AKTIEINFO

Magasinet Aktieinfo 15-10-2026 26. årgang - 17.udgave



Sammen er vi bedst

INDHOLD:

Side 2: Aktiekommentar: Forsigtighed på den korte bane. Vi skal have overstået midtvejsvalget i USA før aktierne formentlig starten en varig optur.

Side 3-4: Better Collective: Efter en stor kurslussing rummer aktien mere upside end downside risiko.

Side 5-6: Bavarian Nordic: Selskabet leverer stærke finansielle resultater og investortilliden er ved at blive genskabt.

Side 6-8: Take-Two Interactive: Nyt spil lanceres medio november. Det kan sætte gang i aktien.

Side 9-12: Trophy Games: Nyt opkøb giver spændende og lovende udsigter for fremtiden.

Side 13: Tryg: Stabilitet og pæne udbytter.

Side 14-16: Analyse af Nike: Vi foretrækker aktuelt Adidas fremfor Nike.

Næste udgave udkommer den 1. november 2026.

INVITATION TIL GRATIS INVESTOREVENTS I FJERDE KVARTAL

23. november 17-21 holder vi investorevent i Aalborg, hvor du kan møde topcheferne fra GomSpace, Wirtek, Scandinavian Tobacco Group og Torm. Tilmelding via dette link.

24. november kl. 16.30-21 holdes et lignende investorevent i Kolding. Her kan du møde Solar, Saniona, Swiss Properties, Scandinavian Tobacco Group, Wirtek, Embla Medical og FLSmidth. Tilmelding via dette link.



AKTIEKOMMENTAR

Af John Stihøj

Olie, renter, AI-aktier, Q3-regnskabssæsonen og midtvejsvalget den 3. november vil give volatilitet på finansmarkederne i de næste uger. Stadig flere ledere fra AI og AI-relaterede virksomheder advarer om, at udviklingen går for stærkt, og at investorerne opfører sig som var de på Casino. Disse udtalelser har kun givet små bølgeskvulp, men vi bør lagre dette i baghovedet. AI er en spændende men også risikabel trend, der endnu peger op, men som hurtigt kan skifte karakter. Det minder om en hype, som vi har set før (Dot.com boblen, månederne op til Subprime-krisen).

Renten er steget betydeligt i år, og både ECB og FED har hævet styringsrenten. Flere rentestigninger trænger sig på, da inflationen er for opadgående – senest bevist med en stigning i inflationen i USA på hele 3,7% i september. Olie- og energipriserne trækker inflationen op, og for nærværende er det vanskeligt at se, hvad der skal få olieprisen til at falde. Krigen i Iran trækker ud, og det er fortsat vanskeligt at få olie sejlet ud igennem Hormuz-strædet. Iran er jævnfør Trump et knækket land, men ikke desto mindre holder iranerne stadig stand. Et flertal af amerikanere er imod krigen, men Trump kan ikke trække sig sejrrigt ud af suppedasen, så derfor fortsætter krigen. Krigen mellem Rusland og Ukraine er næppe heller tæt på en afslutning. På papiret ønsker parterne et stop for krigen, men alligevel fortsætter bombardementerne. Olieprisen forbliver derfor sandsynligvis høj de næste 3-6 måneder med mindre Trump laver endnu en studehandel i hans forsøg på at vinde vælgernes gunst inden midtvejsvalget. Benzin- og dieselprisen SKAL ned inden 3. november - ellers taber Republikanerne sandsynligvis flertallet i Kongressen. Aktiemarkederne får næppe hjælp fra renter og oliepris på den korte bane, men ser vi lidt længere frem, så vil aktierne igen formentlig blive mødt af stigende køberinteresse.

Renter, olie, AI og geopolitik peger på usikkerhed i relation til aktiemarkederne. En af de vigtigste katalysatorer for aktier er dog selskabernes vækst og indtjening, og her peger det mod gode tider. På vores hjemlige marked har vi allerede kort tid inde i fjerde kvartal fået en række opjusteringer fra selskaber som **Demant, DS Norden, Torm, SJF Bank og Jyske Bank**. Det går bedre end man kunne frygte, og vi får med stor sandsynlighed flere opjusteringer i de kommende uger. Generelt er forventningerne til indtjeningen i tredje kvartal (med rette) høje. Analytikere forventer, at indtjeningen i tredje kvartal vil vokse med omkring 30% for S&P 500-aktier og 19% for de europæiske Stoxx 600 selskaber sammenlignet med for et år siden. Energi og teknologi står dog for hovedparten af væksten, og derfor er det få sektorer, der trækker væksten op, mens flertallet af selskaber er udfordret.

Det afgørende er, om væksten i den samlede indtjening bliver stærk nok til at kunne kompensere for bekymringen om stigende renter. Jo bredere denne vækst er, jo mere betryggende vil den være for den globale risikoappetit, men med stigende energi- og låneomkostninger er bredere vækst muligvis vanskelig at opnå.

Efterhånden som vi går ind i den næste indtjeningssæson, og efterhånden som mere af opbygningen afhænger af gæld, skal vi forholde os til et meget vigtigt spørgsmål: Kommer indtægterne hurtigt nok til at kompensere for de stigende renter?

Kortsigtet maner jeg til forsigtighed, men inden årsultimo ser jeg basis for en god udvikling på aktiemarkederne – en udvikling jeg ser fortsætte videre ind i 2027 (i hvert fald første halvdel af året).

BETTER COLLECTIVE

Af Jonas Holm Jakobsen, der ikke ejer aktien.

Børs: Mid Cap i Danmark
Kurs: 47
Markedsværdi: 2.758 mio. kroner
Høj / lav kursnotering seneste 12 måneder: 105 / 45,3

Better Collective fik en vaskeægte børslussing den 28. september. Kursen dykkede 32%, efter selskabet ovenpå et forbud mod online sportsbetting i Brasilien måtte nedjustere sine forventninger til 2026 og suspendere forventningerne til 2027-2028. Better Collective valgte samtidig at sætte deres aktietilbagekøb på pause. Hvis nogle var i tvivl, fik vi altså bekræftet, hvorfor politiske risici er den klart største risikofaktor for Better Collective.

Det brasilianske forbud mod online sportsbetting

Det er Brasiliens præsident, Luiz Inacio Lula da Silva, som har valgt at indføre et forbud mod online sportsbetting. Det var en reaktion på landets problem med voksende spillegæld som følge af aggressiv markedsføring. Gambling er eksploderet i Brasilien de seneste år, og netop derfor har det også været et interessant marked for Better Collective, der gennem opkøb har satset på landet.

Forbuddet mod online sportsbetting er i første omgang midlertidigt, og skal behandles af landets kongres, før det kan blive permanent. For nu løber gyldighedsperioden til den 23. november og kan forlænges en gang yderligere 60 dage. Forbuddet kom kort før valget i Brasilien, hvor befolkningen også har udtrykt stærk modstand til industrien, hvorfor man kan spekulere i, om præsident Lula også har haft andre bagtanker med forbuddet (stemmer).

På tidspunktet hvor jeg skriver denne artikel, er resultatet fra den første valgrunde i Brasilien netop offentliggjort. Første runde kunne ikke afgøre, hvem der skulle blive præsident, idet ingen kandidat fik mere end 50% af stemmerne. Derfor skal de to kandidater med flest stemmer nu i direkte duel, hvor anden valgrunde finder sted den 25. oktober. Resultatet fra første runde viste, at den nuværende præsident Lula fik ca. 45% af stemmerne, mens den højreorienterede Bolsonaro fik ca. 47% af stemmerne, og ud fra dette således står som en lille favorit.

Det er ikke uvæsentligt for Better Collective. Lula vil med al sandsynlighed gå efter at få gjort forbuddet mod online sportsbetting permanent. Bolsonaro har omvendt kritiseret forbuddet med henblik på industriens store støtte til sport, hvor over halvdelen af landets 20 største fodboldklubber har en online bettingside som deres primære trøjesponsor. Denne sag bliver afgørende for Better Collective på den korte bane, og hvis Bolsonaro vinder, vil det isoleret set være godt for Better Collective.

Er aktien faldet for meget?

Før forbuddet var Better Collectives brasilianske forretning på vej mod en omsætning på ca. 45 mio. EUR i 2026, svarende til cirka 12% af den nuværende analytikerkonsensus for koncernens omsætning i 2026. Det er således et betydeligt marked for Better Collective, men det virkede en smule ude at proportioner, at aktien på én uge skulle falde næsten 40% på måske at miste 12% af omsætningen. Det er vigtigt at understrege ordet ”måske”, fordi lovgivningsprocessen kan føre til en række forskellige udfald, hvorfor det slet ikke er sikkert, at vi skal afskrive den brasilianske

forretning. Afhængigt af udfaldet kan det brasilianske bettingmarked forblive forbudt, genåbne under de tidligere regler eller overgå til en anden regulatorisk struktur.

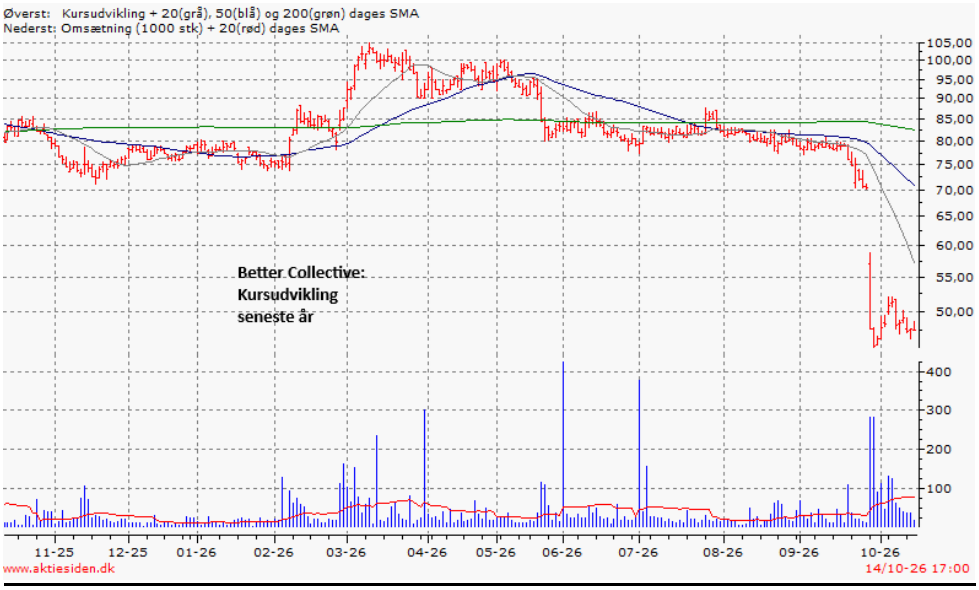
Aktien har da også hentet lidt af faldet – bl.a. som følge af resultatet fra den første valgrunde i Brasilien. Dog har jeg også forståelse for den kraftige markedsreaktion, der i højere grad afspejler en frygt for, hvorvidt flere lande vil forbyde online sportsbetting eller justere markedsføringslovgivningen på området, som er meget væsentligt for Better Collective, der tjener penge på at sende brugere videre til betting-platformene. Det er også et tema herhjemme, hvor regeringen sidste år præsenterede en aftale, der skulle regulere spilområdet i Danmark.

Forventer fortsat vækst i 2026

På trods af nedjusteringen og forbuddet, hvor selskabet estimerer at gå glip af en omsætning på 15 mio. EUR, er der fortsat lagt op til vækst for året, når den brasilianske forretning tages ud af ligningen. Den nye guidance indebærer en ventet organisk omsætningsvækst på 3-8% fra tidligere 7-12% med en EBITDA-vækst før særlige poster på -7% til 3% fra tidligere 8-18%. Den forventede omsætningsvækst er selvfølgelig positivt påvirket af VM i fodbold, som medvirkede til, at selskabet løftede antallet af nye betalende brugere (NDC) til deres partnere med 24% i andet kvartal.

Better Collective handles aktuelt til en P/E på 17,6 baseret på sidste regnskabsår, mens forward P/E for 2026 baseret på konsensusestimatet udgør ca. 10,4, og forward P/E frem mod 2027 udgør ca. 7,1. Efter den seneste udvikling er konsensusestimater selvfølgelig endnu mere usikkert, men det indikerer, at investorerne allerede indregner, at der kommer et permanent forbud i Brasilien, hvilket på ingen måder er skåret i granit, hvorfor der gemmer sig en solid upside-mulighed i aktien, såfremt forbuddet blot er midlertidigt, og man vender tilbage til normalen. Dette vil samtidig åbne for, at selskabet kan genoptage aktietilbagekøb.

Better Collective står således nu i en situation, hvor aktien kan stige betragteligt, hvis bestemte kurstriggere falder ud til selskabets fordel, mens det omvendt kan være farligt at gribe en faldende kniv, der til en vis grad er afhængig af politiske beslutninger. Dertil kommer det etiske aspekt. Min egen tilgang til investering er først og fremmest at få et attraktivt afkast på min kapital, og ikke at investere i en bestemt etisk retning af moralske grunde. Dog tror jeg på, at der kan være et sammenhæng mellem etik og forretning, hvor det er langt nemmere at realisere økonomisk vækst på sigt, når det moralske kompas er intakt. Det er blot min overbevisning.



BAVARIAN NORDIC

Af John Stihøj, der ikke ejer aktien.

Børs: Large Cap i Danmark
Kurs: 237,2
Markedsværdi: 18,8 mia. kroner
Høj / lav kursnotering seneste 12 måneder: 243,7 / 171,3

Bavarian Nordic har efterhånden forvænnet aktionærerne med gentagne opjusteringer. I 2025 blev forventningerne hævet flere gange og i 2026 har vi nu fået årets tredje opjustering. Det går altså markant bedre end selskabet forventede ved årets start, hvilket især skyldes høj vækst i salget af rejsevacciner. Dette salg svinger normalt en del over årene, så vi kan ikke på baggrund af seneste opjustering konkludere, at det høje salg opretholdes/stiger i 2027. Udover opjusteringen er aktien også interessant som følge af det forestående skifte i topledelsen. Meget taler i favør af en begyndende aktieoptur for Bavarian Nordic.

Lad os skrue tiden et år tilbage

I slutningen af juli sidste år fremsatte to kapitalfonde et take over bud til kurs 233, svarende til en præmie på 21% i forhold til lukkekursen på 192,5 den 23. juli 2025. Bestyrelse og ledelse anbefalede tilbuddet, men aktionærerne ville det anderledes. Buddet blev efterfølgende hævet til kurs 250, men dette til trods bakkede kun 60% af aktionærerne op. Kravet for accept var 66,67%, og kapitalfondene trak derfor tilbuddet tilbage. Det sendte aktiekursen ned under 200 igen. Tilliden til bestyrelsen og ledelsen led et knæk, da de jo som bekendt anbefalede ja til tilbuddet. Der var en ganske god årsag til at de ville gennemføre handelen, idet der blev stillet et stort millionbeløb i udsigt i succesfee. Modviljen mod selskabets CEO Paul Chaplin tog ekstra fart. Investortilliden var lav.

Investortilliden er genskabt

Årsregnskabet 2025 imponerede med en omsætning på 6.244 mio. kr. og en EBITDA-margin på 28%. Selskabets udmelding for 2026 skuffede dog med udsigt til en omsætning på 5,0-5,2 mia. kr. og EBITDA-margin på 25%. Forventningerne er imidlertid nu for tredje gang i år blevet løftet til nu en omsætning på 6,1 mia. kr. samt en EBITDA-margin på 32%. Opjusteringen trækkes især af rejsevacciner, hvor omsætningen er blevet øget med 400 mio. kr. til nu forventet 3,4 mia. kr. Øvrige vacciner forventes uændret at sælge for 2,5 mia. kr. Baseret på den nye guidance kan vi estimere årets resultat pr. aktie til niveauet 19 kr., hvorved aktien aktuelt prissættes til en P/E 2026E på blot 12,2. Det er lavt og billigt set i forhold til flertallet af danske aktier. Lav prisfastsættelse favoriserer yderligere aktieoptur.

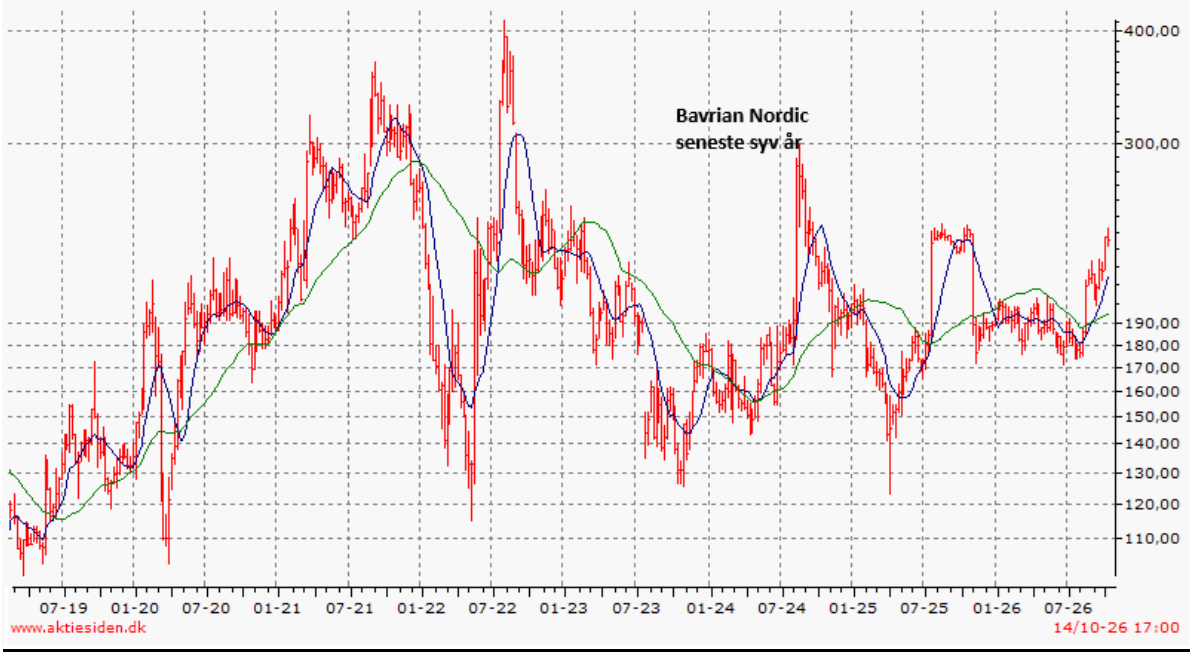
I tillæg til de gode finansielle resultater og den nye opjustering bidrager opkøb af egne aktier for 250 mio. kr. i perioden 1. september til 30. oktober også til en positiv udvikling i aktiekursen.

Ny CEO – nye koste fejer bedst

Paul Chaplin har siden 2014 været CEO i Bavarian Nordic. Han overlader rorpinden pr. 15. oktober til Tarja Stenvall. Hun er 59 år gammel og fra Finland. I de sidste 20 år har hun haft ledende stillinger i Sanofi, Astra Zeneca og Pfizer og kommer senest fra et job hos Sanofi. Det virker til, at hun har de rette kompetencer til at føre Bavarian Nordic videre på vækstrejsen. Henset til det glippede takeover bud, som nævnt i indledningen, og som blev bakket op af nuværende CEO og

bestyrelsen, så vil Tarja Stenvall som ny på topposten kunne bidrage til at styrke den genskabte investortillid yderligere.

Alt i alt er der mange forhold, der taler for en god periode for Bavarian Nordic aktien. Dark Horse er dog, at årets opjustering skyldes rejsevaccinerne, der har det med at udvikle sig meget forskelligt fra år til år. Et stort salg i år kan derfor sagtens blive efterfulgt af faldende salg næste år. Koppevaccinesalget er umiddelbart mere stabilt, men også her kan det svinge i takt med om der kommer nye koppeudbrud eller ej. Jeg ser positivt på aktien, men risikoen er samtidig høj for, at der kan komme nogle matte år efter et par gode år for salget af vacciner.



TAKE-TWO INTERACTIVE SOFTWARE

Af Jonas Holm Jakobsen, der ikke ejer aktien.

Børs: NASDAQ
Kurs: 201
Markedsværdi: 37,6 mia. USD
Høj / lav kursnotering seneste 12 måneder: 265,94 / 187,63

For mange venter årets største begivenhed den 19. november. Millioner af mennesker (primært yngre voksne) sidder klar til at spille det mest hypede spil nogensinde, nemlig GTA 6, der efter flere udsættelser udgives på konsol den 19. november, hvorefter udgivelsen på computer ventes i slutningen af 2027 eller starten af 2028.

Aktien er aktuelt faldet ca. 15% i år, hvilket kan virke modstridende, når den forventede største begivenhed i selskabets og industriens historie er lige på trapperne. Derfor skal vi i denne artikel se nærmere på, om Take-Two kan være en oplagt aktie at tilføje til porteføljen, inden GTA 6 udgives om et par måneder.

Det bliver stort…

For at forstå hvorfor GTA 6 forventes at blive så stort, så lad os gå et skridt tilbage. Den forrige titel i GTA-universet, GTA 5, blev udgivet i 2013, og er i dag stadig et af de mest populære spil, hvorfor det har en imponerende evne til at skabe en vedholdende interesse. Derudover indtager spillet andenpladsen over de bedst sælgende spil nogensinde, og med et marked der naturligt er vokset betragteligt siden 2013, har GTA 6 gode forudsætninger for at overgå GTA 5. Spilbranchen er måske et af de bedste eksempler på en industri, der i de næste mange år vil være i strukturel vækst grundet den demografiske udvikling. Det er de færreste seniorer, der i dag spiller computer, men om 40 år vil situationen med stor sandsynlighed være helt anderledes, da de yngre og kommende generationer er vokset op med teknologi, computere og konsoller. Det vil få det totale spilmarked til at vokse.

GTA 6 forventes at blive så stort, at Netflix endda har betalt en masse penge for at få lov til at vise en trailer på 26 minutters gameplay af GTA 6, seks timer før den kom ud på YouTube. Netflix har angiveligt betalt 675 mio. kroner for at have denne seks timers eksklusivitet. Det virker helt uhørt at betale så mange penge for et produkt, der kort tid efter er frit tilgængeligt for alle. Det understreger blot værdien og de store forventninger til spillet. Et andet lidt sjovt eksempel jeg har bemærket er, at nogle forventer, at over 1 mio. amerikanere vil melde sig syge den 19. november for at spille GTA 6. Det virker lidt skørt og måske overvurderet, men budskabet har nok en eller anden form for sandhed.

Personligt spiller jeg ikke computer eller konsol. Alligevel kunne jeg godt tænke mig at spille GTA 6. Det er et andet lille eksempel på, hvordan spillet formår at skabe interesse hos folk, der ikke spiller til dagligt, og mon ikke Sony og Microsoft også derigennem kommer til at opleve et øget salg af konsoller, da spillet i første omgang kun udgives på Playstation 5 og Xbox Series X/S.

Det er naturligt at tænke, at GTA 6 nærmest kun kan skuffe, når forventningerne til spillet er så store, og de store forventninger er derfor naturligvis også allerede indregnet i aktiekursen. Fra et investeringsperspektiv handler det således om at vurdere, om spillet kan leve op til og overgå de store forventninger. Kigger vi tilbage på lanceringen af GTA 5 i september 2013, var aktien et år efter lanceringen oppe med ca. 36%, hvorfor det dengang godt kunne betale sig at købe ind på ”GTA-effekten”.

Hvor meget vil spillet sælge for?

Det helt store spørgsmål er selvfølgelig, hvor meget GTA 6 kommer til at sælge for. Prisen i USA er opgjort til 80 USD for standardudgaven, mens der også er en Ultimate Edition (en udvidet udgave), som ventes at koste 100 USD. Herhjemme kan spillet forudbestilles for 599 kroner hos Elgiganten, hvorfor det er et relativt dyrt spil, hvilket også må forventes af verdens mest hypede og nok dyreste spil at udvikle.

Der er mange gæt på, hvor mange kopier der vil blive solgt inden for de første 24 timer og første uge. Denne periode er helt central, da det er i denne periode, en stor del af indtægterne hentes. Der er ligeledes mange undersøgelser af, hvordan salget herefter vil udvikle sig baseret på salget i første uge, hvor GameDiscoverCo f.eks. baseret på en masse data har regnet sig frem til, at et typisk spil på Steam vil sælge 1,39x uge 1 efter måned 1, 2,59x efter år 1 og 3,32x efter år 2. Det svarer lidt forsimplet til, at man har solgt 13.900 eksemplarer efter 1 måned, hvis man sælger 10.000 eksemplarer i uge 1, og dernæst 25.900 efter 1 år og 33.300 eksemplarer efter 2 år. Dette er alene et gennemsnit ud fra et stort datasæt på over 5.000 lanceringer på Steam fra juli 2023 til juli

2025, men viser alligevel tydeligt, hvorfor den første uge er så vigtig for spillets succes, da en meget stor del af eksemplarerne ofte sælges her.

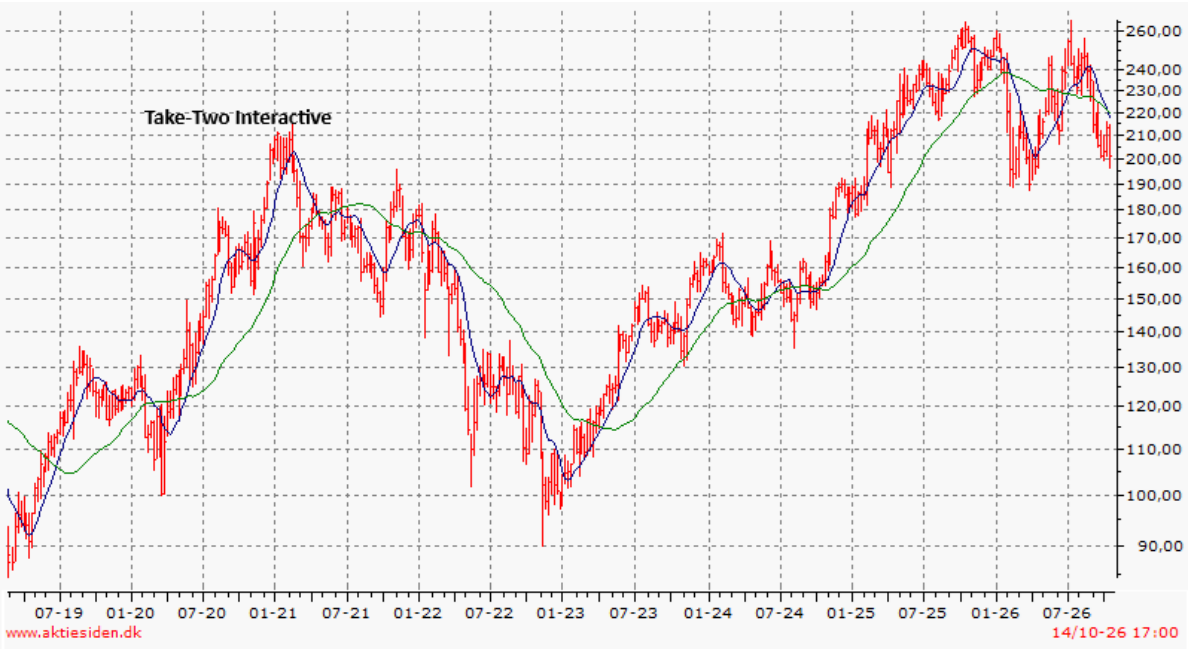
En af de undersøgelser, der har været fremhævet omkring GTA 6 kommer fra det hollandske analyseinstitut Newzoo, som er en af verdens førende udbydere af markedsdata og statistikker om spilbranchen. De har estimeret, at GTA 6 inden for den første uge vil sælge mellem 37-51 mio. kopier. Baseret på en salgspris på 80 USD svarer det til et ventet salg i niveauet 3-4 mia. USD den første uge, hvilket jævnfør undersøgelsen fra GameDiscoverCo svarer til et estimeret salg det første år på ca. 7,7-10,4 mia. USD. Dette skal dog fordeles over to regnskabsår, da Take-Two har skævt regnskabsår fra april-marts.

Dette estimat er selvfølgelig behæftet med en enorm usikkerhed, og det er svært at putte GTA 6 ind i et generelt datasæt, da spillet næsten er en kategori for sig selv, og der ligeledes vil være nogle forskydninger omkring udgivelsen på konsoller og computer. Jeg er dog ret overbevist om, at GTA 6 vil blive en stor succes, men store forventninger giver som nævnt også større sandsynlighed for skuffelser, og derfor anser jeg også aktien som en højrisikoinvestering.

Fra negativ til ventet positiv indtjening

Efter negative resultater de seneste fire år – bl.a. som følge af høje omkostninger til udviklingen af GTA 6 – forventes indtjeningen per aktie at blive positiv for indeværende regnskabsår, idet indtægtsgenereringsperioden for GTA 6 starter. Konsensusestimaterne er som fremhævet behæftet med stor usikkerhed, men aktuelt indikerer estimaterne, at indtjeningen per aktie for indeværende regnskabsår ender i niveauet 1,9 USD og 5,3 USD for det kommende regnskabsår 2027/28. Det svarer til en 2026/27E P/E på 105 og 2027/28E P/E på 38. Frem mod 2028/29 ventes indtjeningen per aktie at vokse til 6,9 USD svarende til en 2028/29E P/E på 29.

Det indikerer altså, at aktien trods kursfaldet på ca. 15% i år fortsat handles meget højt på multipler. Det gælder også, når vi indregner analytikernes forventninger til GTA 6 de kommende år. Fra et lidt mere fundamentalt perspektiv, er jeg derfor ikke så positiv på aktien, men alligevel vil kursen i den kommende tid være drevet af GTA 6-lanceringen, og derfor vil denne begivenhed også alt andet lige diktere retningen i de kommende måneder i takt med, at vi får indblik i, hvordan spillet sælger i de første uger og måneder.



TROPHY GAMES

Af Jonas Holm Jakobsen, der ejer aktien.

Børs: First North Danmark
Kurs: 13,6
Markedsværdi: 400 mio. kroner
Høj / lav kursnotering seneste 12 måneder: 16,85 / 10,55

Den ultimative drøm for en privat investor må være at spotte det skjulte guld, hvor man køber sig ind tidligt på rejsen, og kan følge selskabet til stor succes. DSV er et af de mest kendte eksempler herhjemme, og et af de nyere eksempler er ChemoMetec, der i 2006 gik på børsen til en pris på 8,35 kroner per aktie og sidenhen er steget flere tusinde procent, hvor aktien i dag handles i underkanten af kurs 600.

Personligt synes jeg det er spændende at forsøge at finde den næste store aktieraket. Derfor følger jeg også udviklingen tæt hos flere af de helt små danske selskaber, som er noteret på enten First North eller Spotlight. Det medfører naturligvis øget risiko, når man investerer i den type selskaber, men i denne analyse vil jeg præsentere et af de selskaber, der efter min mening kan have potentiale til at blive en ny langsigtet vinderaktie, nemlig Trophy Games, som jeg har fulgt siden deres børsnotering. Det skal i den anledning selvfølgelig disclaimes, at jeg selv ejer aktier i Trophy Games, og at artiklen ikke skal ses som en anbefaling til at handle aktien, men alene inspiration.

Kort introduktion til Trophy Games

Trophy Games er en spiludvikler med fokus på mobilspil. Deres primære fokus er altså ikke rettet mod computer- eller konsolspil, men spil, som spilles på ens mobiltelefon eller iPad. Da selskabet gik på børsen i 2021, var det primært fodboldmanagerspil, der drev forretningen, men efter et opkøb af Xombat omkring børsnoteringen har selskabet primært fokuseret på transportspil.

Da Trophy Games købte Xombat, købte de den titel, der hedder Airline Manager. Det er som navnet antyder et spil, hvor spillerne driver og administrerer deres eget flyselskab. Efter Trophy Games købte denne titel, har de formået at skalere titlen fra en omsætning på 8,7 mio. kroner i 2021 til 38 mio. kroner i 2025. Endnu mere interessant har selskabet formået at tage spillets kodefundament og kopieret det til andre nye spil, hvorfor serien af transportspil i dag udgør 6 spil, hvoraf 3 af dem er godt på vej til at nå en årlig omsætning på over 40 mio. kroner i 2026 svarende til over 120 mio. kroner for de tre største titler. Disse tre titler er udover Airline Manager også Farm Manager og Truck Manager, hvor spillerne driver hhv. et landbrug og et lastbilfirma.

Trophy Games er med andre ord transformeret fra et selskab med fokus på fodboldmanagerspil til nu transportspil. Det betyder, at selskabet ikke allokerer midler til at udvikle og markedsføre de gamle fodboldmanagerspil, men at de gamle spil nu fungerer som små cash cows, fordi de stadig tjener penge, som kan anvendes til udviklingen af nye spil inden for transportserien.

Selskabet ledes af de oprindelige stiftere, hvor Søren Gleie er administrerende direktør, mens hans partner, Daniel Lunn har en ledende rolle i selskabet. Dertil er Jan Lehrmann mangeårig bestyrelsesformand. Mange kender ham nok bedre som formand for Normal og hans deltagelse i Løvens Hule, hvor han fra 2019-2022 var en af løverne.

Pipeline giver muligheder for fortsat vækst

Trophy Games omsatte i 2025 for 126,5 mio. kroner med et EBITDA på 31,1 mio. kroner og et EBIT på 19 mio. kroner. For indeværende regnskabsår forventes en omsætning på 170-180 mio. kroner med et EBITDA på 29-35 mio. kroner og et EBIT på 18-24 mio. kroner. Den høje omsætningsvækst er bl.a. drevet af, at en af de nye titler i transportserien har klaret det godt, og har bidraget hele regnskabsåret, hvilket ikke var tilfældet sidste år. Den ventede neutrale udvikling på indtjeningen skyldes, at selskabet har accelereret investeringerne i brugeranskaffelse, hvor selskabet fortsat ser attraktive afkast, men typisk opererer med en tilbagebetalingsperiode på seks måneder, og således først bidrager til indtjeningen næste år.

I 2024 omsatte Trophy Games for ca. 90 mio. kroner, og hvis omsætningen for indeværende regnskabsår lander i toppen af de udmeldte forventninger på 170-180 mio. kroner, ser vi ind i, at selskabet på 2 år har fordoblet sin omsætning. Det er imponerende, og den eksisterende pipeline giver gode muligheder for, at væksten vil fortsætte med at være høj de kommende år.

I sidste måned deltog jeg ved selskabets investordag, hvor et af de store temaer var selskabets pipeline, hvor der er mulighed for helt op til fire lanceringer i 2027. Pipelinen inkluderer først og fremmest et nyt hestespil, der udvikles i samarbejde med Tivola Games og desuden er medfinansieret af det tyske føderale program for medfinansiering af spil (Trophy Games har også en serie inden for dyrespil, som jeg dog har valgt ikke at fokusere så meget på i denne analyse, da jeg på nuværende tidspunkt finder transportserien mere interessant for investeringscasen). Der arbejdes samtidig på Fishing Manager bygget på et helt nyt framework, og altså ikke det vi kender fra den eksisterende transportserie. Den eksisterende transportserie ventes dog at blive udvidet med Train Manager 2, hvor ambitionen er at kunne levere tal på niveau med Farm, Truck og Airline eller måske endda bedre. Afslutningsvist arbejdes der på et hemmeligt projekt inden for sportsgenren med en større partner, hvor der endnu ikke kan gives så mange oplysninger. Fodboldmanagerspil er som tidligere fremhævet helt centralt i selskabets DNA, hvorfor sportsgenren ikke er ny for Trophy Games.

Den aktuelle pipeline inkluderer desuden World Truck Simulator, ligesom den eksisterende transportserie fortsat besidder et stort skaleringspotentiale med udviklingen af f.eks. Gold Miner Manager. Det er dog på nuværende tidspunkt mere uvist, hvornår disse to titler kan blive udgivet.

Den aktuelle pipeline skaber således et solidt fundament for yderligere vækst i 2027 og 2028, hvor jeg særligt finder Train Manager 2 interessant. Meldingen er, at det har potentiale på niveau med Airline Manager, Farm Manager og Truck Manager, der alle er på vej til at omsætte for over 40 mio. kroner i 2026. Kan Trophy Games bevare eller måske endda løfte disse tal for Airline Manager, Farm Manager og Truck Manager ser vi derfor potentielt ind i en omsætning for disse 4 spil på over 160 mio. kroner om året.

Den potentielt største vækstdriver for Trophy Games har vi dog endnu ikke omtalt. I slutningen af sidste måned offentliggjorde selskabet nemlig opkøbet af den franske spiludvikler Playrion, og det er i mine øjne et spændende opkøb.

Nyt opkøb baner vejen for nyt vækstspor

Før sommer hentede Trophy Games 26 mio. kroner i frisk kapital fra institutionelle investorer, herunder ATP, BankInvest og Eiffel Investment Group. Det var bemærkelsesværdigt, fordi Trophy Games allerede stod i en god kapitalsituation med over 30 mio. kroner i kassen og ingen gæld. Den kvikke investor havde således regnet ud, at noget var under opsejling, og selskabet havde også selv meldt ud, at de var på opkøbsjagt.

Den 25. september fik vi bekræftet, at Trophy Games var klar til at gennemføre deres største opkøb nogensinde af Playrion fra det svenske børsnoterede selskab Paradox Interactive AB. Playrion specialiserer sig i simulations- og managementspil inden for luftfart, og er bedst kendt for Airlines Manager og Airport Simulator. Det er ikke svært at få øje på synergimulighederne, da Trophy Games efter opkøbet af Xombat har opbygget en massiv viden og data for netop denne type spil.

Kort sagt er intentionen at lave den samme rejse med Playrion, som selskabet har gjort med Xombat. Der er altså en eksisterende titel, der er valideret i markedet, hvor man både vil skalere den eksisterende titel, men endnu mere interessant bruge kodefundamentet til at skalere spillet til nye titler. Det kunne f.eks. være Truck Simulator og Farm Simulator, som er nicher, hvor selskabet allerede har succes i deres eksisterende transportserie.

Playrion tilføjer 30 nye medarbejdere til Trophy Games, mens de har en årlig omsætning i niveauet 30 mio. kroner. Trophy Games betaler 16,8 mio. kroner upfront, mens Paradox er berettiget til 9% af nettoomsætningen fra Playrions spil i de første tre år efter gennemførelsen af opkøbet. Tager vi blot udgangspunkt i den nuværende omsætning på 30 mio. kroner om året, og at denne udvikler sig konstant, svarer det til yderligere 8,1 mio. kroner eller i alt ca. 25 mio. kroner for opkøbet. Dette finansieres udelukkende af Trophy Games' likvider. En lille interessant sidenote er, at Paradox købte Playrion tilbage i 2020, og ifølge deres årsrapport for 2020 var prisen i alt 15,9 mio. euro svarende til ca. 118,9 mio. kroner. Det illustrerer meget godt, hvordan priserne i markedet har ændret sig, idet Paradox går med til at sælge Playrion til en pris, der nok ender med at være 75-80% lavere, end de selv betalte for 6 år siden. Paradox ønsker dog at øge fokus på deres kerneområde i form af computer- og konsolspil, hvorfor de formentligt også har haft et ønske om at skille sig af med Playrion. Lige nu kan vi kun spekulere i, hvordan opkøbet af Playrion vil udfolde sig, men Trophy Games har én gang vist, at de kan skalere et flyspil og derudfra opbygge en hel serie af spil. Lykkes det igen, kan Trophy Games blive en særdeles spændende aktie.

Perspektiver på aktien

Trophy Games er allerede steget over 200% de seneste 3 år, hvorfor aktien har haft en god periode på børsen. For indeværende år har kursen udviklet sig relativ neutralt trods flere store nyheder og begivenheder for selskabet. Baseret på den nuværende kurs på 13,6 kroner handles aktien til en P/E på ca. 30,9 beregnet ud fra indtjeningen per aktie sidste år. Beregner vi P/E ud fra TTM – altså indtjeningen per aktie de seneste 12 måneder, får jeg en P/E på ca. 19,7. Dette skyldes, at Trophy Games sidste år havde en meget skæv fordeling af overskuddet, hvor andet halvår var den klart største bidragsyder.

P/E er generelt ikke et nøgletal, jeg vil tillægge så meget værdi for et selskab som Trophy Games. Det er en vækstcase, hvorfor jeg ikke mener, at det giver så meget mening at sammenligne ud fra historiske tal, men i højere grad ud fra det fremtidige potentiale. Det er selvfølgelig en meget sværere øvelse, når vi ikke kender de fremtidige resultater, og ligeledes er mere overladte til os selv, nu når det er en lille aktie, hvor der ikke indsamles konsensusestimater.

Laver vi den nemme øvelse, og tager udgangspunkt i den eksisterende forretning, vil jeg vurdere, at Trophy Games som en vækstcase bør kunne bære en P/E på 25, hvilket aktuelt svarer til kurs 17,25 eller et kurspotentiale på ca. 27% beregnet ud fra den nuværende TTM EPS. Paradox, som er sælgeren af Playrion, handles til en forward P/E for 2026E på 26,8, og leverer aktuelt langt fra samme vækst som Trophy Games. Derfor kan man argumentere for, at Trophy Games også kan bære en højere P/E-multipel, men det er generelt lidt uklart at sammenligne spilselskaber, da den

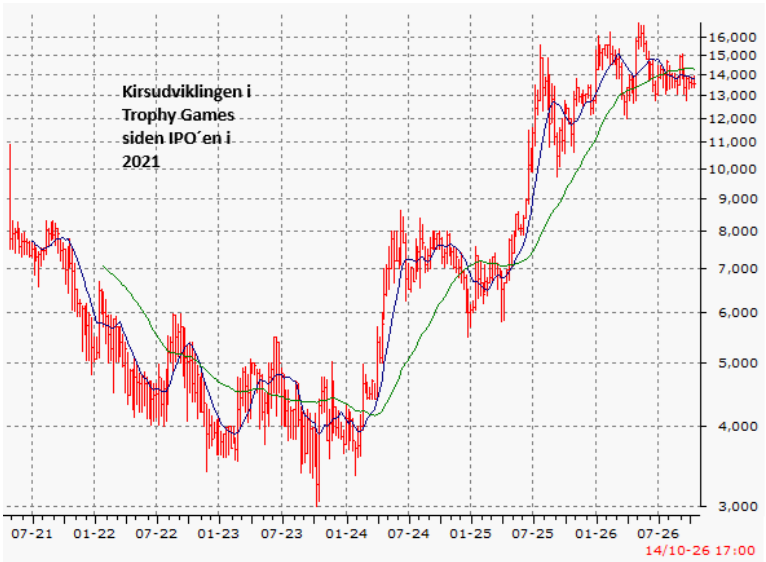
finansielle udvikling kan svinge meget i forhold til timingen af nye spiludgivelser, og en væsentlig del af værdierne afspejles af pipelinen.

Det er selvfølgelig muligt at lave en masse antagelser for den fremtidige udvikling for Trophy Games, men det er behæftet med meget stor risiko, da det er svært at forudsige, hvorvidt et spil vil få succes og omvendt hvorvidt eksisterende titler kan miste momentum. Personligt ser jeg potentiale for, at Trophy Games i 2028 for første gang kan nå en omsætning på en kvart milliard forudsat, at Train Manager 2 bliver en succes og synergierne lykkes i opkøbet af Playrion. Det er jeg overbevist omkring, vil lykkes, men skulle dette ikke blive tilfældet, er der fortsat den resterende pipeline, der eventuelt kan opveje for en mulig mislykket lancering af Train Manager 2 eller mislykket integration og skalering af Playrion.

De kommende år forventer jeg desuden, at Trophy Games igen vil iværksætte aktietilbagekøb, som de ligeledes har gjort tidligere. Prisen for Playrion efterlader i hvert fald plads til, at der også er rum for aktietilbagekøb, da jeg ikke forventer, at de vil ud at gennemføre endnu et opkøb inden for en nær fremtid, men i stedet vil fokusere på Playrion.

En spændende investeringscase

Alt i alt vurderer jeg derfor Trophy Games som en spændende case. De leverer markant vækst, og det fremtidige vækstpotentiale er intakt. De leverer sorte tal på bunden, og vil fortsætte med at vokse profitabelt. De har ingen gæld og en stor kontantbeholdning. De har en dygtig CEO, der både har stor faglig viden og forstår at skabe aktionærværdi. De har en god portefølje af spil, der henvender sig til ældre og mere betalingsstærke spillere, hvor de med en datadreven tilgang formår både at tjene penge gennem brugerkøb og annonceindtægter. De efterlever princippet "underpromise, overdeliver", og sætter ikke investorerne noget i udsigt, de ikke overholder, hvorfor selskabet de seneste år har leveret massevis af opjusteringer. Dertil er aktien – efter min vurdering – ikke højt prissat. Fra næste år ser Trophy Games samtidig ind i en stor besparelse, idet Google Play har annonceret ændringer i deres gebyrstruktur, og det vil ifølge selskabets egne estimater resultere i årlige omkostningsbesparelser på ca. 3 mio. kroner fra 2027. Det vil understøtte bundlinjen og give bedre forudsætninger for skalering. Dog er aktien udfordret af en notering på First North, hvor likviditeten er mere begrænset, og tilliden generelt er svag. Der har ikke været nogle indikationer på, at selskabet inden for den nærmere periode vil skifte til hovedmarkedet, men i takt med at selskabet vokser, må det være et spørgsmål om tid, før det kan blive aktuelt.



TRYG

Af John Stihøj der ikke ejer aktien.

Børs: C25 indekset i Danmark
Kurs: 152
Markedsværdi: 91,3 mia. kroner
Høj / lav kursnotering seneste 12 måneder: 166,8 / 139,0

Tryg var som det første store danske børsnoterede selskab klar med tal for tredje kvartal ganske få dage efter kvartalsskiftet. Regnskabet var opløftende og over analytikernes estimater. Særlig privatsegmentet især i Norge og Sverige bidrog til et historisk stærkt kvartalsregnskab. Det borger desuden godt for fremtiden, at Tryg i det seneste kvartal har indgået nye partneraftaler med Mercedes-Benz, Tesla og Xpeng. Det sker i forlængelse af 10 andre nye bilpartneraftale i Sverige, et partnerskab med Lederne i Danmark og Eksjöhus i Sverige samt et skandinavisk partnerskab med SAS Eurobonus. Det er sådanne partneraftaler, der danner basis for at udvide tilbuddene til kunderne og dermed bane vejen for yderligere vækst fremadrettet.

Med det seneste, flotte kvartalsregnskab er Tryg godt på vej mod at levere på 2027-strategien. Resultatet er hjulpet af et lidt lavere niveau for stor- og vejrskader. Den bedste udvikling er set i Sverige. I Norge stod Tryg klar med ekstra støtte til de kunder, der blev berørt af de store boligbrande i Drammen, hvor 400 personer blev evakueret, og over 100 boliger blev totalskadede.

Henset til de gode resultater er det muligt for TryghedsGruppen at udbetale bonus til kunderne i Tryg, Alka og TJM i et omfang svarende til 1,25 mia. kr. eller syv procent af opkrævet forsikring.

For kvartalet vil der blive udloddet 2,15 kr. i udbytte. I seneste kvartal blev der opnået et forsikringsteknisk resultat på 2.454 mio. kr. (op fra 2.181), en combined ratio på 76,8%, en præmievækst på 4,1% og en omkostningsprocent på 13,3% (uændret det seneste år). Resultat før skat endte på 2.123 mio. kr., hvilket er en pæn fremgang fra 1.980 mio. kr. Efter skat blev der leveret et overskud på 1.625 mio. kr. mod 1.479 mio. kr. i samme periode året før.

På baggrund af de realiserede resultater handler aktien til en billig P/E multipel og sandsynligheden for en opjustering af guidance for 2027 er øget. Investorerne har i år vendt ryggen til aktien som følge af usikkerhed omkring eventuelle negative effekter fra AI, men umiddelbart peger det mod, at Tryg på den ene side kan blive udfordret af AI, og på den anden side kan opnå en række positive fordele ved AI.

Jeg anser Tryg for at være en langsigtet placeringsmulighed for investorer der ønsker høje og stabile udbytter fremfor kursstigninger. Køb og gem væk, hvis denne profil passer til den enkelte læser.

NIKE

Af Jonas Holm Jakobsen, der ikke ejer aktien.

Børs: NYSE
Kurs: 34,74
Markedsværdi: 51 mia. USD
Høj / lav kursnotering seneste 12 måneder: 70,44 / 31,97

Nike-aktien har været på en stor kursmæssig nedtur de seneste år. Aktien er i skrivende stund nede med ca. 9% den seneste måned, 19% det seneste halve år, 50% det seneste år, 64% de seneste tre år og 77% de seneste fem år. Det er ikke ligefrem en trend, der ser attraktiv ud. Nike er dog et af verdens stærkeste forbrugerbrands, og det naturlige spørgsmål er, om selskabet kan formå at vende udviklingen?

Regnskab for første kvartal – Kina trækker ned

Når du går ind på Nikes investor-side, bliver du mødt af ordene NIKE INC. IS A GROWTH COMPANY. Det skrives med store blokbogstaver. Det harmonerer ikke ligefrem med den aktuelle udvikling. Nike har skævt regnskabsår, og offentliggjorde i starten af oktober regnskab for første kvartal. Regnskabet viste en omsætningstilbagegang på 4% til 11,21 mia. USD, mens den justerede indtjening per aktie endte på 0,48 USD mod 0,49 USD i samme periode sidste år.

Det var særligt det kinesiske marked, der medvirkede til tilbagegangen. Nike oplevede et fald på hele 22% i Kina til 1,18 mia. USD, mens der var en lille fremgang i USA på 2%. Selskabet er udfordret af en svag kinesisk forbrugerefterspørgsel, ligesom de oplever konkurrence fra brands, der i højere grad tilpasser produkter og markedsføring til lokale præferencer. De aktuelle udfordringer i Kina fremstår ikke som midlertidige, men i højere grad strukturelle, og selskabet har oplevet tilbagegang i landet i ni kvartaler i streg.

For helåret forventer Nike en tilbagegang på 6-9%. Det er væsentligt under konsensusestimatet på -2,4%, og en af de primære årsager til, at aktien faldt næsten 4% efter det seneste regnskab. Nike har dog taget initiativer til at vende udviklingen, og i starten af oktober offentliggjorde selskabet en omfattende omstrukturering under navnet Pace. Formålet er at effektivisere organisationen, der skal sikre samlede besparelser for 2,5 mia. USD frem mod 2031. Selskabet afholder kapitalmarkedsdage fra den 16-17 november, hvor selskabet vil uddybe de langsigtede planer.

Nike mister terræn til konkurrenterne

Markedsdata viser, at Nike har oplevet et fald i sin markedsandel inden for sportsfodtøj fra 29,2% i 2022 til 22,9% i 2025. Markedet er præget af høj grad af konkurrence, og som vi ved med mode, har den en tendens til at skifte. Mennesker er flokdyr, og hvis kollegaerne eller klassekammeraterne begynder at skifte til Adidas fremfor Nike, er der en større tendens til, at vi følger efter. Af samme grund bruger de forskellige sportsbrands enorme summer på at sponsorere atleter, da det er dem, mange ser op til. Derfor er det heller ikke uvæsentligt, at en af verdens bedste fodboldspillere, Kylian Mbappé, senest har valgt at stoppe samarbejdet med Nike, ligesom Lamine Yamal gjorde for et par år tilbage. Sidstnævnte skiftede til Adidas, der modsat Nike forventer vækst på op mod 10% i indeværende regnskabsår, hvilket tyder på, at de tager markedsandele.

Hvad er status på aktien?

Efter den store kursnedtur handles Nike aktuelt til en P/E på 16,5 baseret på resultatet for sidste regnskabsår. For indeværende regnskabsår ventes dog en større tilbagegang i indtjeningen, hvorfor aktien handles til en forward P/E på 27.

Det fremstår ikke lavt, og indikerer, at investorerne har tiltro til, at selskabet kan vende udviklingen, selvom de lige nu kæmper med den kinesiske forretning og tab af markedsandele. Baseret på resultatet for sidste regnskabsår, er den aktuelle P/E lavere end selskabets historiske P/E, men baseret på forward P/E er det på niveau med tidligere år, som fremgår af tabellen herunder. Det indikerer som nævnt, at investorerne har tiltro til, at Nike kan vende udviklingen, hvorfor aktien efter min mening fortsat medfører relativ stor risiko.

Regnskabsår	EPS	Aktiekurs ult.	P/E
2026/27E	*1,289*	*34,74*	*27,0*
2025/26	2,1	46,23	22,0
2024/25	2,16	60,59	28,1
2023/24	3,73	95,05	25,5
2022/23	3,23	105,26	32,6
2021/22	3,75	118,85	31,7

Kilde: MarketScreener og investing.com

Adidas handles til sammenligning til en P/E på 19,8 baseret på sidste regnskabsår og en forward P/E på 16,1, og står aktuelt i en væsentligt bedre situation med pæn vækst, mens deres markedsandel voksede fra 2024 til 2025. Fra dette perspektiv fremstår Adidas som en mere attraktiv aktie.

Det er dog værd at huske, at Nike fortsat er et af verdens stærkeste sportsbrands, og selskabet har tidligere vist en imponerende evne til at skabe efterspørgsel efter sine produkter. Derudover kan omstruktureringen medvirke til forbedret lønsomhed på den længere bane, hvilket kan løfte indtjeningen per aktie, hvis selskabet formår at stabilisere omsætningen. Tilbage i regnskabsåret 2023/24 tjente Nike 3,73 USD per aktie, hvilket ved den aktuelle aktiekurs svarer til en P/E på blot 9,3. Det illustrerer, hvor attraktiv aktien potentielt kan være, hvis selskabet formår at genvinde sin tidligere indtjeningsevne.

Spørgsmålet er dog, hvor realistisk det er? Nike står over for en række udfordringer, som ikke nødvendigvis løses med en mere effektiv organisation. Konkurrencen er intensiveret, forbrugernes præferencer ændrer sig, og særligt den kinesiske forretning er under pres. Det er derfor langt fra givet, at Nike kan vende tilbage til tidligere tiders indtjeningsniveau.

Jeg mener derfor, at Nike er en interessant aktie at følge, men at risikoen fortsat er relativt høj. Selvom aktien er faldet markant, fremstår værdiansættelsen ikke umiddelbart attraktiv baseret på den forventede indtjening. Jeg vil derfor gerne se flere tegn på, at Nike kan stabilisere omsætningen og genvinde markedsandele, før jeg finder aktien interessant som investering.



Generelle informationer: Aktieinfo Danmark ApS og vores 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. Alle grafer i magasinet leveres af www.bcview.com. Magasinet er til personligt brug og må ikke videredistribueres til tredjemand.