



INDHOLD:

Side 2 - 3: Aktiekommentar: Trods mange politiske usikkerhedsfaktorer fastholder vi, at aktier er det rigtige sted at placere sig. Vi forventer en god afslutning på året, hvilket dog forudsætter at handelskrigen mellem USA og Kina ikke eskalerer.

Side 3 - 4: Cockpit - Stockpick: Fokus på de vigtigste begivenheder i første halvdel af oktober – nyheder som kan få betydning for finansmarkederne fremadrettet.

Side 4 - 10: Betragtninger fra investorarrangement den 30-09-2019: Fokus på Bavarian Nordic, TCM Group, H+H og GomSpace. I denne artikel kan du læse vore konklusioner, ligesom du kan danne dine egne ved at se eller gense selskabernes præsentationer.

Side 10 – 11: Chr. Hansen: Svag Guidance for regnskabsåret 2019/20. Trods et voldsomt kursfald er aktien fortsat dyr med en P/E på 34-35.

Side 12: Novozymes: Nedjustering sendte kursen ned, men den genvandt hurtigt momentum. Aktien bliver næppe billigere.

Side 13 – 14: Bang & Olufsen: Rædselsfuldt regnskab. Konklusion: Punkt 1: kriselignende genrejsning skal gennemføres her og nu. Punkt 2: en køber skal findes til virksomheden, som ikke kan klare sig på langt sigt men hører hjemme i en stor koncern.

Side 14 - 15: Investor: En fremragende placeringsmulighed hvis man ønsker en bred eksponering mod svenske industriselskaber. Dertil kommer værdier fra ikke børsnoterede selskaber og en indirekte eksponering mod nyligt børsnoterede EQT.

Næste udgave udkommer den 01-11-2019.



AKTIEKOMMENTAR

Af John Stihøj

Tumult med voldsomt nedadrettet pres på aktier i de første dage af oktober er blevet afløst af fornyet og sandsynligvis fortsat stigende optimisme. Det skyldes et positivt skred i forhandlingerne mellem USA og Kina, hvor det mest opløftende er, at parterne fortsat taler sammen. En planlagt amerikansk forhøjelse af visse toldsatsler fra 25 til 30 % er derfor stillet i bero. Der er dog fortsat lang vej endnu, før en fuldt dækkende aftale kan falde på plads. Kineserne er meget fåmælte omkring denne delaftale, mens Præsident Trump udtaler sig i positive vendinger. Er det så nyheder vi kan stole på, eller er det Fake News? Vi føler os fortsat overbeviste om, at en rigtig aftale kommer i hus i god tid inden præsidentvalget i USA om et år. Ellers overlever Trump næppe valget. Der tales på rygtebørsen om mulighed for et topmøde mellem Trump og Xi inden årets udgang, som et afledt positivt signal.

Brexit er en farce, som snart ikke kan tages alvorligt, selvom et hårdt Brexit ikke vil være godt. Deadline den 31-10 nærmer sig med hastige skridt. EU og UK taler sammen, men det er vanskeligt at vurdere, om alt kan falde i hak inden deadline i en form som kan fungere i praksis. Mon ikke det ender med endnu en udskydelse?

Tyrkiets invasion i den nordlige del af Syrien bekymrer. Det giver ustabilitet i Mellemøsten. Danmark har ikke noget direkte i klemme, men DFDS er voldsomt eksponeret mod Tyrkiet. Indførelse af økonomiske sanktioner mod landet kan blive et hårdt slag for DFDS, der samtidig kan blive ramt ved et hårdt Brexit.

En ny regnskabsæson står for døren. Her hjemme har vi fået udmærkede tal fra Tryg, mens Chr. Hansen skuffede med sin Guidance for 2019/20 (forskudt regnskabsår). Novozymes og FLSmidth har begge nedjusteret forud for deres regnskabsrapportering. I Tyskland har Hugo Boss nedjusteret. Daimler har også været ude i samme ærinde for nogle uger siden. Heldigvis er forventningerne forud for regnskaberne reduceret, men alligevel frygter vi nye nedjusteringer i de kommende dage/uger, ligesom vi forventer en generelt svag regnskabsrapportering for Q3.

Trods det fastholder vi optimismen fremadrettet. Væksten i verden er fortsat pæn om end i et lavere tempo. Renten er rekordlav. Alternativerne til placering i aktier findes ikke. Det er samtidig vores vurdering, at en del investorer har skruet ned for deres risikoeksponering – ja enkelte er endda gået short i markedet for at trimme størrelsen nedad. Det generelle mismod kan hurtigt ændre sig, hvis Q3-regnskaberne ikke er alt for dårlige. Samtidig har vi snart overstået de traditionelt dårlige aktiemåneder (september-oktober). Derfor kan der komme et Rally i aktierne frem mod ultimo. Det kan især give et løft til tyske og svenske aktier (vores ide). Det svenske indeks består af mange industriselskaber (cykliske aktier), så et markant løft i Sverige er betinget af, at forhandlingerne mellem USA og Kina ikke kollapser.

Intet er sikkert i denne tid, hvor der er masser af støj på linjen. Som investor bør man være påpasselig, men der findes altså brancher og sektorer, hvor odds ser gode ud. Vi tænker her på bilindustrien. Ja, det går dårligt, men det er jo allerede indregnet, og det kan snart ikke gå værre. Tank- og tørlastredierier har også upside - om end Tank trænger til en pause i den pludselige optur. Banksektoren lider, og er for tiden YT. Her er bunden formentlig nært forestående eller allerede passeret. Den risikovillige investor kan også overveje at øge eksponeringen mod cykliske aktier, selvom det sker med høj risiko. Cykliske aktier er under pres, men det er jo netop på et sådant tidspunkt, at langsigtede investorer kan foretage nogle gode køb.



Vi vil også fremhæve en aktie som Bavarian Nordic, som vi omtaler nærmere i Magasinet. Der er masser af muligheder i markedet for dem der tør og har råd til at vente på bedre tider. De bedste køb foretages, når ingen andre kan se lyset. Og modsat.

Udvalgte vigtige aktiebegivenheder i anden halvdel af oktober:

15-10: Johnson & Johnson, Goldman Sachs, JP Morgan, Morgan Stanley, Wells Fargo.

16-10: IBM, Alcoa.

17-10: Ericsson.

18-10: Volvo, Investor, Assa Abloy, Sandvik, Coco-Cola, Netflix.

21-10: SAP.

22-10: Össur, Swedbank, Saab, Novartis.

23-10: Novozymes, Ringkjøbing Landbobank, Daimler, Caterpillar.

24-10: Nordea, Topdanmark, NNIT, BASF, Amazon, Microsoft, Intel, Twitter.

25-10: Epiroc, Anheuser Busch InBev.

29-10: FLSmidth, Pfizer.

30-10: Jyske Bank, Sydbank, Ørsted, Bayer, Apple, Facebook.

31-10: Carlsberg (update), Solar, Sanofi.

01-11: Danske Bank Novo Nordisk, DSV Panalpina.

COCKPIT – STCOKPICK

Af John Stihøj

Novozymes skal have ny topchef. Peder Holk Nielsen fratræder, når en ny topchef er fundet eksternt formentlig i starten af 2020. Personudskiftningen er nok nødvendig efter tre nedjusteringer i år. Nye koste fejer bedst.

FLSmidth nedjusterer og venter nu en omsætning på 20-21 mia. kr. mod før den øvre del af 19-21 mia. kr. Afkastet af den investerede kapital reduceres til 10-12 % mod før 12-14 %, mens EBITA-marginen ventes at lande på 8 % mod før den nedre del af intervallet 9-10 %. Sidste år omsatte FLS for 18.750 mio. kr. og opnåede en EBITA-margin på 8,5 %. Så uanset nedjusteringen er der tale om vækst i salget, men indtjeningen halter fortsat. Det kan og skal blive meget bedre fremadrettet. Baseret på ledelsens nye skøn kan vi estimere EPS for i år til 13 svarende til at aktien handler til en P/E 2019E (225/13) på 17,3. Årsagerne til nedjusteringen oplyses til at være lavere marginer i mining-delen, et svagere end ventet forretningsmiks (herunder forsinkede beslutninger hos kunder), og at det er blevet vanskeligere for mineselskaberne at opnå licens til nye projekter. Vi fastholder langsigtet køb.

Tryg løftede i Q3 præmieindtægterne, men bundlinjen fulgte ikke med op i samme tempo. Det skyldes udfordringer med investeringsresultatet. Aktien er ganske pænt betalt.

Ringkjøbing Landbobank har opjusteret. Guidance for basisresultatet løftes til 1.125-1.225 mio. kr. mod før 950-1.150 mio. kr. Resultat før skat ventes at lande i intervallet 1.125-1.275 mio. kr. mod før 900-1.200 mio. kr. Det er altså et stærkt signal fra denne veldrevne og populære bank.

Skjern Bank har også opjusteret og venter nu et resultat før skat på 150-160 mio. kr. mod før 135-150 mio. kr. Årsagen er tilgang af nye kunder og store konverteringer i realkredit.



Kreditbanken har opjusteret og venter nu et resultat før skat på 90-110 mio. kr. mod før 70-80 mio. kr. Indtægterne er stigende som følge af højt aktivitetsomfang omkring boliglån, kursreguleringer og lavere end ventede nedskrivninger.

Spar Nord Bank løfter også sin Guidance for 2019, idet der nu ventes et resultat efter skat på 925-1.025 mio. kr. mod før 850-950 mio. kr. En positiv udvikling på indtægter, omkostninger og nedskrivninger er årsagen.

Netcompany skal udvikle et nyt system til digital post fra Digitaliseringsstyrelsen. Den nye ordning skal tages i brug i 2021. Kontrakten har en værdi på 202 mio. kr. Netcompany beviser dermed en unik evne til at vinde offentlige udbud.

SAS øgede trafikvæksten med 2,3 % i september målt på antal fløjne passagerkilometer.

BETRAGTNINGER FRA INVESTORARRANGEMENT

Af John Stihøj

Bavarian Nordic, TCM Group, H+H og GomSpace deltog som talere ved Aktieinfos investorarrangement den 30-09-2019. Alle indlæg blev optaget på video og kan ses via disse links:

Bavarian Nordic: <https://www.aktieinfo.net/bavarian/>

TCM Group: <https://www.aktieinfo.net/tcmgroup/>

H+H: <https://www.aktieinfo.net/hplush-video/>

GomSpace: <https://www.aktieinfo.net/gomspace/>

I denne artikel bringer vi vores vurdering af de fire selskaber baseret på de individuelle præsentationer.

Bavarian Nordic

Bavarian Nordic var repræsenteret af IR-chef Rolf Sass Sørensen, der udstrålede stor tro på fremtiden. Foredraget fandt sted få dage efter at BN havde fået FDA's godkendelse af selskabets koppevaccine (JYNNEOS) i en likvid-frossen udgave. Den eneste hidtil godkendte vaccine, ACAM2000, har en række alvorlige bivirkninger, som JYNNEOS fra BN ikke har. Det er således den første vaccine uden bivirkninger. Godkendelsen omfatter også vaccinen brugt mod abekopper, som estimeres til 65 mio. USD i omsætning på sigt. Denne sygdom er i modsætning til kopper fortsat ikke nedkæmpet men rammer en del personer hvert år. Potentialet er langt større for JYNNEOS mod almindelige kopper i kraft af bivirkningsprofilen, og markedet hos myndigheder (forebyggelse og beredskab) kan blive udvidet markant med godkendelsen. Desuden modtog BN en "flidspræmie" (Priority Review Voucher), som kan sælges til en værdi af måske 80-130 mio. USD. Den vil blive solgt, da man ikke selv har brug for den - men man har ikke travlt.

Næste skridt er at få godkendt en frysetørret version (pulver-form med en holdbarhed på over 10 år mod kun 3 år ved JYNNEOS). Fase 3 forsøg blev igangsat i juni og ventes afsluttet i 2021 med mulighed for godkendelse i 2022. BARDA i USA stiler mod at opbygge et stort lager af denne mere holdbare vaccine.



En nyopført fyldefabrik i Kvistgård står klar ultimo i år. Så vil der gå et års tid med test og godkendelse fra myndighedernes side (FDA). Fra ultimo 2020 vil BN – alt andet lige – selv kunne forestå fyldning af råvaccinerne, der allerede er bestilt og produceret. De vil derfor være klar til afskibning og fakturering kort efter godkendelsen af anlægget. Ordrene er på plads, og dermed kan der i 2021 komme store indtægter fra dette salg. Det helt store gennembrud vil dog først komme, når en frysetørret version godkendes om et par år.

Selskabets vigtigste kunde er det amerikanske bioberedskab (BARDA), der ønsker beredskabslageret udvidet til 132 mio. doser mod aktuelt 20 mio. doser. Der skal to doser til at vaccinere en person. Der er vedtaget regler for, at udstationerede soldater og alle nye rekrutter skal vaccineres, hvilket også gælder for et stort antal sundhedsfaglige personer. Vaccinationen udføres dog ikke, da det eneste godkendte produkt ACAM2000 har alvorlige bivirkninger. BN's koppevaccine har derfor et stort uforløst potentiale. Det helt store boom kommer imidlertid først, når den frysetørrede langtidsholdbare udgave (velegnet til beredskabslagre) er klar om få år. Uanset det må der komme mere skub i sagerne om cirka et år med ibrugtagning af den nye fabrik.

Koppevaccinen har naturligvis stor vigtighed, da dette salg vil være "cash-cow'en" mange år frem. Men der kan også komme indtægter i år og de følgende år fra partneraftalerne med Janssen omkring ebola (fase 2), HPV, HIV (ventes at gå i fase 1/2a inden årets udgang) og Hepatitis B. Milepælsbetalinger kan ad åre og i takt med succesfuld udvikling komme op i niveauet 1 mia. USD + royalty fra eventuelt salg. Ebola-vaccinen kan i bedste fald blive godkendt af FDA næste år, hvilket må forventes at udløse en stor milepælsbetaling.

For egen regning arbejdes der på en vaccine mod lungesygdommen RSV. Markedet estimeres til at kunne blive på størrelse med vaccine mod influenza (over 5 mia. USD årligt). Når de første data fra fase 3 forsøg kommer i midten af 2021, kan der være opnået grundlag for indgåelse af en partneraftale, og den kan få et stort format. Andre projekter for egen regning omfatter BN-Brachyury (en ny måde at blokere for metastaser med direkte injektion i kræftknoden) og CV301 (kræft i tyktarmen og bugspytkirtlen), der begge er i fase 2. Der er tre igangværende fase 2 projekter for CV301, hvorfra de første data fra det ene forsøg ventes i starten af 2020. Brachyury er netop gået i fase 2 med mulig fremkomst af vigtige data om et år.

Senest i 2023 har BN som mål at være overskudsgivende som selskab med overgang til en status som et rigtigt udviklings-/medicinalselskab, og dette mål synes opnåeligt.

Børsværdien (kurs 176) minus den likvide beholdning på 1,6 mia. kr. giver en Economic Value på 4,1 mia. kr. Det er hvad investorerne prissætter den meget lovende pipeline til. I dette regnestykke har vi ikke indregnet den pris, som man vil kunne opnå ved salg af den tildelte Priority Review Voucher.

Direkte adspurgt kom Rolf Sass Sørensen ind på Prostavac, der for få år siden blev skrinlagt, hvilket sendte aktiekursen markant ned. BN satser ikke på Prostavac, idet man ikke mener, at produktet virker. Andre arbejder dog videre med stoffet i kombinationer, og hvis det skulle lykkes at frembringe en vaccine mod prostatakræft, vil det føre til betaling til ejeren – og det er fortsat Bavarian.

Efter vores vurdering er aktien undervurderet henset til det enorme potentiale dels for salget af koppevaccinerne, men også henset til pipelinen, de indgåede partneraftaler, muligheden for indgåelse af nye partneraftaler, og at selskabet er et klart take-over emne. På den korte bane kan alt ske efter en stigning (rebound) i aktiekursen i år på 35 %, men langsigtet synes der ikke at være tvivl – aktien kommer højere op. Det kræver bare tålmodighed.

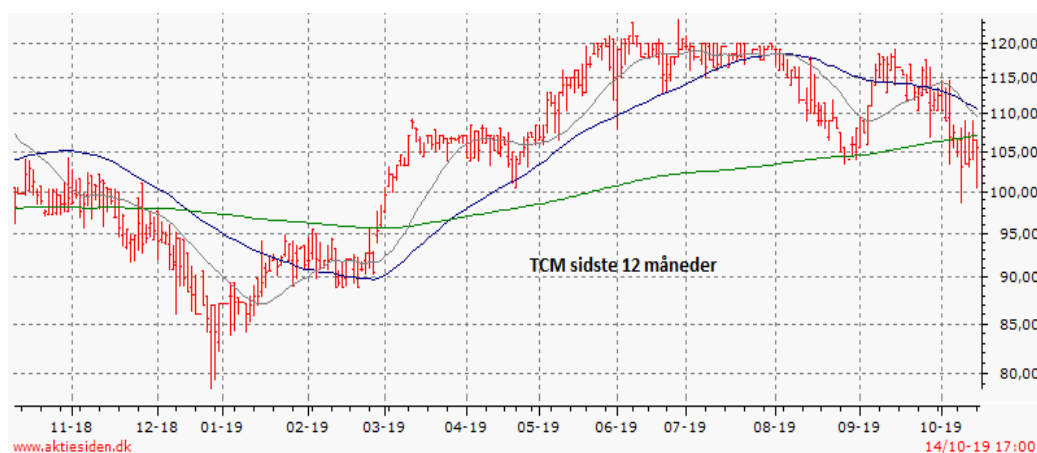


TCM Group

Selskabets præsentation blev fremført af CFO Mogens Elbrønd Pedersen. TCM er Skandinaviens tredjestørste producent af køkkener. Al produktion udføres på selskabets tre fabrikker i Aulum og Tvis. Undtagelsen er bordplader i sten, stål og glas, der produceres af underleverandører. TCM adskiller sig fra konkurrenterne ved egen produktion, hvilket gør det muligt at udføre ordrer tilpasset kundernes ønsker og behov. Konkurrenterne producerer via underleverandører, hvilket betyder, at mange køkkener ligner hinanden. Det er en væsentlig parameter i TCM's salg. Selskabets oplyste omsætningen er inkl. hvidevarer og ikke egenproducerede bordplader, og man har naturligvis det højeste dækningsbidrag på egenproduktionen.

Danmark er det største marked og udgør 90 % af salget. Resten af salget kommer primært fra Norge, hvor man har lagt en langsigtet plan for ekspansion. Det norske marked ligner på mange måder det danske. Det svenske marked er større end det danske.

Svane-køkkenet er det største brand. Den opnåede succes i Danmark søges videreført i Norge, hvor man har åbnet en række Svane-butikker. I Sverige er man i en proces med skift fra kitchn til Nettoline, idet kitchn udelukkende skal anvendes til onlinehandel i Danmark. Svane-mærket er kendetegnet af høj kvalitet, men prisen ligger ikke i de øverste prislæg – altså kvalitet til overkommelig pris.



Innovation er en vigtig årsag til, at TCM år for år vokser mere end det underliggende marked. Der er lagt en klar strategi for, at man hvert år op til jul lancerer et nyt produkt. Det skaber synlighed og udviser dynamik. Konkurrenterne er langt mere tilbageholdende omkring innovation med salg år efter år af de samme produkter. Kunderne ønsker flot design, kvalitet, funktionalitet og et personligt præg. Det er muligt hos TCM, da man har et fleksibelt produktionskoncept. Man kan levere kundespecifikt (mod ekstra betaling).

Det danske køkkenmarked vokser jf. estimater fra TCM med 1-2 % årligt. Historisk har selskabets vækst ligget på en faktor 3 gange – en faktor der i år ser ud til at blive betydeligt højere. På det danske marked måler man sig mod den danske del af svenske Nobia, der bl.a. ejer HTH, Invita og Unoform. TCM's markedsandel i Danmark ligger på 18 % og er stigende. Nobias ligger ca. 40 % højere. TCM har taget markedsandel hvert år siden Finanskrisen, og det forventer ledelsen vil fortsætte.

Cash-cow'en er det danske marked, der altså kan blive endnu bedre. Vækst søges dog især uden for Danmark, hvor første skridt er Norge med åbning af Svane-butikker. Næste skridt i Norge vil formentlig blive at tilføje salg B2B, hvilket man har stor succes med i Danmark. I B2B er der et



højere dækningsbidrag men også en længere beslutningstid. Derfor skal butikkerne i Norge først skabe basis for overskud, før der udvides til B2B. Svane er slet ikke til stede på det svenske marked, men i vores optik vil det være naturligt med ekspansion i dette land, hvor køkkenmarkedet overstiger det danske i omsætning.

Finanssiden styres sikkert af foredragsholderen, der imponerer ved at holde en negativ arbejdskapital på ca. 10 % og en cash conversion på over 100 %. Pengene kommer altså ind – før de gives ud. Derfor er der også tilstrækkelig likviditet til at gennemføre begrænsede opkøb. Det er en dynamisk men også konservativ virksomhed.

I år forventer TCM at løfte salget med 11-14 % til 1.000-1.030 mio. kr. Indtjeningen følger med op i samme takt. Mersalg betyder ikke øgede faste omkostninger, idet den nuværende produktionskapacitet kan klare en omsætning på 1,2-1,3 mia. kr. Når dette nås, vil der blive behov for en forøgelse af investeringerne.

Aktien handler ved kurs 105 til en P/E 2019E på 8,9. Det er lavt for en stærkt cash-genererende og selvfinansierende virksomhed, der i mange år har bevist evnen til at vinde markedsandel og fastholde en høj indtjening. TCM er dog afhængig af konjunkturerne - om end man via højt salgssomfang B2B i Danmark forsøger at imødegå denne risiko. Hæmskoen for en aktiefest er den lave likviditet i aktien, der er noteret i Small-Cap indekset. Langsigtet køb er vores anbefaling.

H+H

Chefen for strategisk udvikling Bjarne Pedersen forestod selskabets præsentation. H+H producerer byggematerialer til vægge udført i porebeton og kalksandsten. Produkterne har en god bæreevne og en isolerende effekt både omkring lyd, varme og kulde. H+H er med i hele byggeprocessen fra planlægning, distribution, byggeri samt montering og salg. Derfor er selskabets motto: "Partners in wall building". Porebeton anvendes primært til indervægge i et-planshuse (kaldet low rise), mens kalksandsten har en bedre bæreevne og anvendes til etagebyggeri (kaldet High rise). 60-80 % af alle danske et-plans huse er bygget op omkring porebetonprodukter (fra H+H og deres konkurrenter). High rise segmentet kan nu for alvor adresseres efter opkøbet af kalksandstensaktiviteter fra Heidelberg Kalksandstein. Dermed er tilstedeværelsen i Tyskland udvidet. Stadig flere huse bygges i vejret som følge af urbanisering med behov for flere høje huse i storbyerne, og det kan H+H nu også levere til.

Selskabets produkter sælges til projektbyggerier og via byggemarkeder. H+H sælger hele pakkeløsninger inklusiv rådgivning. Man er meget opmærksom på tidens trend med bæredygtighed, men indtil videre er erfaringen, at kunderne ikke ønsker at betale ekstra for at opnå bedre bæredygtighed. Men man er klar til at reagere på dette felt. Det samme gælder omkring brug af robotter til bygning af huse, hvilket er årsagen til, at man kan levere i mindre moduler, som kan betjenes af blandt andet robotter.

På koncernniveau råder man over 29 fabrikker, der alle kører tæt på maksimal udnyttelse med 3 og 4 holds drift. Høj udnyttelse giver høj indtjening. Stigende råvarepriser har man på dygtig vis formået at sende regningen videre for. Indtjeningen er derfor i god gænge. De senere års opkøb har styrket selskabets geografiske dækning. I Polen købte man eksempelvis 5 porebeton-fabrikker, hvoraf 4 straks blev lukket ned. Man købte altså op for at reducere kapaciteten, hvilket har gavnet indtjeningen. Samme øvelse er i gang i Tyskland, hvor man også har købt op og skåret til. Balancen i



markedet på udbudssiden er således blevet optimeret og effektiviseret. Der meldes om en god prisdisciplin blandt konkurrenterne. Alle ønsker det samme – konsolidering med stigende indtjening til følge. Intentionen er at købe mere op i Tyskland, hvor markedet er præget af mange mindre udbydere. Mange af dem lider under et stigende behov for investeringer, hvilket kan gøre det muligt at købe op, og siden skære til. Nye opkøb er således på agendaen. Modsat ønsker man at komme ud af Rusland, og en køber udviser interesse. Efter vores vurdering bliver salgsprisen næppe prangende. Men med en muligvis nært forestående exit fra Rusland kan H+H koncentrere sin indsats om selskabets fabrikker i UK, Tyskland og Polen. Der er "sorte" pletter på landkortet i Tyskland, og det er givetvis specifikke områder i Tyskland, hvor H+H ønsker at udvide via opkøb.



Tyskland er et vigtigt marked, men desværre har politikerne i landet vanskeligt ved at få igangsat regeringsprogrammer, der kan booste efterspørgslen. Der er ellers et stort renoveringspotentiale i landet. Anderledes er det i UK, hvor politikerne har vedtaget et regeringsprogram kaldet "Help to Buy" for at sikre renovering og opførsel af nye boliger. Behovet er enormt i landet. Et statsfinansieret støtteprogram er blevet forlænget til 2023. Polen udvikler sig også fornuftigt, idet selskabets satsning på at reducere kapaciteten har haft den ønskede effekt – stigende salgspriser og fuld udnyttelse af produktionskapaciteten.

30 % af koncernens salg sker i UK, hvorfor Brexit og effekten heraf på H+H blev berørt. Bjarne Pedersen mener, at H+H står godt rustet - også til et eventuelt hårdt Brexit. Sagen er nemlig, at 10 % af landets efterspørgsel af porebeton og kalksandsten importeres fra Holland/Belgien. Hvis der bliver indført toldbarrierer vil lavere efterspørgsel først og fremmest ramme de to landes eksport. Fragt fra Holland/Belgien er nemlig også dyrt. H+H producerer i UK og sælger i UK. Man forventer derfor ikke nogen nævneværdig effekt udover fra valutakursen, hvor en fortsat faldende GBP-værdi vil kunne reducere overskuddet ved omregning til DKK.

H+H er en cyklisk aktie. BNP-vækst sikrer altid høj byggeaktivitet og modsat. H+H har dog en række skruer at dreje på, såfremt efterspørgslen reduceres som følge af lavere BNP-vækst. Her nævnte Bjarne Pedersen specifikt, at man temmelig nemt kan skære ned fra 4 til 3 holds drift ved i første omgang at stoppe produktion i weekenden. Her er udgiften højere end på almindelige hverdage.

Samlet er vores konklusion, at H+H har planer klar til at kunne reagere, hvis efterspørgslen falder, ligesom man virker godt forberedt på Brexit. Nye opkøb i Tyskland må forventes, og mindre opkøb kan klares uden at der skal hentes ny kapital på Børsen. Selv en eventuel ny nedgang i indtjeningen pga. den truende afmatning kan ikke ændre på, at H+H er en meget billig aktie (P/E på ca. 7), hvorfor aktien på langt sigt forekommer interessant som placeringsmulighed.



GomSpace

CFO Troels Nørmølle stod for præsentationen af GomSpace. Kort fortalt er selskabet etableret i 2007 som en af de første, der producerer nanosatellitter. Siden etableringen har man sendt fem egne satellitter op i space, solgt produkter i mere end 50 lande og deltaget i mere end 50 missioner. Selskabet hører til blandt de bedste til at lave radiokommunikation. Det er en spidskompetence.

ESA (det europæiske rumagentur) er en vigtig kunde, og de bidrager til at udvikle selskabets ekspertise. Opnået know-how betalt af ESA kan så på sigt sikre nye ordrer fra andre aktører. Kunderne kommer fra fire segmenter: Universiteter, rumfartsorganisationer, forsvar og kommercielt. Forretningen er bygget op omkring hele værdiflow'et fra levering af delsystemer, via platforme og instrumenter til data service nede på jorden (styring, drift, backup). Man bidrager også med at søge licenser hos myndighederne og forhandle priser for opsendelse af satellitterne. Det er altså en totalpakke.



Væksten har i de seneste 5 år ligget på gennemsnitligt 60 % p.a. Væksten er dog i år bremsset voldsomt op som følge af økonomiske udfordringer hos en ellers lovende kunde, Sky and Space Global. Indgåede ordrer fra Sky and Space Global er derfor fjernet fra ordrebogen, der som konsekvens er faldet voldsomt og nu ligger på et utilfredsstillende lavt niveau på 120 mio. SEK. GomSpace skal derfor finde andre kunder, og der meldes om igangværende forhandlinger. Det er da også bydende nødvendigt at få løftet volumen betydeligt. Internt tilpasses organisationen til det lavere forretningsomfang, hvilket har resulteret i en reduktion af medarbejderstaben på 35 %, svarende til 80 færre ansatte. Ved udgangen af H1 havde selskabet likvider på 180 mio. SEK efter et cash-burn i H1 på 90 mio. SEK. Fremadrettet vil der dog blive opnået besparelser på ca. 60 mio. SEK om året alene som følge af lavere lønudgifter. Alligevel haster det med at få nye kunder og flere indtægter. Ledelsen bevarer optimismen og har fastholdt målet om en omsætning på langt sigt (2023) på 1,5 mia. SEK og en bruttomargin på over 50 % på mellemlangt sigt (2021). Det er nogle meget ambitiøse mål henset til det aktuelle aktivitetsniveau i selskabet.

Ledelsens optimisme kan forsvares med det faktum, at markedet for nanosatellitter vokser stærkt. Lave priser for disse små satellitter vil udvide det kommercielle marked, især inden for tracking. Dertil kommer, at software til allerede opsendte satellitter løbende skal udskiftes. Levetiden estimeres i praksis til 5 år.



Teknologiudvikling er altafgørende. Her får man ekstra viden via opgaverne for ESA. Hensigten er generelt at sikre en endnu bedre ydeevne til endnu lavere priser. Det skal bidrage til at udvide det kommercielle marked. Gennembruddet her mangler dog fortsat. Konkurrentsituationen er temmelig klar. Indtil for nogle år siden delte GomSpace markedet med et selskab i Holland, et i UK/Sverige og to i USA med en samlet markedsandel på 75 %. Jf. GomSpace ligger man nu med en højere markedsandel end tidligere (ca. 15 %).

Det amerikanske marked for nanosatellitter er ubestridt det største i Verden, men USA står kun for ca. 10 % af omsætningen hos GomSpace. Amerikanske kunder er mere tilbøjelige til at købe hos en af landets egne udbydere, og det er vanskeligt at få fodfæste i USA. GomSpace har derfor sit fokus rettet mod Europa.

Udfordringen fremadrettet er at udbrede salget til kommercielle kunder (netværksordrer omfattende mange satellitter), fortsat at opnå vigtig teknisk viden og dermed fastholde en førerposition, samt at øge indtjeningsmarginerne ved seriefremstilling frem for fremstilling af enkeltstående nanosatellitter. Lykkes alt dette kan GomSpace komme stærkt igen. For at det skal udmønte sig i en stigende aktiekurs, skal de sønderbombede aktionærer dog først genvinde optimismen. Og det sker formentlig kun i takt med at gode nyheder fremkommer. Aktiekursen er helt nede ved startniveauet (IPO'en) for 3 år siden, så "nye læsere" kan begynde her.

CHR. HANSEN

Nedsat væksttempo udløste dyk i børskursen – et eksempel på højdeskræk

Af Lau Svenssen

Årsregnskabet for selskabet sluttede 31-08. Det hele kører flot afsted med ny rekord i indtjeningen, hvor det er væksten som skal løfte det videre opad. Overskudsgraden er nemlig allerede i top med 29,5 %. Væksten er imidlertid ved at dæmpes ned, og det bekymrer investorerne i den fortsat højt prissatte aktie. Derfor gav nyhederne i Q4-meddelserne anledning til langt mere børsdramatik end indholdet i sig selv tilsagde. På nogle punkter er der paralleller mellem Chr. Hansen og Ambu, men forhåbentligvis uden uenighed i ledelsen om produktudvikling, salgsstrategi og store dispositioner med akquisitioner, som Ambu tilsyneladende er ramt af.

Ambu gik fra at være en ren himmelstormer-aktie til et lodret dyk efter en stor aktionær (Chr. Augustinus) pludselig halverede sin aktiepost og sendte 5 % af aktiekapitalen ud i frit flow. I CH har Novo Holding A/S foretaget sin første nedtrapning af den afgørende (men passive) aktiepost, og man måtte love køberne ved denne placering, at der er pause i et års tid, før næste store udbud kan tænkes (må formodes) at blive sat i værk. Denne periode må være overstået.

Omsætningen steg organisk med 7 % mod 8-10 % i de foregående år. For det nye regnskabsår taler ledelsen om endnu lavere vækst, nemlig 4-8 %. Overskudsgraden påregnes at fastholde niveauet på 29,5 %. Investeringerne vil blive reduceret efter nogle år med højere indsats end normalt.

Man har udvidet og personalestyrken er nået op på 3.420 (3.151). Fire år tilbage havde man kun 2.573 medarbejdere. Udviklingen viser, at der må være behov for "at klappe hesten" og sikre den indre sammenhæng og styrke. Produktudvikling og udvidelse af virkefeltet ad den vej fortsætter, men det er en langsigtet parameter i konkurrencen om markedet for at skabe vækst og indtjening.



Nettoresultatet blev på 250 mio. EUR (228) og EPS endte på 1,90 EUR (1,79). Omregnet til DKK svarer det til 14,2 kr. Da overskudsgraden ikke vil stige (men muligvis kommer under pres – det er vores vurdering) kan 6 % vækst i det nye år ikke give mere end EPS 15 kr. for 2019/20.

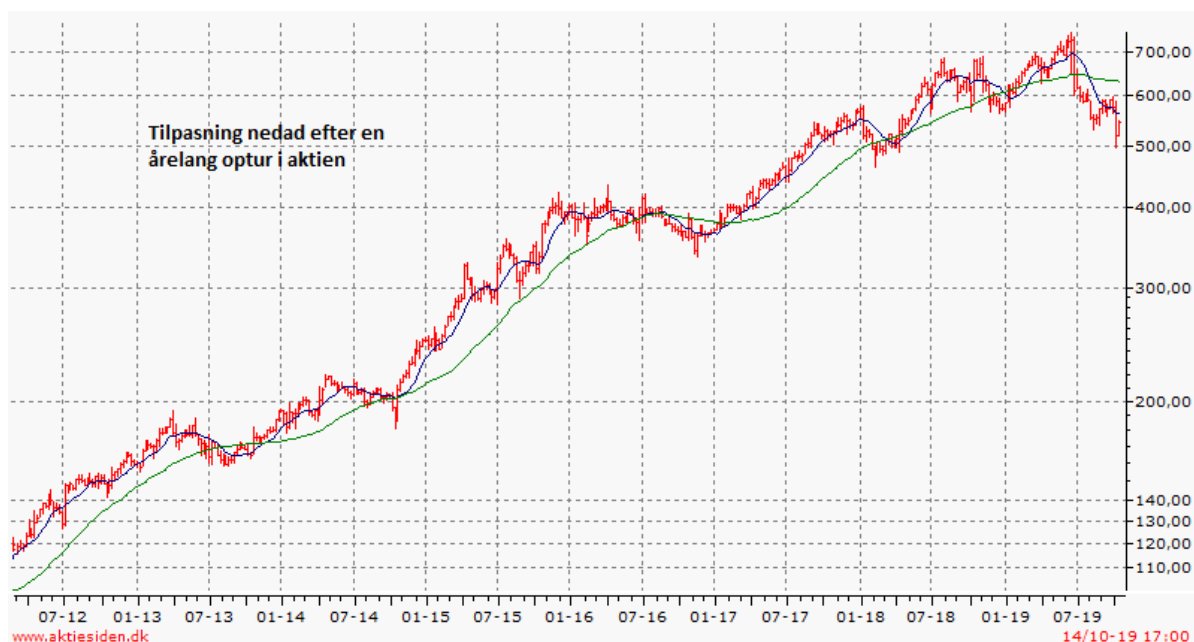
Egenkapitalens forretning er et meningsløst tal, idet immaterielle aktiver fra tidligere omdannelser af koncernen mv. udgør mere end denne (egenkapital: 797 mio. EUR), nemlig 998 mio. EUR (hvoraf 773 udgøres af goodwill). Selskabets materielle aktiver er på kun 578 mio. EUR, hvoraf 138 mio. EUR er anlæg under opførsel. Den 440 mio. EUR aktive produktionskapital genererer en omsætning på 1.161 mio. EUR med et EBITDA beløb på 408 mio. EUR (payback tid beregnet på denne måde: $440/408 =$ kun 1,1 år!).

Aktien handles til 2019/20 (skøn) P/E 34-35. Børsværdien udgør 71,8 mia. kr. Den nye topchef Mauricio Graeber vil udforme sin egen strategiplan, men den fremlægges først om et halvt år.

Aktien er speciel ved at have minimal spredning i ejerskabet blandt ikke-institutionelle investorer. Danske detailinvestorer (privatpersoner) ejer kun 4 % af aktierne (men der er i alt hele 28.000 aktionærer), hvor alt i princippet er ude i frit flow. Selskabet har en ideel Grøn profil (Nature's No. 1 er slogan), men netop det udgør også et svagt punkt. Naturlige ingredienser kan kun i begrænset omfang beskyttes af rettigheder mod konkurrence. Interessen for at satse på bæredygtige produktløsninger er samtidig ved at eksplodere i erhvervslivet, da det anses som fremtidens succesparameter. Her ligger fødevarer samtidig i front som varetype, da vi spiser produkterne, som er baseret på disse påvirkningskilder/-metoder. CH skal derfor udnytte sin høje kvalitet og anerkendte markedsposition, mens der tales om frygt for manipulation eller andre former for omgåelse af de høje tekniske standarder som en negativ baggrund.

Aktiekursen (545) må stå over for en tilpasning nedad til et mere realistisk niveau i værdi, men det vil dog forblive højt. Børsmæssigt er der udsigt til en opløsning (reduktion) af den institutionelle begejstring for aktien. Et nyt udbud af en kvote aktier fra Novo Holding A/S kan blive svært at absorbere.

De store aktieposter i CH består af: Novo Holding 22,0 %, Capital Group Companies 10,4, APG Asset Management 5,0 % og WCM Investment Management 5,0 %. Samlet råder disse fire således over 42,4 % af aktierne.



NOVOZYMES NEDJUSTERER FORUD FOR Q3 RAPPORTEN

Af Lau Svenssen

Endnu en gang må Novozymes med beklagelse udsende en profit warning. De foregående har haft karakter af justeringer pga. "modvind" uden deciderede problemer med behov for ændring af strategien. I sommer meddelte ledelsen dog, at der vil blive gennemført en bred opstramning af omkostningerne, hvilket indebærer reduktion af personalestaben. Man søger alligevel at opretholde et højt aktivitetsniveau i produktudviklingen, som udgør hjertet i selskabets vækstmaskine. Et nyt, stort R&D-center er ellers taget i brug, men det blev besluttet for flere år siden. Sådan er det bare.

Salget til landbruget udgjorde den første udfordring, hvor vejrforholdene i USA havde negativ indflydelse. I forvejen har Novozymes igennem længere tid kæmpet indædt for at genvinde vækstevnen i det største segment, vaskemiddelenzymer. Her udspiller sig en gedulgt kamp om leverancer, hvor Novozymes formentlig klemmes af i sær de to største kunder, Procter & Gamble og Unilever. De søger at undgå dominans. Novozymes holder dog lav profil angående dette vigtige spørgsmål, så det præcise forløb i dette lukkede business-to-business marked kendes ikke.

På det punkt berettes der omsider om et positivt signal i den ellers negative meddelelse. I Q3 er salget i vaskemiddelsegmentet vokset organisk med +5 %. Dermed kan flere år med et tungt marked være overstået? Drivkraften er nye enzymer, som giver vasketøjet et pust af friskhed.

Landbrug har generelt gode forsyninger af afgrøder og dermed relativt lave salgspriser med presset indtjening. Handelsballaden USA-Kina forstyrrer billedet. Da der findes et godt udbud overtager Brasilien i disse måneder den eksport ud af USA, som Kina brat har standset.

Bioethanol er et svagt punkt, og det udgør ca. 20 % af omsætningen, altså et område med vægt. Her påvirkes man af benzinpriserne, som bestemmes af olieprisen. Krav i lovgivningen i de forskellige lande udgør dog kernen i efterspørgslen, men den slags reguleres jo sjældent. Udsigten til elbiler som fremtidens køretøj er dog det afgørende spørgsmål – selv om det ikke har nogen betydning for afsætningen på kort sigt.

Inden for føde- og drikkevarer er der også modgang, hvilket angår enzymer til bearbejdning af stivelsesholdige organiske råvarer. I dette felt arbejder man med HFCS-sirup, som baseres på majs råvaremæssigt og sælges til læskedrikke som sodavand og andre industrielt forarbejdede færdige fødevarer. Konkurrencen kommer reelt fra sukker og påvirkes af prisen på denne vare.

Frit cash flow påvirkes ikke umiddelbart, og det skyldes sandsynligvis lave investeringer. Da beslutninger herom i reglen er langsigtede, må ledelsen have været på vagt i nogen tid, så man kunne stoppe de næste projekter fra at blive godkendt og igangsat. En lidt mærkelig "diskrepans" i det ellers meget velorganiserede og informationsmæssigt ærlige selskab.

Indtjeningen påregnes nu at falde med 0-5 % for hele året. Den 08-08 lød guidance på +3-8 %, så der bliver tale om et stort drop i andet halvår. Da Novozymes er leverandør til talrige erhverv med bløde, naturlige råvarer som input, er det en advarsel om en bred økonomisk opbremsning.

Aktien klarede imidlertid skærene - i første omgang. Børskursen genvandt et mellemstort ryk nedad og sluttede med et tab på kun 0,3 % på dagen med de dårlige nyheder. Nu må vis se. Teknisk er der en bund (støtte) omkring 260. Her kan langsigtet opsamling blive en mulighed.



BANG & OLUFSEN

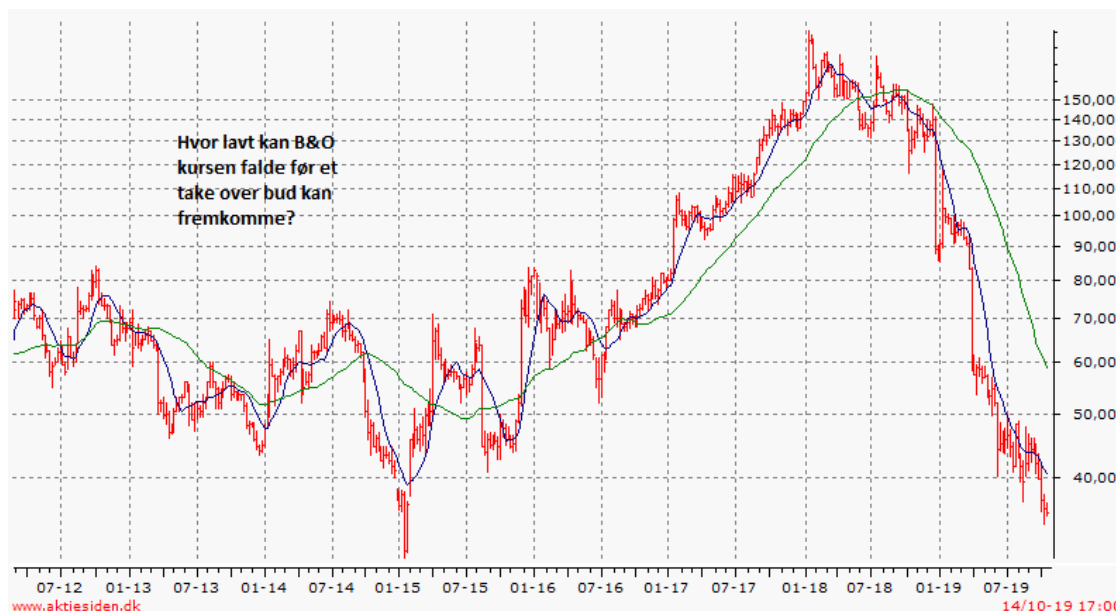
Voldsomt underskud og udskiftning af topchefen

Af Lau Svenssen

Første kvartal i det skæve regnskabsår med start 01-06 har været aldeles rædselsfuldt for selskabet. Omsætningen er dykket fra 601 til 419 mio. kr. (-30 %), og driften (EBIT) gav et underskud på 129 mio. kr. (+5), hvorefter resultatet før skat ender på -135 mio. kr. (-6) og nettoresultatet er et underskud på -106 mio. kr. (-4). Cash burn løber op i 217 mio. kr. Egenkapitalen er nu på 1.325 mio. kr., og den likvide reserve udgør 275 mio. kr. Kort fortalt: Den er helt gal.

Afsætningen er ude i en dyb krise, og det gælder over en bred kam. Et positivt element er ifølge ledelsen, at lagrene ude hos forhandlerne er nedbragt, og det øger selvfølgelig udsigten til bestilling af nye varer. Man har etableret en frivillig ordning med salgsrapportering, således at B&O får adgang til de afgørende End Sales data. Dermed kan man følge udsvingene i salget og styre produktionen bedre fremadrettet. Samtidig opnås overblik over de lagre, som findes ude hos forhandlerne. Situationen minder i en vis udstrækning om de problemer med styring som Pandora på et tidspunkt røg ind i (men det skyldtes "overfodring" af forhandlerne med nye varer). Med et knæk i vækstkurven var der solgt alt for hårdt ind over for de tilknyttede butikker, og til sidst måtte Pandora tilbyde tilbagekøb af varer for at få rensset luften og sat gang i et normalt vareflow igen.

Hos B&O er det uklart, hvorledes det svigtende salg har påvirket lagrene. Er der returkøb? Det samlede omfang er ikke reduceret i løbet af Q1, hvilket er en skuffelse. B&O skulle gerne vende tilbage til en struktur med begrænset pengebinding i lagrene, idet man benytter underleverandører i produktionen. På dette punkt er der altså endnu ikke indtrådt den ønskede forbedring.



Ledelsen har angiveligt adresseret den negative følgevirkning af salgsproblemerne i form af opbrud blandt nogle forhandlere, som så besluttede at videresælge deres lagerbeholdninger af varer med lave salgstal, da der er udsigt til lancering af nye modeller. Dermed kom Bang & Olufsen's produkter på tilbud hos disse tredjemandsforhandlere, og det truede med at spolere indsatsen omkring pricing power. Man kan ikke sælge dyre high end brand produkter, der pludselig kan findes på internettet som tilbudsvarer. Denne svaghed og konflikten med butikker ser ud til at være bragt under kontrol.



Fem dage efter Q1-meddelelsen fremkom der så en nyhed med relation hertil (må det formodes). Topchefen Henrik Clausen fratræder og afløses straks af Kristian Teär (55 år, svensk oprindelse, bosiddende i Schweiz og pt. chef for salg og distribution mv. i EMEA-landene hos Logitech).

Håbet på kort sigt består i en forestående lancering i andet halvår af en række nye produkter sammen med åbning af flere nye butikker, altså både nye produkter og større salgsindsats.

Aktien dykkede nok en gang på informationerne i det skuffende Q1 regnskab. Det blev så fulgt op med en pæn positiv modreaktion baseret på fornyet håb om fremgang efter udnævnelsen af den nye topchef. Henrik Clausens mission lykkedes ikke med at skubbe B&O PLAY til side henvist til rollen som springbræt for en relancering af navnet Bang & Olufsen som high end brand med et sortiment af produkter henvendt til velstående byboer i alderen 35+. Den nye topchef skal finde en ny vej frem for de to produktnavne, som begge har samme problem: volumen skal øges markant.

Konklusion: Punkt 1. kriselignende genrejsning skal gennemføres her og nu. Punkt 2: en køber skal findes til virksomheden, som ikke kan klare sig på langt sigt men hører hjemme i en stor koncern.

Aktien (35 med 34 som laveste pris) burde have upside potentiale ved et take over bud.

INVESTOR AB I SVERIGE

Hvorfor er Investor en interessant placeringsmulighed?

Af John Stihøj

Den 24-09 i år købte vi Investor B til Aktieinfos modelportefølje. Købet skete til kurs 470,2 SEK og modsvarer 7,9 % af modellens midler. Der er følgende årsager til købet: 1) Vi opnår en bred eksponering mod det svenske marked. 2) Rapporteret indre værdi ligger betydeligt højere end aktiekursen. 3) Der er skabt gode værdier (historisk). 4) Aktien giver et interessant udbytte.

Vores køb skal derfor ses som værende langsigtet.

Investor AB blev etableret i 1916 af Wallenberg-familien, der fortsat sidder på 20 % af aktierne i selskabet, men hele 43 % af stemmerettighederne. Selskabet kendetegnes som værende en aktiv, langsigtet ejer af selskaber, som man via det aktive medarbejderskab mener at kunne fastholde som værende "best-in-class" eller at udvikle dem hertil. Strategien er: "Buy to build". Investor ønsker en høj ejerandel i hvert af sine selskaber og i mange tilfælde fuldt ejerskab. Investor får som regel plads i bestyrelserne.

Det gennemsnitlige afkast opgjort på rapporteret indre værdi har været 14 % p.a. set over ti år og 9 % p.a. over 20 år. Udbyttet er steget med 10 % set over de seneste fem år og 13 % over fem år. De årlige driftsomkostninger i selskabet ligger på blot 0,15 %. For indeværende år vil der blive udloddet 13 SEK i udbytte. De 9 SEK fragik i maj, og ejere af aktien kan se frem til 4 SEK i løbet af november.

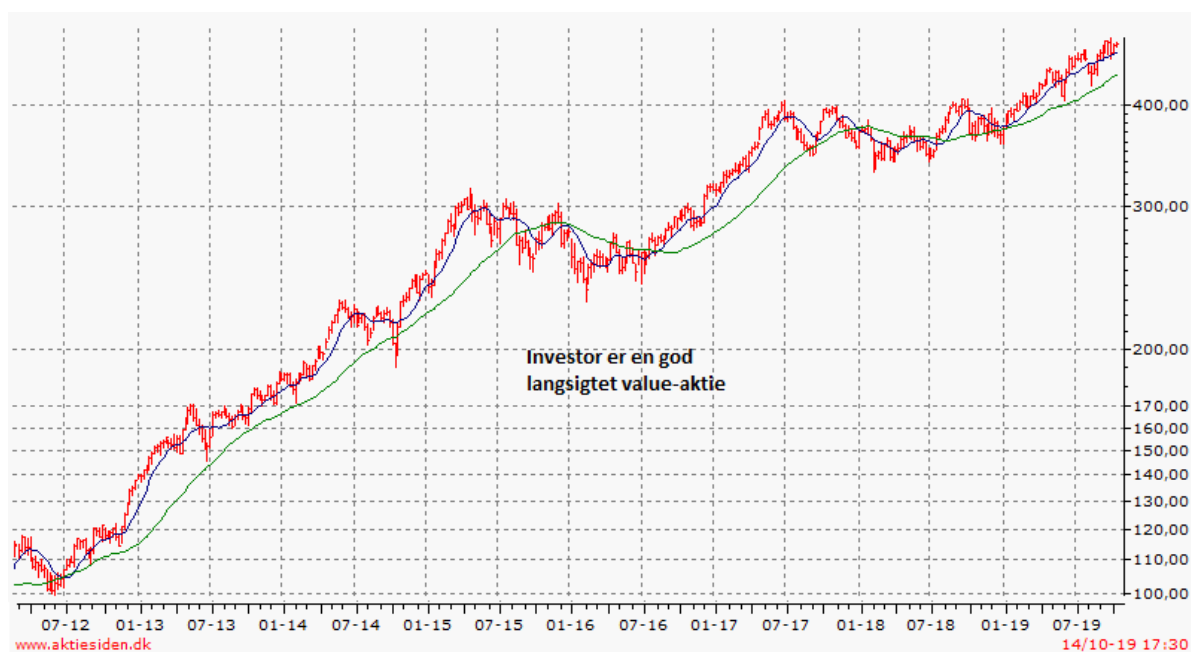
Nettoværdien af selskabets aktiebeholdninger udgjorde pr. 30-06-2019 i alt 422 mia. SEK svarende til 551 SEK pr. aktie. Det er en interessant oplysning, da aktiekursen for tiden ligger på 480 SEK – altså betydeligt under indre værdi. En del af selskabets investeringer er i unoterede aktier, hvilket giver investorer et ønske om en discount. Men den synes at være for stor.



Investors aktieplaceringer er fordelt med 70 % i børsnoterede selskaber, 25 % i unoterede selskaber og 5 % i EQT-fonden, der for nylig er blevet børsnoteret som en kæmpesucces. Herved er der fremkommet ekstra værdi. Investeringerne i børsnoterede selskaber omfatter Atlas Copco, ABB, AstraZeneca, SEB, Ericsson, Epiroc, Sobi, Nasdaq, Wärtsilä, SAAB, Electrolux og Husqvarna. Der er en klar overvægt af store svenske industriselskaber. Hvis der indgås en handelsaftale mellem USA og Kina vil det være godt for disse industriselskaber – og modsat.

Selskabets unoterede aktier er samlet under selskabet Patricia, og det omfatter aktive ejerskaber af Mölnlycke (engangsprodukter til bl.a. sårpleje), Permobil (kørestole), Laborie (urologi), Piab (automatiseret logistik), Braun Ability (handicaphjælpemidler), Sarnova (healthcare), Aleris (healthcare – selskabet er netop blevet solgt for 2,8 mia. SEK), mobiltelefoniudbyderen 3, Vectura (fast ejendom) og Grand Hotel (hoteller). Der er således en høj vægt af medicoselskaber i denne del af porteføljen, og de er jo per definition værdifulde. Efter børsnoteringen af EQT er der nu større visibilitet omkring værdien heraf.

Henset til Investor's evne til på langt sigt at skabe værdi til aktionærene finder vi en placering i Investor interessant. Det skal nævnes, at aktien forefindes i både A- og B-aktier. A-aktien er lidt billigere end B-aktien, men alligevel råder vi til køb af B-aktien. Likviditeten her er langt større end i A-aktien (ligesom vi kender det fra A.P. Møller – Mærsk). Næste regnskab præsenteres 18-10, og her skal man især holde øje med den opdaterede værdi af indre værdi (Net Assets Value). Den må være steget efter børsnoteringen af EQT.



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.

