurdere, hvad koncernen nødvendigvis skulle gøre bedre eller gøre anderledes i denne henseende. VW har som beskrevet et både bredt og dybt produktsortiment tællende alt fra små personbiler og luksusmodeller til tunge lastbiler og superbiler, og mange af disse er ligeledes fordelt ud på diversificerede prisklasser. Herved kan det konkluderes, at VW's videre eksistens ikke er afhængig af udsving i enkelte køretøjssegmenter.



VW er dog stadig indblandet i Diesalgate. Dette er af en grad, der fortsat vurderes at kunne medføre negative cash-flows af ukendt (men stor) dimension. Beløb er dog hensat med henblik på sådanne posteringer og ligeledes allerede indregnet i den aktuelle kursværdi af aktien, så det er kendte risikoforhold.

Meget tyder på, at hverken investorerne eller forbrugernes adfærd berøres af Diesalgate i samme omfang som tidligere. Herved konkluderes sagen - på trods af dens størrelse - til ikke at udgøre mere end en finansiel risiko i form af et erstatningsansvar. Da ovenstående forbehold allerede er indregnet i virksomhedens hensættelser, så vurderes børskursen ikke at blive påvirket yderligere fremadrettet. Dette gælder dog kun, såfremt der ikke fremkommer nye drastiske afsløringer eller søgsmål herom.

Med udgangspunkt i ovenstående analyse og det fulde årsregnskab for 2017, der blev offentliggjort 13-03, vurderes VW at være en aktie med et væsentligt kurspotential. Der identificeres således en potentielt fornuftig upside for aktien. De leverer i 2017 et rekordregnskab og går frem på flere markeder og fordelt på flere divisioner såvel som produktkategorier. Jeg vil på baggrund af ovenstående vurdere, at et realistisk kursmål for VW i 2018 kunne være test af niveauet omkring 190 EUR.

DAIMLER

Af Lau Svenssen (ejer aktien)

| | |
|--------------|-------------|
| Kurs | 69 € |
| Markedsværdi | 73,8 mia. € |
| Børs | DAX |

Mercedes koncernen fremstiller personbiler, varevogne, tunge lastbiler og busser. Høj kvalitet og pris kendetegner bilerne. Finansiering for kunder indgår som et supplement, og det omfatter nu halvdelen af salget. I 2017 solgte Daimler 3,3 mio. køretøjer, heraf

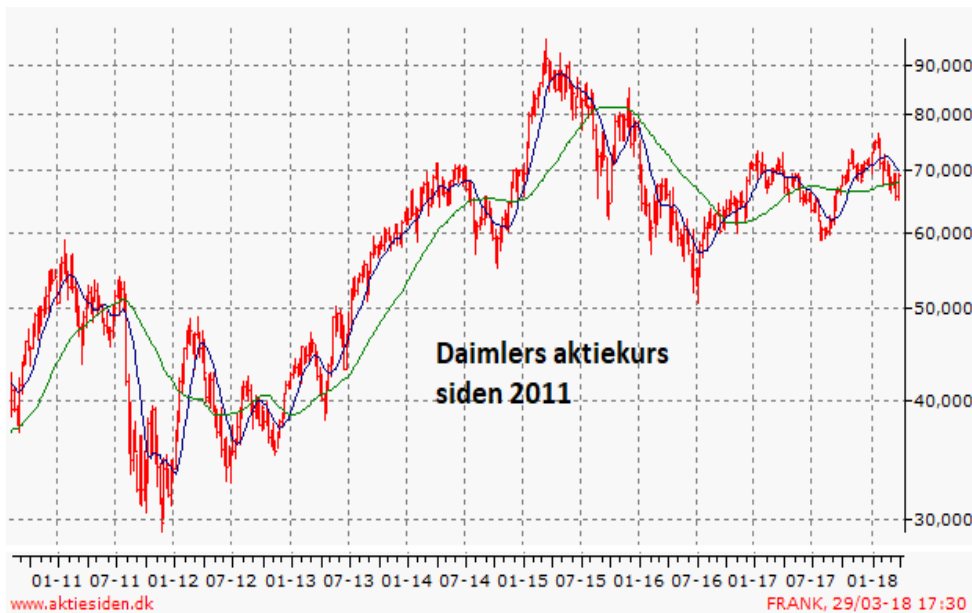
2,4 mio. personbiler. Man formidler også forsikringer og nåede op på 2,1 mio. nye policer. Af balancesummen på totalt 256 mia. € udgør finansaktiverne 150 mia. €. Vækstindsatsen er rettet mod personbiler, og geografisk satses målrettet på nye markeder, primært i Asien. De tre største markeder er USA (25 %), Tyskland (14 %) og Kina (11 %), altså i alt 50 % i de tre lande. En alliance omkring komponenter, teknik og visse modeltyper indledtes i 2010 med Renault og Nissan. Personalet er på 289.321. Lønsummen målt i forhold til omsætningen udgør dog kun 13,5 %. Udgiften til produktudvikling svarer til 5 % af omsætningen. Udbyttet for 2017 foreslås betalt med 3,65 € pr. aktie (direkte afkast 5,5 %).

Aktien må betegnes som decideret billig med en P/E 2018E på blot 6,5. Imidlertid er investorerne frygtsomme omkring den konjunkturfølsomme bilbranche, der i tilfælde af en handelskrig kan stå i første række og blive påvirket negativt. Bilmærkers hjemland kan selv den dummeste jo forholde sig til. Nu ved vi jo ikke, hvor slemt det bliver, men Trump har i hvert fald spillet det første kort med indførelse af importtold på stål og aluminium.

Mercedes koncernen opnåede massiv fremgang i 2017 i salget af person- og varebiler, mens fremgangen for lastvarevogne afspejler et løft efter dykket året før (tæt på en normalisering). Opgjort i lokal valuta voksede omsætningen med 8 %. Det afspejler gode konjunkturførhold i næsten alle lande, og selv i Sydamerika er modgangen overstået. I Rusland er man på vej med bygning af en ny fabrik, og det er endnu et eksempel på ledelsens positive syn på fremtiden trods de besværlige vilkår i landet. Der tænkes langsigtet.

Efterspørgslen er høj på dyre personbiler, og erhvervslivet har også behov for nyt og bedre materiel. Interessen for kvalitet er øget, og kunderne er parat til at betale for det. Mercedes har derfor rygvind i det meste af forretningen. Kraftigt stigende priser på materialer og komponenter er et advarselssignal, men det er i første omgang klarer ved højere udnyttelse af kapaciteten på fabrikkerne. Man præsterer det ønskede måltal for overskudsgraden på 9 %, selv om der investeres massivt i produktudvikling og nye projekter. Daimler vil fjerne enhver tvivl om firmaets placering i toppen af bilindustrien. Tesla-komplekset skal fjernes.





Ledelsen har lanceret en omfattende strategi for at bringe Daimler helt i front igen. Her spiller produktudvikling en vigtig rolle. Hele 7 % af omsætningen anvendes i R&D. Der satses på en bred vifte med hybridteknologi som første trin. Det vil give mulighed for at køre på el i byområder med skift til diesel på de lange ture. Batterierne kan oplades hjemmefra og genoplades, når dieselmotoren startes. Der arbejdes også på brug af brændselsceller med brint som brændstof. Pointen synes at være, at Mercedes med hybridteknologi vil være i stand til hurtigt at kunne lancere miljøvenlige biler, der fastholder en profil med topydelse. Det er starten på en overgangsfase til regulære elbiler. Inden for elbiler ligger koncernens mindste mærke (smart) forrest, men det er jo ikke med det produkt Mercedes vil kunne overhale Tesla.

Daimler skønner, at 15-25 % af alle nye biler i 2025 vil have elmotor. Derfor vil man være med i front, og planen er at kunne tilbyde mindst 50 forskellige modeller i 2022. Mercedes har allerede investeret i egen produktion af lithium batterier. Ud over den direkte indsats har Mercedes indgået aftale om at deltage som medejer i et net med 400 el-tankstationer i Europa, og der deltages i et lignende samarbejde i USA.

Vi mener, at Daimler står stærkt i kapløbet om at have top-end produkter på rette tid og sted. Aktiekursen er absurd lav, og det samme mener Geely (Kina), som i 2010 købte Volvo personbiler fra Ford. Geely har på kort tid diskret formået at opkøbe 10 % af aktierne i Daimler. Ingen kan dog vurdere, hvad hensigten egentlig er, idet kineserne er tavse.

Efter vores vurdering vinder Daimler i det lange løb over Tesla, og vi giver Daimler en klar købsanbefaling.

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.

