



## INDHOLD:

**Side 2 - 3: Aktiekommentar:** Vores overordnede vurdering af markedsudsigten året ud er, at USA vil køre mod Øst uden en punktering og et kursdrop, men der er klart risiko for, at en sådan situation kan starte i FAANG gruppen. Vi ser mere positivt på Europa – især Tyskland.

**Side 4 - 6: Cockpit - Stockpick:** Fokus på de vigtigste begivenheder i første halvdel af september – nyheder som kan få betydning for finansmarkederne fremadrettet.

**Side 6 - 7: SAS:** Samlet set har SAS fremlagt et godt resultat, og ledelsen ser ud til at have fået godt greb om virksomheden, så det hele begynder at se fornuftigt ud. Anbefalingen af aktien er langsigtet køb.

**Side 7 – 8: Genmab:** Q&A session med Genmabs IR-ansvarlige forud for fremkomst af vigtige data fra Maia-studiet.

**Side 9: Lundbeck:** For i år venter vi et salg på 18,1 mia. kr. og et nettoresultat på 3,8 mia. kr. Aktien handler således til en P/E på 20. Anbefalingen er Hold, indtil den nye topchef klarlægger sine planer for selskabets fremtid.

**Side 10 - 11: GomSpace:** De næste forventede nyheder er Q3 regnskabet og den opdaterede strategiplan. Sidstnævnte må også indeholde et element af klarhed angående det forventede kapitalbehov frem til 2023.

**Side 12 - 14: Lindab:** For 2018 forventer markedet en EPS på 4,68 SEK, svarende til en P/E på 13,8. Den aktuelle markedsværdi svarer endvidere til en kurs/indre værdi på 1,16. På nøgletal vurderes selskabet altså som fornuftigt prissat i forhold den nuværende vækst.

**Side 14 - 16: Sekundært udbud trækker tæppet væk under Ambu-aktien – en advarsel til alle darling aktier.** Læren fra Ambu er, at et stramt marked for en succesaktie kan ændres overnight, og så er det en helt anden og mere almindelig regnebog, som skal benyttes.

**Side 17 - 18: Valget i Sverige.**

Næste udgave udkommer den 01-10-2018.



## **AKTIEKOMMENTAR**

Af Lau Svenssen

USA-opturen er løbet tør for brændstof og kan være ved at ebbe ud. Fra Trump's valgsejr i november 2016 er NASDAQ rykket op med +60 %, Dow Jones +45 % og S&P med +40 %. Fordelingen med de gamle og mindre selskaber nederst afspejler hype-bølgen med boom i FAANG og semiconductor selskaberne. Heldigvis er disse aktier ikke brudt sammen (endnu), hvilket kunne (og fortsat kan) udløse en bredere krise på børsmarkedet – både i USA og med mulighed for spredning til andre lande, skønt få andre lande har deltaget i den forudgående fest. Her ligger der fortsat en trussel, men knækket i den opadgående trend ser ud til at være indledt uden udløsning af panik. Det er positivt og vigtigt.

De tre ledende USA-indeks bevæger sig nu vandret med en sivende tendens. Det glidende gennemsnit for 200 handelsdage (40 uger) er en god indikator for niveauet: Brud herunder vil nemlig ændre den opadgående Bull trend til start på et muligt Bear marked. NASDAQ skal holde sig over sit snit på 7.400, og der er således 7 % ned. Dow Jones skal tilsvarende holde sig over 25.000, dvs. 4 % i bremselængde. S&P er bagefter i forløbet og har sit 200-dages gennemsnit placeret ved 2.740 (5 % i afstand nedad). Det er jo ikke ret meget. I USA toppede aktierne ultimo januar og gennemløb så et setback på 10-12 % frem til maj, før det atter kravlede opad. Hvis der indtræder en nedtur nu vil det ligne et M, men benet nedad i højre side er fortsat et åbent spørgsmål.

Det store skisma på aktiemarkedet er gabet mellem USA og resten af verden, hvor vi naturligvis fokuserer på Europa. DAX befandt sig i 10.668 dagen før Trump vandt embedet som præsident. Stigningen nåede op på til 13.600 (+27 %) på 12 måneder (oktober-december 2017), men kursniveauet er siden gledet tilbage til i dag 12.083 (+13 %). Den relevante sammenligning med USA er vel Dow Jones, der har et akkumuleret afkast på +45 %. Gabet kan tilsvarende måles på P/E-tal, hvor DAX fremstår med et markant lavere niveau end USA trods fordelene her fra nedsættelsen af selskabsskatten (en del er regulering en gang for alle af udskudt skat). Branchemæssigt er der også et klart gab, hvor de amerikanske IT og Tech selskaber befinder sig tårnhøjt, mens de tyske bilfabrikker omvendt ligger meget lavt. Det ekstreme tilfælde er Tesla, som elskes af mange idealistiske investorer og har tilegnet sig en positiv profilværdi via sit koncept, mens de traditionelle bilfabrikanter er i fuld gang med at deres udvide produktsortiment med el-biler og den teknologi af komponenter som det kræver.

Ud over denne dybe forskel mellem USA og Europa har Asien være udsat for et meget surt marked med Kina i spidsen. Japan klarer sig derimod med et nu "udfladende" marked placeret nøjagtig ved 200-dages gennemsnittet på 22.500 for Nikkei indekset. I Trump's præsidenttid er indekset steget fra 17.000, altså ca. 20 %. Kina er derimod faldet med lidt over 10 % i perioden, og Shanghai indekset er tæt på test af sidste bunde ved 2.600 (primo 2016). Handelsballaden ser ud til at formørke fremtidsudsigterne, og investorerne holder lav profil. Det fremkalder dermed en spændende chance for rebound for kinesiske aktier, hvis/når en handelsaftale falder på plads med en rimelig balance mellem Kina og USA.

Hermed skifter scenen straks over til amerikansk politik og Midtvejsvalget 06-11. Donald Trump er solist, og hans forhold til The good old Party er præget af gensidig mangel på respekt, måske decideret afsky. Uanset denne sprængfarlige cocktail er det vigtigste punkt fortsat at holde Demokraterne i ave, så de ikke erobrer et flertal i begge kamre. Trump vil dermed blive lammet i væsentlig udstrækning, og samarbejde er jo ikke hans stærke side. Risikoen for en rigsretssag vil samtidig blive større, og her spræller han for at holde snavset væk. Hvilken linje er mon bedst for at tiltrække stemmer den 06-11? Det er svært at vurdere, og kræver en beslutning: er det fordel at fastholde en hård Kina-linje indtil valget er overstået, eller skal Trump fremstå som en statsmand, der kan hamle om med lederne i verdens største nation? Samtidig begynder de allerede gennemførte todsatser at slå igennem, og næste række med et langt større varekatalog er netop ved at træde i kraft med endnu en serie under forberedelse i kulissen. Sund fornuft tilsiger indgåelse af en aftale, som vil



kunne fremstå som en klar sejr for USA, uden at det vil ramme Kina med voldsom kraft. Men fornuft er ikke Trump's tankegang men derimod at kregle og bluffe længst muligt i håb om at opnå en fordel.

Vores GÆT er, at en ny USA-Kina aftale vil kunne blive indgået før Midtvejsvalget. Det vil dog næppe bestå af andet end en ramme uden noget præcist indhold - og så kan næste omgang starte med at fastlægge konkrete ting. Aftalen med EU havde denne karakter men blev modtaget med jubel af Dansk industri, hvorefter det hurtigt stod klart, at man blot var inviteret til nye drøftelser i venligt sindelag. Den nye aftale med Mexico siges at have mangel på seriøsitet, og Canada forhandler netop nu for at opnå enighed. Trump optræder i denne sammenhæng klodset og på slap line uden en administration, som forbereder sagerne på forhånd. Dermed bliver det hele til en event med ham selv i centrum som udførende kraft – uden indhold.

Nettet strammes samtidig om Trump og hans inderkreds. Tilliden til USA som Vestens uantastede leder er dermed i opløsning, og hvem ved, om det i virkeligheden står meget værre til end informationerne siger?

I Europa er der mangel på fælles indsats og ledelse i og af EU-landene. Brexit-aftalen skal præsenteres inden november, og her kan det ende med exit for Theresa May selv og dermed dyb krise i regeringen i London og hele det konservative parti. Den politiske opløsning udfolder sig i land efter land: Grækenland, Italien. Spanien (Catalonien's selvstændighed), Frankrig med Macron som dukkede op ud af den blå luft, Holland som har et dybt splittet parlament, de østeuropæiske lande som præges af neonationalisme. Tyskland er den stabile kerne, men her opnår de gamle magthaverpartier kun 50 % af stemmerne, så næste valg kan blive en gyser! De nordiske lande klamrer sig til velfærdsstatsmodellen med en politisk talestrøm om tryghed og glæden ved en stor stat, som samtidig er ved at synke i grus. Tingene smuldrer. Kaos truer.

Renteforholdene er fortsat særdeles gunstige, og Federal Reserve i USA fastholder sin linje med gradvis stigning i renteniveauet. ECB satser på at udskyde en normalisering længst muligt. England står alene i verden og følger efter USA. For aktierne er der fortsat ingen modvind fra alternativet, obligationer.

Vores overordnede fremadrettede vurdering af markedsudsigten året ud er, at USA vil køre mod Øst uden en punktering og et kursdrop, men der er klart risiko for at en sådan situation kan starte i FAANG gruppen.

Europa burde dermed få fred for negativ påvirkning udefra i form af en amerikansk aktiekrise og fornyet pessimisme. Samtidig klarer selskaberne sig udmærket, og modvinden for bilindustrien vil næppe fortsætte. Vi mener, at det vil give DAX mulighed for et opadgående udbrud fra 12-13.000 intervallet, som har låst det tyske marked fast og givet stagnation i år. De to banker (Deutsche Bank og Commerzbank, der omtales stadig mere angående mulighed for en fusion) såvel som Bayer ligger ligesom bilfabrikkerne svagt.

På onsdag (19-09) fremlægges rapporten om hvidvask i Danske Bank, og A.P. Møller vil samme dag præsentere en større organisationsændring (nedskæring og integration). Spændende nyheder? En anden interessant udvikling er opstået i Ambu med nedkøling, idet det frie flow af aktier pludselig blev udvidet markant efter salg af en 5 % post. Så lidt skal der til at standse en situation med et stramt marked og "mangel på materiale". Her ligger der klart en trussel på den danske børs. Så pas på højt vurderede Darling aktier som Ambu, Chr. Hansen, Coloplast, Novozymes, Rockwool, Royal UNIBREW og SimCorp.

### **Vigtige udvalgte begivenheder frem til 01-10-2018**

17-09: Salgstal fra Hennes & Mauritz (01-06 til 31-08)

18-09: Årsregnskab fra ChemoMetec. Dansk Aktionærforening afholder Investordagen.

19-09: A.P. Møller – Mærsk præsenterer organisationsændring. Danske Bank offentliggør konklusioner fra den interne undersøgelse af hvidvasksagen i Estland.

26-09: Rentemøde i den amerikanske centralbank afsluttes kl. 20.00 med pressekonference kl. 20.30.

27-09: Ni måneders regnskab fra Hennes & Mauritz (01-12 til 31-08).



## **COCKPIT – STOCKPICK**

Af Lau Svenssen

**Ericsson** har opnået en ordre om salg af 5G-netværk til Deutsche Telekom's amerikanske datterselskab T-Mobile til en værdi af 3,5 mia. USD.

**Bang & Olufsen** har påbegyndt sit store tilbagekøbsprogram for egne aktier. Rammen er sat til 485 mio. kr. Selskabets ledelse ønsker at beholde en stærk finansiel position som rygstød i gennemførelsen af næste fase i genrejsningen af virksomheden med en profil som et luksusbrand.

**Hypefactors** har gennemført en særdeles dårlig børsintroduktion. De 919 nye aktionærer har måttet konstatere, at prisen er droppet fra 8,0 til 4,4 kr. på bare to uger! Der har været bred kritik af selskabet for dets profilering.

**Risk Intelligence** gik på medio august på Spotlight børsen til kurs 6,25, hvorefter den straks herefter toppede i næsten 13 kr. for nu at være faldet tilbage til ca. 5 kr. Også denne aktie synes således at være blevet hypet alt for meget på diverse sociale medier. Husk på at IPO's ikke er en vej til gratis penge.

**Tyrkiet** kæmper for at genvinde tilliden til landets valuta, og en drastisk stramning af pengepolitikken er nu på vej. Erdogan-styret har hidtil forhindret udøvelse af en normal og uafhængig rentefastsættelse hos landets centralbank.

**Danske Bank** har (ufrivilligt) optrådt i flere internationale medier med omtale af den forestående rapport om hvidvask i bankens datterselskab i Estland. Financial Times udvidede således omfanget markant i sin omtale, der blev fulgt op af en generel kritisk gennemgang af EU-myndighedernes dårlige kontrol med denne form for aktivitet i bankerne – trods en stribe stramme regler og kontrolorganer ud over den selvkontrol, som bankerne er forpligtet til at udvise. Danske Bank holder lav profil. Datoen for fremlæggelsen af undersøgelsesrapporten er sat til 19-09. Mærkværdigheden er, at det angiveligt kan lade sig gøre at fremskaffe interne informationer uden at nogen (banken selv, Finanstilsynet, NASDAQ som børs) prøver at gribe ind eller søger at opklare dette spørgsmål. Aktiens kursudvikling tog en ny drejning nedad efter omtalen i Financial Times.

**ING**, Holland, har accepteret et forlig om transaktioner med karakter af hvidvask mv. Banken vil betale 775 mio. € til Den hollandske Stat for at få afsluttet dette sagskompleks.

**Flügger** fastholder i Q1 rapporten sin guidance trods et svagt forløb af første kvartal i det skæve regnskabsår.

**Vestas**: Samarbejdsselskabet inden for havvindmøller, **MHI Vestas (50 % ejet)**, har indgået den endelige aftale om levering af 860 MW til Triton Knoll projektet, UK. Der skal leveres 90 styk 9,5 MW møller (V164).

**Siemens Gamesa** søger at komme ind på markedet i Rusland med sine vindmøller. Her kræver regeringen 65 % lokal produktion, og derfor vil SG etablere fremstilling på et anlæg i Skt. Petersborg tilhørende moderselskabet Siemens, hvor man indtil nu har arbejdet med gasturbiner.

**Ambu**: Chr. Augustinus Fabrikker har solgt halvdelen af sin aktiepost i selskabet. Det omfattede 13,5 mio. styk, og man måtte give en rabat på 10 % til køberne (salgsprisen blev dermed 220 kr.). Banker klarede opgaven ved et udbud rettet mod potentielle investorer. Transaktionen er interessant ved at markere profit taking i den

tunge klasse efter en voldsom optur for aktiekursen. En række andre selskaber har oplevet (dog mindre spektakulært) samme glimrende performance, og det viser, at de tunge investorer pludselig kan vende rundt og sige Tak for denne gang. Augustinus beholder dog cirka halvdelen af sin samlede investering, hvilket vel er udtryk for en halvgardering i forhold til prisen på aktien, som svinger kraftigt.



**Nilfisk** har udsendt en uklar melding om start på en strategisk gennemgang af fremtiden for støvsugere til private forbrugere. Pointen synes at være, at dette segment (knap 10 % af omsætningen) udviser lav indtjening, og konkurrencen er meget hård. Ideen er at opnå en salgsgevinst ved at trække sig helt ud af dette marked. Det er en underlig formelding uden konkret indhold men måske reelt bare et Til Salg skilt.

**Carlsberg** vil være mere miljøvenlig. Derfor vil Six-pack med dåser blive ændret fra brug af plastik som indpakning til brug af lim, hvorved dåserne vil hænge sammen som en blok. Carlsberg vil også skifte farvestof til en mere miljøvenlig grøn kulør. **Carlsberg's** topchef Cees 't Hart har i et interview søgt at markere interesse for et større opkøb. Dermed får han også lejlighed til at fortælle, at det går godt i koncernen. Han erkender, at selskabet måtte melde pas, da AB InBev- SABmiller gik sammen, ligesom Heineken har kunnet ekspandere, hvilket netop er i gang i Kina med en omfattende aftale om Snow mærket, der er verdens største øl brand.

**Bayer** aktien har sat ny This Time Low rekord efter fremlæggelse af sit regnskab. Overtagelsen af Monsanto (landbrugsgiftstoffer mv.) skal nu fordøjes. Samtidig har netop dette nye datterselskab tabt en retssag om erstatning for et dødsfald, hvor ansvaret for kræftsygdommen blev pålagt Monsanto og dermed Bayer. Sagen ankes dog.

**Fingerprint Cards:** Selskabets topchef Christian Frederiksson er i et interview fremtrådt optimistisk angående selskabets evne til at klare modgangen og opnå ny fremgang uden behov for kapitaltilførsel. De positive signaler førte straks til fornyet interesse for aktien.

**USA: IT-giganterne** er kommet under beskydning både mht. deres adfærd og betydning inden for medier, og angående de fordele selskaberne har opnået hos myndighederne. Stramninger ser ud til at være på vej.

**Donald Trump (I):** Bob Woodward har udgivet en meget nærgående bog om Trump og forholdene i hans administration. Bogens informationer styrker indtrykket af kaos. Trump afviser alt.

**Donald Trump (II):** Umiddelbart efter denne bogudgivelse er der udbrudt ny ballade efter New York Times bragte en kronik skrevet af en anonym højtstående person. Heri berettes, at der findes et netværk af ledende personer i Trump-administrationen, som aktivt søger at kontrollere og modarbejde Trump's mange påfund for at bevare ro og orden. Man kan læse det som en klub af folk som støtter sig til Det republikanske Parti med henblik på at bevare dets indflydelse og undgå, at det går ned sammen med Trump, hvis det skulle indtræffe. Dette indblik bag murene styrker ligeledes mistilliden til præsidenten. Trump søger straks at igangsætte en jagt på disse folk, som betegnes forrædere og om muligt kan få påklistret begrebet "statsfjende" med risiko for retsforfølgelse. Avisen anfører, at de kender navnet på denne kilde, som ønsker at være beskyttet, hvilket som det fremgår absolut er påkrævet.

**UK/Brexit:** Det konservative parti og Theresa May står muligvis over for et afgørende øjeblik i de kommende to måneder. Handelsaftalen med EU skal være færdigforhandlet 01-11, men den interne ballade i partiet er brudt ud i lys lue. En revolte truer, men da partiet er dybt splittet uden en ny stabiliserende leder i kulissen til at afløse Theresa May, og der endnu ikke foreligger et udkast til en holdbar/acceptabel EU-aftale, kan det hele gå helt i stumper og stykker – også for selve partiet. Da Labor næppe kan betragtes som regeringsegnet, risikerer UK at ende i en situation med et decideret vakuum. Udgangen kan derfor blive, at Brexit helt må opgives. Den folkeafstemning, som indledte det hele, var kun vejledende, så man behøver end ikke at gennemføre en ny for at neutralisere dette projekt.



## SAS OPJUSTERER SIN GUIDANCE FOR REGNSKABET SOM SLUTTER 31-10-2018

Af Lau Svenssen

Kurs	15,44
Markedsværdi	5.907 mio. kr.
Børs	Large Cap

Selskabet ser omsider ud til at være kommet ind i en positiv udvikling med fremdrift i de fleste vigtige sider af virksomheden. I Q3 rapporten (NB: regnskabsåret starter 01-11) hæves guidance til resultatet før skat til 2,0 mia. SEK fra tidligere 1,5-2,0 mia. SEK i den foregående kvartalsrapport. Cash flow'et fra selve driften (før ændringer i balanceposter) er på +1,0 mia. SEK for Q1-3, hvilket er imponerende. SAS må endog hensætte penge til skat - og så må det jo gå godt igen.

Præstationen er opnået trods belastningen på ekstra 0,5 mia. SEK fra højere priser på jet-fuel. Det er lykkedes at forbedre driften ved at omlægge rutetrafikken og satse mere på sæsontrafik (ferierejsende), og resultatet af denne rokade ser ud til at være tilfredsstillende. Det har dog ført til væsentlige problemer med trafikafviklingen, og dermed dårligere performance over for kunderne, hvilket ledelsen ærligt beklager, og denne indrømmelse ser ud til at føre til forbedret planlægning af næste sommers intensive trafik.

Man er i gang med at modtage nye fly og har indledt drift fra baser i Malaga og Dublin som led i at reducere udgifterne og øge fleksibiliteten. Her er der et stort fornyelsesprogram i fuld gang med 70 fly på vej (heraf 15 via lease). Selve SAS har 116 fly i drift, hvoraf de 67 er leasede. Hertil kommer så 40 fly i drift via partnerne mv. Balancen i kapaciteten set i forhold til behovet er atter fornuftig. Indfasningen af nye og større fly med forbedret brændstoføkonomi skal føre til øget effektivitet (stordrift). Her er der også opnået en forbedring i antallet af blocktimer i luften for flyene, og personalets effektive arbejdstid ser også ud til at være steget.

Finansielt har man ligeledes gennemført forbedringer. Der er udstedt ordinære aktier (direkte placering af nye aktier) og optaget et obligationslån, mens der omvendt er indfriet præferenceaktier, der er en meget dyr form for kapital, hvor udbyttebetalingen ikke kan fratrækkes skattemæssigt. På ejersiden har Staten Norge solgt sine sidste aktier og er nu helt udtrådt af det gamle fællesnordiske ejerfællesskab omkring SAS.



Til gengæld er SAS' største konkurrent norsk, nemlig Norwegian Air Shuttle, så SAS er trådt i baggrunden. Norwegian spiller en vigtig rolle på det nordiske marked for flytrafik som den nu største udbyder. Udviklingen i dette selskab er derfor vigtig for SAS, og her er situationen alt andet end klar. Selskabet er belastet af en stor



gæld, en stor investering i Norwegian Finans og et særdeles stort program for indkøb af nye fly. Indfasningen af disse nye fly giver behov for nye ruter, og her man kastet sig over lange interkontinentale ruter, hvor Argentina indgår som en markant udvidelse af det normale sortiment hos ruteselskaber. Indledningsvis er der naturligvis en belastning i startfasen for nye ruter, hvor konceptet skal løbes i gang. Den svage økonomiske stilling indebærer, at selskabet er udsat for pres udefra, og yderligere har IAG (International Airways Group: British Airways, Iberia, Aer Lingus, Vueling Airlines) opsamlet en stor aktiepost og udtrykt interesse for et tættere samarbejde med Norwegian, men IAG har ikke ønsket at betale en pris for aktierne, som er højere end det nugældende kursniveau på børsen. IAG vil næppe redde Norwegian ud af den nuværende klemme men vente på at selskabets ejere bliver møre.

SAS har udsigt til et EPS på ca. 4,0 SEK for indeværende regnskabsår. Indre værdi opgøres til 14,84 SEK. Afkastet på den investerede kapital ligger på 13 %. Branchen og selskabets egne forhold er altid meget følsomme over for udsving i markedspriser (pt. belaster høje brændstofpriser i USD og lav SEK kurs) og påvirkninger af efterspørgslen som følge af pludselige og uventede begivenheder som epidemier, terroraktioner, strejker eller naturkatastrofer. Den basale vækst er heldigvis god med ca. +5 % årligt.

Samlet set har SAS fremlagt et godt resultat, og ledelsen ser ud til at have fået godt greb om virksomheden, så det hele begynder at se fornuftigt ud. Det nye regnskabsår indledes 01-11-2018, og her burde der være udsigt til betydelig fremgang. En ændring af ejerforholdet hos Norwegian fra nykommeren til en større koncern burde kunne få positiv betydning for SAS. Kapacitet kan så blive overført fra Norwegian til den nye ejers andre ruter, hvorved priskonkurrencen kan blive reduceret. Anbefalingen af aktien er langsigtet køb.

## **GENMAB: NØGLESTUDIE ER PÅ TRAPPERNE – KAN UDVIDE MARKEDET**

Af Steen Hillestrøm

Investorerne i Genmab må fortsat vente lidt endnu, hvad angår de meget vigtige data fra fase 3-studiet kaldet Maia. Positive data og en senere godkendelse kunne give Genmab adgang til et markant større marked end det er tilfældet i dag, hvorfor vi ser det som en god mulighed for både kortsigtede og langsigtede investorer, at samle aktien op nu forud for offentliggørelsen af data. Aktieinfo har talt med Genmabs IR-chef Rachel Curtis Graversen om studiet og udsigterne for en eventuel godkendelse.

I Maia-studiet prøves Darzalex som førstebehandling af knoglemarvskræft i kombination med kræftmidlet Revlimid, som er lægernes førstevalg på det store amerikanske marked. Det er det amerikanske medicinalsselskab Celgene, som står bag Revlimid. I forvejen er Darzalex hos Genmab godkendt som anden-, tredje- og fjerdebehandling af knoglemarvskræft i forskellige kombinationer.

**Aktieinfo:** Adm. direktør Jan van de Winkel hos Genmab har tidligere udmeldt, at data fra Maia-studiet formentlig ville kunne blive offentliggjort i august/september. Hvad er den seneste forventning herom og kan det ses som værende positivt at offentliggørelsen trækker ud?

**Rachel / Genmab:** Maia-studiet er begivenhedsdrevet, hvilket betyder, at det afgøres af hvordan patienterne har det. Så at der kommer data lidt senere end ventet, kan faktisk være en god ting og at patienterne rent faktisk har det bedre. Det, der måles på, er den progressionsfri overlevelse - det vil sige den tid patienterne overlever, uden at sygdomme udvikler sig. Det betyder, at vi skal vente på, at man ser et fremskridt af sygdommen i et forud fastlagt antal patienter, inden data kan udarbejdes. Vi overvåger antallet af begivenheder, og vi forventer nu fuldt ud, at dataene fra Maia-studiet kommer i år.

**Aktieinfo:** Forventer I stadig, at den amerikanske lægemiddelsmyndighed FDA vil kunne foretage en hurtigere godkendelsesproces, såfremt data fra Maia-undersøgelsen kommer ud positivt?

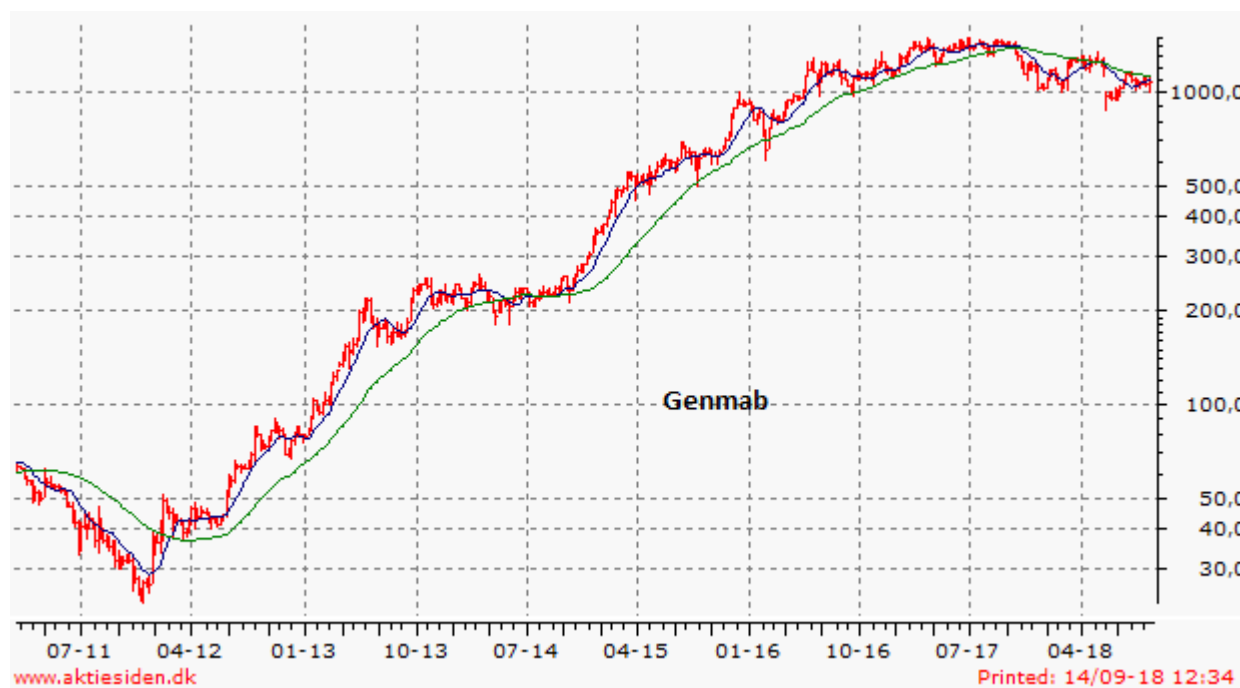


**Rachel / Genmab:** Hvis dataerne fra Maia-studiet kommer ud positivt, så forventer vi at vores partner Janssen vil anmode om en prioriteringsrevision i USA, som de tidligere har gjort med daratumumab-datasæt. Hvis der gives prioriteret gennemgang fra FDA, vil dette kunne give os en hurtigere godkendelsestidslinje på seks måneder i USA. Så hvis der kom positive data nu, vil en godkendelse kunne være på plads til foråret i 2019.

**Aktieinfo:** Kan du her til sidst oplyse os lidt om markedspotentialet ved positive data fra Maia-studiet og en eventuel godkendelse fra FDA?

**Rachel / Genmab:** Studiet og en senere godkendelse har potentialet til at kunne løfte salget af Darzalex ganske markant. Førstebehandling omfatter lidt over 50 pct. af den samlede patientgruppe med knoglemarvskræft, og USA er det største marked, så hvis Darzalex i kombination med Revlimid viser gode data, kan det betyde, at vi med et slag basalt set får adgang til halvdelen af patienterne på markedet.

**Fakta:** For 2018 estimerer Genmab, at den amerikanske partner Janssen vil sælge Darzalex for 2,0-2,3 mia. dollar mod 1,24 mia. dollar i 2017.





## LUNDBECK

Af Lau Svendsen

Kurs	394
Markedsværdi	78.248 mio. kr.
Børs	C25

Kåre Schultz forlod selskabet 01-11-2017, og i de efterfølgende 10 måneder er det lykkedes den øvrige ledelse at drive forretningen videre i samme spor og opnå et rekordresultat. Overskudsgraden i første halvår nåede op på 38,5 %, når særlige udgifter renses væk.

Deborah Dunsire tiltrådte 01-09-2018, og hun har på forhånd bebudet øget indsats i udviklingsarbejdet med henblik på at opnå langsigtet vækst. Ud over sin egen høje løn, som er meget omtalt i medierne, skal der altså skrues op for udgifterne til R&D. Forenklet sagt vil man vende tilbage til linjen før Kåre Schultz' store opstramning. Forskellen er vel blot, at nu er indtjeningsevnen i orden, så handlefriheden er forbedret. Der ændres ikke på virkefeltet – fokus er på hjernen og nervesystemet. Parkinsons, Alzheimers og skizofreni ser ud til blive de næste produkter.

Med fuld vind i sejlene får den nye topchef fred for de løbende sager og mulighed for at tænke langsigtet, så der kan lanceres nye initiativer med hendes fingeraftryk. Deborah Dunsire er 56 år gammel. Rammen for hendes aktive epoke er vel på forhånd sat til 5-8 år, men de produktkandidater hun skal træffe beslutninger om kan få et livsforløb på 25-30 år. Beslutninger rækker langt fremad, og konsekvenserne kommer tilsvarende forsinket. Hun står over for nogle vigtige, langsigtede beslutninger.

Hurtig salgsudrulning af nye produkter er vigtig af hensyn til begrænset tid med patentbeskyttelse, da tidsrammen sjældent er mere end 10 år. Lundbeck er udsat for denne hårde mekanisme både for Cipraleks og vigtige produkter som Ebixa og Xenazine. Om en måned rammes selskabets største produkt Onfi, som står for små 20 % af omsætningen.

Væksten i salget af nye produkter i 2019 kan næppe opveje angrebene på Onfi fra generiske udbydere. Et opløftende punkt er vækst i salget uden for USA og EU. Nye markeder har et stort udækket behov, hvor højere velstand og levealder øger det yderligere. Det centrale uklare punkt er, hvilke forandringer Deborah Dunsire vil lancere, og om hun i praksis passer godt ind i firmaet? Vi formoder, at hun lærte Lundbeck at kende i sit job hos Takeda (USA), der indgik en aftale om forhandling af det kommende depressionsmiddel Trintellix, som blev godkendt i 2013.

Bioteknologi er fremtiden, og her leder man efter de virksomme molekyler i kroppen. Fremtidens medicin kan derfor blive analoger af disse, som udrustes med forbedrede egenskaber. Angiveligt har Lundbeck allerede taget fat i den retning, men en målrettet satsning vil være virkelig langsigtet og indebære meget store udgifter. Måske er det netop her, at den nye topchef formodes at passe med sine erfaringer fra Millennium Pharmaceuticals, som blev opkøbt af Takeda i 2008.

Aktien har været udsat for store fluktuationer siden Kåre Schultz' overraskende exit. I øjeblikket høster Lundbeck frugterne af hans indsats. For i år venter vi et salg på 18,1 mia. kr. og et nettoresultat på 3,8 mia. kr. Aktien handler således til en P/E på 20. Anbefalingen er Hold, indtil den nye topchef klarlægger sine planer for selskabets fremtid.



## OPFØLGNING PÅ GOM SPACE EFTER Q2 REGNSKABET

Af John Stihøj

Kurs	39,2 SEK
Markedsværdi	1.114 mio. SEK
Børs	First North Premier Sverige

Gom Space faldt fra en kurs på 60 SEK til det aktuelle niveau, da ledelsen præsenterede en finansieringsplan på 300 mio. SEK. I Q2 regnskabet erkender ledelsen, at denne plan ikke er til aktionærernes og selskabets bedste, hvorfor planen skrinlægges. Nu søger man i stedet andre muligheder, hvilket vel må antages at være

et nye cash-call med udstedelse af nye aktier op til 10 % i omfang. Tidspunktet er dog ikke optimalt, da kursen har bidt sig fast i det lavere niveau. Imidlertid er der behov for nye penge til at finansiere vækstambitionerne.

Høj ekspansion præger selskabet, som er i fuld gang med at indlede serieproduktion af satellitter efter firmaets startfase, hvor der var tale om en form for håndværksmæssig udførelse med én satellit ad gangen. Det afgørende koncept fremover bliver netværk, og den foreløbig største opgave ser ud til at blive Aerial & Maritime, som satser på at sende op til 80 styk i omløb for at tilbyde global dækning og ikke kun områderne ved ækvator som oprindeligt planlagt. Der er endnu kun tale om en principaftale. Selskabet anfører, at dets nuværende kunder arbejder med et projektomfang på 500-700 satellitter, men det faktiske tal bliver naturligvis langt mindre, ligesom konkurrenter vil blive tildelt en stor del af disse mulige ordrer.

Nye faciliteter er etableret i Aalborg, og tempoet ansættes til en satellit pr. uge i første omgang men med udsigt til et langt større output i de nærmest kommende år. Udgifterne kommer desværre forud for indtægterne i et sådant udviklingsforløb, og cash burn (inklusive investeringer) er derfor steget til 97 mio. SEK i halvåret. Vi formoder, at det vil være maksimum, og at H2 kun vil kræve en likviditet på 60 mio. SEK. For hele året estimerer vi et underskud før skat på 75 mio. SEK, efter at første halvår allerede har akkumuleret en saldo på -43 mio. SEK. Vi forventer en begyndende forbedring af driftsindtjeningen (EBIT) baseret på et højere aktivitetsniveau (fakturerings). Det forudsætter dog, at man undgår alvorlige problemer i produktionen og det efterfølgende arbejde med opsendelse og idriftsættelse af satellitterne. Der er helt klart mange HVIS'er i denne fase. Den likvide reserve var på 104 mio. SEK pr. 30-06. Med udsigt til et likviditetsdræn på 60 mio. SEK i andet halvår vil cash-reserven komme ned på ca. 45 mio. SEK ultimo året. Det er kritisk lavt, og en genoptankning må ventes. Perspektivet er således behov for en ny aktietegning i løbet af det kommende halve år. Ved at holde sig under grænsen på 10 % af aktiekapitalen spares de store udgifter til udarbejdelse af et børsprospekt. Med dagens børsværdi på 1.114 mio. SEK er der med andre ord plads til at skaffe netto 110 mio. SEK efter omkostninger.

Næste år skal selskabet kunne præstere et normal driftsforløb men stadigvæk med svag indtjeningsevne. Vi påregner, at 2019 vil ramme nulpunktet i resultat før skat, og det frie cash flow skal være over nulpunktet. Omsætningen skal vel stige til ca. 300 mio. SEK, for at der kan opnås balance i driften mellem indtægter og udgifter. Ordrebogen er stor med en samlet værdi på 703 mio. SEK, og den hidtil største ordre er som omtalt under forhandling med A&M omfattende ca. 80 satellitter med en mulig værdi på 100 mio. USD (920 mio. SEK). Herfra skal dog trækkes værdien af den oprindelige del som allerede indgik i de 703 mio. kr., hvilket næppe er mere end 10 % af den samlede nye ramme, altså ekstra over 800 mio. SEK på vej. Både denne opgave og den anden store ordre afgivet af Sky & Space Global skal udføres i de kommende 3 år (2019-21) og er i gang i år. Den samlede ordresum fra S&SG er tidligere oplyst til intervallet 48-70 mio. € (500-740 mio. SEK). Ud over disse to store ordrer har selskabet en række andre opgaver på komponenter og delsystemer med kort leveringstid.

I det oprindelige oplæg ved børsintroduktionen omtaltes en indikation for udviklingen, som i 2021 forventedes at nå en omsætning på 820 mio. SEK med 350 medarbejdere i organisationen. Bruttoavance er eneste tal som er blevet revurderet siden da, og nu tales der om pænt over 50 % i stedet for oprindeligt 65 %. I første halvår har man kun opnået en bruttoavance på 31 %. En revideret og forlænget strategiplan er under udarbejdelse og



vil blive fremlagt i løbet af efteråret. Indeværende år er altså en "ramp up" fase, og serieproduktionen skal i løbet af 2019 komme ind i så normal gænge, at indtjeningen per styk stiger og antallet af de producerede satellitter skal nå op på det ønskede niveau for at udføre de indgåede aftaler.

Det er samtidig en opbygningsfase, hvor teknologien skal vise sin kommercielle holdbarhed og åbne nye former for anvendelse (udvidelse af markedet), ligesom der vil indtræde angreb på det eksisterende marked for satellitbaserede serviceydelser som telekommunikation, GPS og tracking af fly via signaler fra transponders. Som en ny teknologi skal der opnås bredere kendskab og anerkendelse, hvorefter de store aktører inden for aerospace og satellitbaserede services vil få øjnene op for potentialet. På 5-10 års sigt er der derfor udsigt til en forandring af nanosatellit-branchen med indtog af gamle industrikoncerner. Perspektivet er, at der vil finde opkøb sted. Take over aspektet er vigtigt for investorerne.

Tempoet hos GomSpace er højt, og derfor har nyheder, produktmæssige præstationer og andre begivenheder stor vægt. Med en levende men også sensitiv interesse hos investorerne giver det anledning til store kursudsving for aktien på børsen. Q2 rapporten var som forventet. Lanceringen af en plan med et 300 mio. SEK stort rammeprogram for lån med adgang til konvertering til aktier blev modtaget meget negativt af investorerne. Aktien dykkede fra knapt 60 SEK til et niveau omkring 50 SEK for så at fortsætte ned til pt. 40 SEK. Selv om planen straks blev skrinlagt af bestyrelsen jvf. Q2 rapporten, og Danske Bank er anmodet om at fremlægge en bedre metode til at skaffe det fornødne kapitalberedskab til udviklingen 2-3 år frem, så har aktien ikke formået at genvinde den tidligere optimisme og begejstring.

De næste forventede nyheder er Q3 regnskabet og den opdaterede strategiplan. Sidstnævnte må også indeholde et element af klarhed angående det forventede kapitalbehov frem til 2023 såvel som en indikation af den forventede norm for EBIT og ROIC. Dybest set er der ingen som aner, hvad vi som investorer skal forestille os af dimension for selskabet og rentabiliteten i dette nye marked. Vi påregner en ny aktieplacering i løbet af andet halvår med et provenu på op til 110 mio. SEK, og her skal børsoptimismen helst være genrejst, så det kan udføres ved en direkte placering hos langsigtede kerneinvestorer (pensionspenge).



## **LINDAB AB**

Af Jens Kornbeck

Børs	Nasdaq OMX Stockholm
Market cap	5.100 mio. SEK
Kurs (07.09.)	64,8 SEK
Website	lindab.com
Disclaimer	Jeg ejer ikke selv aktien

Virksomheden blev stiftet i 1956 og registreret som et officielt selskab i 1959 i det sydlige Sverige, hvor også hovedkontoret ligger i dag. Oprindeligt var produktet metalkomponenter til ventilationssystemer, mens virksomheden siden 1968 drejede løsningerne over på komplette ventilationssystemer. Siden er diverse

indendørsklimasystemer kommet på produktpaletten. I 2006 købte Lindab bygge-/ingeniørvirksomheden Astron, der fremstiller komplette lagerbygninger, varehuse og kontorer i stål og metal. Lindab beskæftiger i dag ca. 5.000 personer og omsatte sidste år for 8,2 mia. SEK. Næsten 95 % af omsætningen hentes i Vesteuropa, og 90 % skabes fra produkter og løsninger til ventilation og klimasystemer.

### **Et selskab i vækst og fokus på kerneforretningen**

I regnskabet for andet kvartal, viste Lindab en toplinevækst 13 %, og rapporterede en omsætning på 2.392 mio. SEK. Særligt segmentet Products & Solutions havde et stærkt første halvår med en organisk vækst på 9 %, hvor omsætningen nåede op på 2.115 mio. SEK og en indtjening på 167 mio. SEK - det højeste i selskabets historie. Isoleret set er det et stærkt resultat, særligt når det inkluderes, at Lindab historisk set henter den største del af salget i andet halvår.

Første halvår viste dog også en kedelig tendens, nemlig at den del af virksomheden der ligger udenfor kerneforretningen, dvs. byggeforretningen som overvejende består af Astron, endnu engang viste underskud trods en toplinevækst på 12 %. I et notat fra ledelsen i forbindelse med aflæggelsen af halvårsregnskabet bliver et frasalg af virksomheden, der ligger uden for kerneforretningen, ved ikke at omfatte opgaver med ventilation, overvejet som en mulig fremadrettet strategi. Den manglende indtjening i byggesegmentet forklares med et "utilstrækkeligt" produktmix, samt fejl vurderet prissammensætning. På den korte bane forsøger ledelsen med prisstigninger på op til 10 % samt at tilpasse produktmixet, hvorfor der forventes en nul-indtjening for helåret. Man har ikke haft ordentlig greb om denne aktivitet.

Indtjeningen i andet kvartal var dermed også mere beskeden end forventet, hvor EPS landede på 1,19 SEK, hvor de mest bullish-indstillede analytikere havde regnet med 1,61 SEK. Sammenlignet hermed var EPS i 2017 på 1,39 SEK, og tendensen var den samme for halvåret i det hele taget.

### **Markedssituationen**

Da Lindab henter størstedelen af sin omsætning i Vesteuropa, har selskabet også specialiseret sig til dette marked - og klimaet for den sags skyld. Derved har man også cementeret sin position og skabt konkurrencemæssige fordele ved at forkorte forsyningskæden samt at centralisere fremstillingen af de vigtigste komponenter på få leverandører.

Grundet specialisering på relativt få markeder opstår den hårdeste konkurrence fra mindre lokale udbydere af produkter. Store multinationale selskaber som Tata Steel og Arcelor Mittal Construction er dog også på markedet. Ifølge Lindab er det dog ikke fra de store koncerner konkurrencen er hårdest, da de er mindre agile end de små konkurrenter. Derved tvinges innovationen også frem i Lindab, hvilket er hele grundlaget i deres komplette systemløsninger. Lindab sælger mere end 80 % af sine løsninger til industribygninger. Dermed er selskabet også følsomt overfor konjunkturcyklen i sin afsætning, men giver altså også nogle muligheder for at tilpasse såvel produktion som afsætning herefter. Historisk set topper salget i den sene del af konjunktoren. Ses



der på det aktuelle konjunkturforløb bør den økonomisk udvikling være et "sweet spot" for Lindab. Markedets forventninger er ifølge 4-traders.com optimistiske omkring selskabets evne i de kommende år til at kunne vokse pænt både i omsætning og indtjening. På nedsiden er det derimod ikke muligt for selskabet at afdække sig direkte mod en nedtur ved andet end at tilpasse forsyningskæden.



### Værdisætning

For 2018 forventer markedet en EPS på 4,68 SEK, svarende til en P/E på 13,8. Den aktuelle markedsværdi svarer endvidere til en kurs/indre værdi på 1,16. På nøgletal vurderes selskabet altså som fornuftigt prissat i forhold den nuværende vækst.

Et kig på balancen besværliggør dog en egentlig værdisætning. Balancesummen på 8,5 mia. SEK er næsten ligeligt finansieret gennem egenkapital og fremmedkapital. I aktivmassen indgår der dog 3,2 mia. SEK immaterielle aktiver, som stort set udgøres af goodwill. Værdien af denne er selvsagt næsten umulig at værdiansætte. Dermed ikke sagt, at den er uholdbar, men beløbets størrelse kan gøre et drastisk indhug i selskabets egenkapital, såfremt værdien må nedskrives (impairment). Posterne er fremkommet gennem diverse opkøb, herunder byggedelen i Astron, som aktuelt er underskudsgivende. Historisk har goodwill udgjort en stor del af balancen i selskabet, men det udgør et punkt med forøget risiko, når indtjeningen ikke er robust.

De seneste 4 år har Lindab genereret et tilfredsstillende cash flow svarende til ca. 5 % af omsætningen, hvorfor der udbetales udbytte svarende til historisk 2 % af aktiekursen. Udbyttet er de forgange 4 år steget med ca. 7,4 % p.a. og denne tendens forventes at fortsætte de kommende år. Ses der forsimplet på finansieringsstrukturen og tillægges der afkastforventninger til egenkapitalen og fremmedkapital på hhv. 12 % og 3,5% samt en risikobuffer i forhold til usikkerheden omkring goodwill, så hedder afkastforventningerne hhv. 15,5 % og 3,5 %, hvorved den samlede afkastforventning kan udregnes til ca. 9,5%.

Holdt op imod det forventede udbytte på 1,68 SEK for året, kan vi groft estimere en aktiekurs der hedder 80,0 SEK – altså rummer aktien (64,8 SEK) et potentiale på ca. 15 SEK eller +23 %.

$$80,0 \text{ SEK} = \frac{1,68 \text{ SEK}}{9,5\% - 7,4\%}$$



En sådan teoretisk beregning er behæftet med usikkerhed i forhold til vækstforventninger, nedskrivning af goodwill samt evne til at betale udbytte m.m. Omvendt er den del af dette søgt kompenseret via et højere afkastkrav.

### Opsummering

Potentielt står virksomheden over for den bedste (modne) fase i konjunkturforløbet, som kan booste såvel salg som indtjening, hvilket vil kunne fungere som "en trigger" for aktiekursen. Lindab vurderes at være foran de største konkurrenter, hvorfor de kan udbygge deres position på de vigtige, store nordiske og vesteuropæiske markeder.

Bliver der samtidig skåret ind til kerneforretningen ved frasalg af byggeafdelingen, åbnes der flere muligheder for at øge væksten yderligere herefter. Lindab vil så kunne give den fuld gas med noget man har forstand på og ikke være bremset af problemer andre steder. Samtidig kan det være med til at eliminere noget usikkerhed omkring den høje goodwill.

Trods et risikotillæg i prissætningen vurderes aktien som en købsmulighed både set ud fra nøgletal og værdisætning samt flere potentielle "triggere", der kan muligvis kan skubbe denne prissætning endnu højere op. Risikoen må dog også vurderes herefter.

## **SEKUNDÆRT UDBUD TRÆKKER TÆPPET VÆK UNDER AMBU – EN ADVARSEL TIL DARLING AKTIER**

Af Lau Svenssen

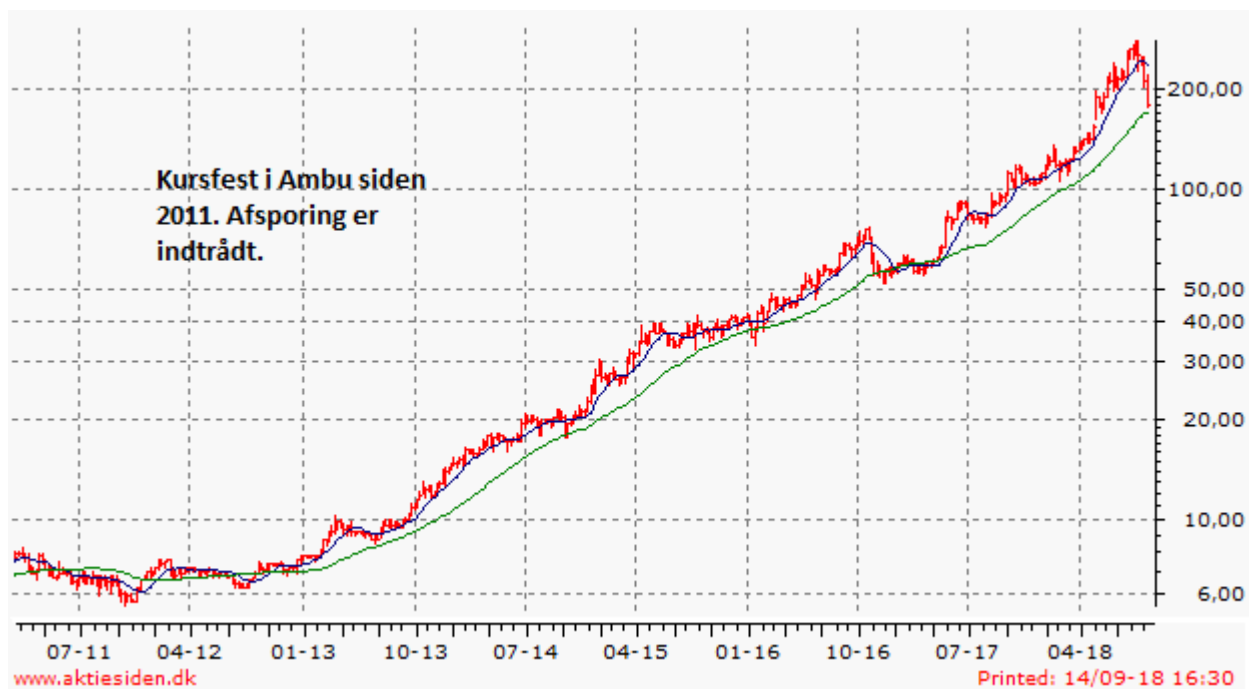
Den 04-09 meddelte Chr. Augustinus Fabrikker at de ønskede at sælge op til 13,5 mio. styk aktier i **Ambu**. Omfanget udgjorde lidt over halvdelen af deres samlede besiddelse, og man ville dermed reducere sin ejerandel til 4,9 %, altså lige ned under grænsen for indberetning og dermed frie hænder fremover til at sælge yderligere uden offentlig indsigt. Børskursen på Ambu lå i 245, og man måtte derfor acceptere at give en rabat på 10 %, så salget blev gennemført til en pris på 220. Banker klarede opgaven ved at indkalde bud på de udbudte aktier, og mange lod sig lokke af "et godt rabattilbud". Det har dog vist sig at være en sandhed med modifikationer, idet børskursen efterfølgende er skredet nedad, så den i skrivende stund befinder sig på 181. De nye glade investorer er blevet ramt af et kurstab på 17,7 % i løbet af 10 dage. Målt i forhold til tidspunktet for meddelelsen om dette såkaldt sekundære udbud af aktier er børskursen faldet fra 245, og kurstabet er dermed samlet på 26 %. All Time High for aktien er 279,6.



Forløbet er interessant ved at klarlægge risikoen for en "punktering" i aktier med et stramt marked og lavt volumen, der udmønter sig i kursstigning på kursstigning i et forløb, som ingen kan se nogen ende på, og derfor bliver de fleste folk om bord. "Hold fast" er det gode råd under en sådan proces, men til sidst kan det gå galt. Indblanding af shortsellers har forstærket kursudsvingene under aktiens optur som en vinkel.

Det sekundære udbud af 13,5 mio. styk aktier (2,97 mia. kr.) ændrede pludselig en situation med overefterspørgsel og "stykmangel" i Ambu til en mere normal balance med flow i markedet af aktier, der ønskes solgt. Indtil da havde det frie flow siddet godt fast på hænderne hos investorerne, der så frem til, at den næste børsdag ville indebære yderligere kursstigning og dermed en kursgevinst. Nu er der indtrådt en afgørende forandring, som giver en mere normal situation og kursdannelse. Ambu er ikke længere en mangelvare, men det kan aktien jo blive på ny, hvis selskabets forretningsmæssige udvikling rykker endnu kraftigere afsted.

Afsporingen for aktiekursen er værd at betragte og overveje i et bredere perspektiv. Den danske hovedliste over aktier har nemlig en hel række selskaber med samme karaktertræk - om end kursforløbet har været af en mindre dimension, end Ambu præsterede helt frem til den sekundære placering torpederede selskabet. Her skal det lige bemærkes at Chr. Augustinus som sælger faktisk er gået forsigtigt frem ved at beholde knapt halvdelen af den samlede aktiepost, hvorved man udtrykker usikkerhed om rigtigheden i at sælge ved det nuværende kursniveau. Man satser fortsat på en optur for Ambu, men nu er en stor profit taget hjem og så må anden halvleg udvikle sig så godt, som den nu kan. Ingen kender fremtiden, så det er en klog halvgardering.



Som almindelig børsinvestor er spørgsmålet, hvor stor risikoen er for en lignende afsporing i nogle af de andre højt vurderede danske aktier med et stramt marked præget af "stykmangel"? Denne situation er jo oparbejdet i en række selskaber, hvor rally'et ingen ende vil tage. De navne vi vil fremhæve er alle fra LargeCap listen og omfatter i bred forstand ud over Ambu: **Chr. Hansen, Coloplast, DFDS, DSV, Novozymes, Rockwool, Royal UNIBREW, Topdanmark, Tryg, William Demant og Össur.**

Det er værd at hæfte sig ved, at der dels er tale om relativt store børsaktier efter dansk norm, og at det bærer præg af indeksbaserede opkøb kombineret med en tankegang om at satse på "The trend is your friend" for selskaber i den tunge vægtsklasse, hvor langsigtede investorer opfatter risikoen som lav. Som tiden er gået har overperformance i kursudviklingen bekræftet aktørerne i rigtigheden af denne satsning og tiltrukket endnu flere med lyst til at være med i festen.



Ligheden med FAANG-boom'et i USA er værd at skænke en tanke, hvor det hele foregår i en langt større dimension. Tiltrækningskraft hos investorerne er den samme, hvorved der fremkommer et resultat i form af en stærk positiv trend for den pågældende gruppe af selskaber, som så skaber sin egen opdrift i lighed med et kædebrev. Her er resultatet blevet fremkomst af nye rekorder i værdi for børsnoterede selskaber med Apple (226 USD) og Amazon (1.990 USD) i spidsen med børsværdier på hhv. 1.102 mia. USD og 974 mia. USD. Microsoft er et noget mere modent selskab og har en markedsværdi på 870 mia. USD. Berkshire Hathaway ligger i 530 mia. USD. Der er ellers langt ned til ledende selskaber som JP Morgan Chase 381 mia. USD, Exxon 351 mia. USD og Pfizer 251 mia. USD. Coca-Cola ligger på kun 195 mia. USD, og i en gammel kæmpe som IBM er tallet på 137 mia. USD, mens General Electric befinder sig i en børsværdi på 111 mia. USD. Her hjemme er markedsværdien for vores største selskab, Novo Nordisk, på 115 mia. USD inklusive A-aktierne, så de amerikanske FAANG-værdier er virkelig store.

Der er en basal struktur i ejerforholdene i nogle af de danske selskaber, som indebærer beskedent frit flow, altså at store aktionærer sidder med andele som de beholder, næsten uanset hvad kursudviklingen fører til af regnskabsmæssig værdi. En sådan struktur virker dog stærkest i de mindre (af de store) selskaber, da den absolutte værdi i sig selv kan skabe et marked med en rimelig størrelse i flow. I denne gruppe finder vi: DFDS, Rockwool, Topdanmark, William Demant og Össur. For DFDS er der dog sket to angreb på styrken i børsnoteringen og et knæk i optrenden, nemlig en kapitaludvidelse til at finansiere købet i Tyrkiet af U.N. Ro-Ro og denne akkvisitions indhold, idet Tyrkiet straks efter overtagelsen er blevet ramt af alvorlig usikkerhed omkring landets valuta (større risiko). I denne gruppe burde aktierne kunne drage fordel af "stykmangel", altså reelt set er der tale om små aktier med gode odds for optur.

Den anden og langt større gruppering i markedsværdi består af **Chr. Hansen, Coloplast, DSV, Novozymes, Royal UNIBREW og Tryg**. Selskaberne er nicheorienterede og veldrevne med hver sin kommercielle styrke. Børsmæssigt ligger de i meget høje værdier og dermed høje nøgletal som P/E og Kurs/Indre værdi.

Coloplast og Novozymes sidder stærkt på hver deres marked, og det langsigtede potentiale er stort. Begge har sikre ejerforhold via A-aktier. Tryg er også garderet 60 % via en form for selvejende institution og lever godt af sin ledende stilling på det fredfyldte danske marked for forsikring. Chr. Hansen er en udpræget nichevirksomhed men med et åbent ejerforhold (Novo Nordisk Fonden ejer dog 25 % og er dermed en ledende men ikke dominerende aktionær). Aktien er i udpræget grad institutionelt ejet og følsom over for ændringer i denne gruppes holdning og adfærd (consensus opfattelse). Kursniveauet er særdeles højt.

Det samme gælder DSV, som ikke har nogen ejermæssig beskyttelse men bevarer sin selvstændighed i kraft af vedvarende flot udvikling af sin forretning, hvorved høj børsværdi i praksis kommer til at fungere som et værn mod en fjendtlig overtagelse. Den form for aktivitet kendetegner nemlig branchen, og benyttes også af DSV selv.

Royal UNIBREW (564) er værd at hæfte sig ved, idet markedsværdien er kommet op i en utrolig høj klasse med 28,8 mia. kr. Markedspositionen er stærk i Danmark og Finland, idet Carlsberg er leder i Norden. Men det er salg til forbrugerne af almindelige drikkevarer, hvor der ovenikøbet i væsentligt omfang er tale om salg baseret på licens fra PepsiCo og Heineken ud over deres egne mærker, som ikke er specielt stærke i position. Her er Chr. Augustinus Fabrikker også aktionær med en andel på 15 %, og sund fornuft vil sige, at denne aktiepost vil blive frasolgt, da børsværdien er nået op i et niveau som ingen havde forestillet sig muligt.

Almindelige investorer gør klogt i at tage disse forhold i agt. Læren fra Ambu er, at et stramt marked for en succesaktie kan ændres overnight og så er det en helt anden og mere almindelig regnebog, som skal benyttes. Tilsvarende er teknisk kursanalyse udsat for en afspring. Konklusion: tingene gror ikke ind i himmelen.







## HVAD AFSPEJLER VALGET I SVERIGE EGENTLIG?

Af Lau Svenssen

Spændingen var stor forud for valget til Riksdagen 09-09. Interessen var samlet om et punkt: ville Sverigesdemokraterne kunne fremkalde et jordskælvvalg og ryste den gamle partistruktur i landet ved at vælgerne (befolkningen) herigennem prøver "at hive i nødbremsen" i spørgsmålet om indvandring? Partiet blev allerede repræsenteret ved det foregående valg, men uden nogen indflydelse og de andre partier har nærmest prøvet at tie dem ihjel. Valgets udfald var: nej, det blev ikke tilfældet.

Udfaldet blev en mandatfordeling 41/41/18 mellem Rød Blok/ Blå Blok/Sverigesdemokraterne. Sidstnævnte var ellers i opinionsundersøgelser anset til at ramme ca. 25 %, men den slags medievirksomheder ser ud til at skruer op for sensationerne (som jo ikke kan kontrolleres) og ofte skifter vægten i et formodet tæt forløb mellem to blokke, da det jo altid medfører ordrer på ekstra undersøgelser. Men det vidste vi godt i forvejen.

Balladen med at danne en regering er derfor i fuld gang, og landet er ikke vant til den danske metode med mindretalsregeringer med aftaler/forlig på kryds og tværs mellem de "gamle partier". En stor koalition hen over midten er man heller ikke klar til, skønt der ikke er noget stort gab mellem partiernes linje – men for vælgernes skyld skal illusionen om en forskel holdes i live, da demokratier jo ikke må blive meningsløst som styreform (ikke forstået som grundlaget for frihedsrettigheder, hvilket er et helt andet spørgsmål).

Stemmeprocenten var meget høj med 87,1, hvilket understreger, at svenskerne virkelig mente, at der var tale om en tilspidset situation med behov for "alle mand på dæk". Det forhindrede formentlig SD i at få endnu større fremgang. For Socialdemokratiet er valget et Wake Up Call om at forny sig og indse, at roret skal lægges om.

Et interessant punkt ved valget er, at det udtrykker en uhørt høj grad af disciplin. De yderligtgående partier kan defineres som Venstre, Miljø og SD. Tilsammen fik de 30 % af de afgivne stemmer. Sammen med sofavælgerne udgør det i alt 39 % af de valgberettigede. Hele 61 % af vælgerne bakkede altså fortsat op om de gamle partier i de to blokke, der ikke ønsker at lave noget om men blot at administrere magten. Hvis SD også opfattes som neokonservative/nationalistisk-borgerlige, er det kun Venstre og Miljøpartiet som ønsker noget helt nyt og anderledes i Sverige. Sammen med sofavælgerne udgør de totalt set 23,5 %, idet sofavælgere her rubriceres i kategorien af folk der vender den gamle samfundsmodel ryggen.

SD fokuserer meget målrettet og snævert på de oversete og nedtonede problemer som følge af den massive indvandring fra ikke-vestlige lande og er ikke et Fremskridtsparti med sanering af velfærdsstaten som kernepunkt. Det gør SD til en noget snæver affære – så vidt vi forstår forholdene. Den enorme velfærdsstat er dog omdrejningspunktet i hele problematikken om belastning fra indvandring og manglende vilje til opstramning. Så langt er man angiveligt ikke nået i erkendelsesprocessen i Sverige, og det er således en form for desperat opråb om handling inden Sverige synker sammen og forvandles til det Afrika, som nogle samfundsdebattører jo allerede har forudset vil blive konsekvensen inden for en mellemlang tidshorisont.

Svenskerne optræder med bøjet nakke og skyldtynget sind over deres manglende evne til kollektivt som samfund at påtage sig ansvaret for hele nedturen og de klare problemer med mistrivsel, kriminalitet og voksende sociale spændinger. Den selvundertrykkende debatkultur og påtagede politiske korrekthed har forvandlet Sverige til en trykkoger, men låget røg ikke af ved dette valg. Flertallet tror på Folkehjemmet.



Her er man muligvis havnet i en blindgyde, hvor der end ikke er nogen vej tilbage. Med en enorm offentlig forsørgelsesbyrde fra sociale udbetalinger og lønudgifter til den store personalestab (som konstant vokser),

blind fortsættelse af den lagte politiske kurs fra lovgivernes side og den omtalte forrykte selvbebrejdelse vil problemerne vokse yderligere, men flertallet af vælgere består ikke længere af private indkomstydere men af overførselsindkomstmodtagere og servicerende folk ansat af offentlige myndigheder: man har skabt en selv bærende konstruktion, hvor flertallets magt er skiftet væk fra den befolkning, som frembringer samfundets indtægtsgrundlag. Det er blevet et undertrykkende slavesamfund med svenskerne selv i rollen som trækdyr. SD's beskedne fremgang ved valget er nok mere udtryk for denne struktur end vælgernes klare tanker om fremtiden for Sverige som deres gamle hjemland. Folkehjemmet er endt som en parodi.

Vi kan desværre ikke i Danmark modtage så mange svenske udvandrere, som denne udvikling en dag kan føre til, da vores land er havnet i samme fælde. Her i landet er vi dog parat til at drøfte alle spørgsmål mere fordomsfrit, og derfor er håbet om en konstruktiv løsning større her end i Sverige. Deres selverkendelse og selvforståelse er forfærdelig.

**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](http://www.bcview.com). Magasinet er til personligt brug og må ikke videredistribueres til tredjemand.

