



INDHOLD:

Side 2: Aktiekommentar

Side 3-4: Scandinavian Tobacco Group

Side 5-7: Embla Medical

Side 7-9: cBrain

Side 10: Nilfisk

Side 11-13: RTX

Næste udgave udkommer den 15. januar 2026.



AKTIEKOMMENTAR

Af John Stihøj

To uger før årets afslutning er C25-indekset endelig kommet i plus for året. Det er en god følelse, der borger godt for det kommende år. At C25 er kravlet i plus kompenserer dog ikke for, at 2025 har været et ualmindeligt dårligt aktieår for danske aktier, idet det skal ses op imod stigninger på over 20% i sammenlignelige lande. Den primære årsag er en skuffende kursudvikling hos indekstunge Novo Nordisk, som en banksektor i højt humør ikke har kunnet kompensere for. Indekstunge Ørsted har også haft et hårdt år, og det er først i de seneste måneder at indekstunge Vestas har vist tænder med stigende aktiekurs og bidraget til plusset i C25.

December har indtil videre vist sig fra sin bedste side med flotte kursstigninger. Et rigtigt Santa Claus Rally. Vi må se om det fortsætter året ud, for i dagene op til og efter jul er alt muligt – begge veje. Markedet bliver tyndt, da mange store investorer lukker bøgerne op til nytår, og så skal der ikke meget til for at skabe store bevægelser i mindre aktier. Mit råd er at vi også holder juleferie og ser tiden an. Hold fast i en høj aktieeksponering og ret fokus på 2026, der efter min mening har gode odds for at blive et godt aktieår. Stigninger i niveauet 20% anser jeg absolut for sandsynligt – især for danske aktier, så vi kan få hentet efterslæbet fra de senere år.

Europæiske aktier skal overvægtes. Der vil blive investeret massivt i Europa de næste mange år både militært men også med genopbygning af Ukraine, hvis/når der opnås fred mellem Ukraine og Rusland. Bagsiden af medaljen bliver gældsoptagelse, men det vil ikke vægte negativt på den korte bane. Europæiske aktier kan derfor overvægtes.

Ingen aktiefest i Europa uden at Wall Street også viser sig fra den gode side. Her er udfordringen dog, at centralbanken kun signalerer en enkelt rentesækning i 2026, mens investorerne mere eller mindre har indregnet to styk. Der var tydeligvis uenighed om beslutningen om et rentecut på 0,25% på det seneste rentemøde. Ud af renterådets 12 medlemmer ønskede et enkelt medlem (ham som er udpeget af Donald Trump) en dobbelt rentesækning, mens to medlemmer ikke kunne stemme for rentesækningen. Flertallet stod dog bag et fald i renten på 0,25%. Jeg forstår godt uenigheden, da inflationen i USA jo reelt er for høj og samtidig er der stabil vækst. Der er faktisk ikke behov for lavere rente, udover for at tilfredsstille den højtråbende amerikanske præsident. Udsigt til lavere rente i 2026 vil presse dollarkursen yderligere, og dermed barbære noget af den gevinst, der ellers kan komme qua stigende aktiekurser på amerikanske aktier. Som europæisk investor giver det derfor mest mening at investere lokalt hos os selv.

Der er et år til midtvejsvalget i USA. Det kan få stor betydning. I dag har Republikanerne flertal til at regere USA, som Trump ønsker det. Hvis flertallet smuldrer i et eller begge kamre, kan vi ultimo næste år stå i en mere usikker tid. Den tid – den udfordring. For mig at se peger pilen fortsat op for aktiemarkederne i første omgang frem til sommeren 2026. Derefter må vi igen tage bestik af situationen. Nyd i første omgang perioden frem til sommeren 2026.



SCANDINAVIAN TOBACCO GROUP (STG)

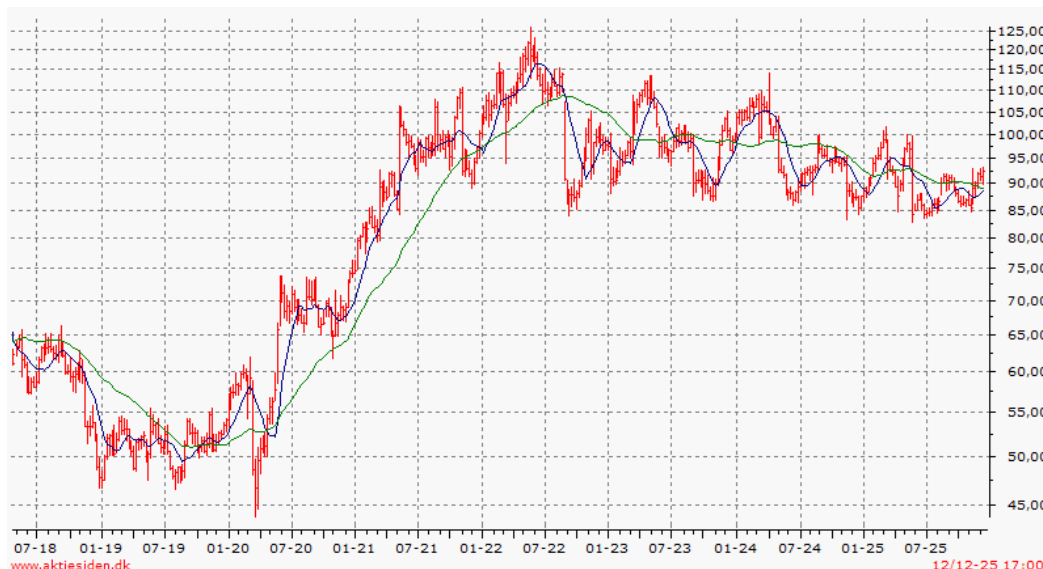
Selskabet med rødder 250 år tilbage beskæftiger sig med salg af håndrullede og maskinproducerede cigarer beregnet til nydelsesindustrien. STG er markedsleder i håndrullede cigarer i USA, der aftager 70% af den globale produktion. STG har et stort netværk i USA. Indenfor maskinrullede cigarer er man markedsleder i Europa, ligesom man har en markedsandel tæt på 90% for så vidt angår pibetobak. Et nyt satsningsområde er nikotinposer, der spås høj vækst fremadrettet.

Selskabet er den absolut største distributør i USA, hvor 50% af al salg af cigarer sker online. Til at støtte op om onlinesalget har STG 15 butikker fordelt på fem stater, hvor salget deles ligeligt mellem cigarer og barsalg. Der er altså tale om butikker målrettet kendere og livsnydere, hvor fagudlært personale kan rådgive om de enkelte cigarer. Der er i høj grad tale om en nydelsesindustri. Det estimeres, at der er basis for udvidelse med ekstra 10-15 butikker i USA i de næste 10 år. STG nyder godt at en rigtig god indtjening fra disse butikker.

Selvom mange vestlige landes befolkninger er meget opsat på at leve sundt, så er der fortsat basis for salg af tobaksvarer om end med begrænset årlig salgsvækst. Salget af cigarer estimeres således af STG til kun at stige 0,9% årligt frem til 2029. Andre tobaksvarer ses stige lidt over 2% årligt, mens salg af nikotinposer forventes at vokse med 18%. STG købte for et par år siden sig ind i Sverige, hvor salg af nikotinposer er stort. Den købte enhed sad dengang på 2% af markedet i Sverige, men en effektiv strategi har nu øget markedsandelen til 13% blandt andet som følge af STG's stærke erfaring som distributør. Salg af nikotinposer forventes at bidrage mere og mere til både salg og indtjening fremadrettet.

Høje udbytter

STG er velindtjenende og har betalt store udbytter, hvilket har gjort aktien attraktiv for de investorer, der kan se bort fra de skadelige effekter ved rygning. I de seneste 10 år har STG udloddet 67% af de årlige overskud i udbytte. Dertil kommer opkøb af egne aktier. I alt er 9 mia. kr. blevet returneret til aktionærer, hvilket skal ses i forhold til en aktuel børsværdi på 7.448 mio. kr. (ved kurs 93). Opgjort på aktiekurs har rejsen ikke været en succes, da man for 10 år siden blev børsnoteret til kurs 100, mens aktiekursen i dag ligger på kurs 93. Korrigeret for udbytter og køb af egne aktier har et ejerskab dog alligevel været fornuftigt. Alene for regnskabsåret 2024 udbetalte STG 750 mio. kr. i udbytte.



Ny strategi

STG har hidtil haft en strategi om årligt at øge udbyttet. Det er en vanskelig strategi at følge, når indtjeningen stagnerer. Derfor har selskabet i slutningen af november i år lanceret en ny strategi (Focus 2030), hvor udbyttet ikke nødvendigvis skal løftes hvert år. STG vil hellere gå på kompromis og investere i fremtiden fremfor at skulle udlodde nærmest hele overskuddet. Jævnfør selskabet er der nemlig mange vækstmuligheder, der i stedet kan forfølges, hvis man har pengene til det.

Styrket indtjening på sigt

Indtjeningen skal styrkes. Målet er at sikre en lav en-cifret procentuel vækst i den årlige EBIT-margin og samtidig øge afkastet af den investerede kapital til over 11% i 2023 mod 8,3% hidtil i år. Måden det skal sikres på er at gøre forretningen mere simpel. I dag har STG en meget bred produktportefølje på 50 varemærker. Fokus vil fremadrettet blive rettet mod de fire største varemærker, der tegner sig for 60% af porteføljen. Man vil altså satse på det, som allerede går bedst. Det virker fornuftigt.

Positionen for håndrullede cigarer skal forsvares med USA som det vigtigste marked tegnende sig for 70% af verdensmarkedet. Her vil der som tidligere nævnt blive udvidet med nye butikker for at styrke salget. Markedet estimeres at vokse 2% årligt, men STG's mål er at øge sit salg mere som følge af satsningen på færre varemærker. Markedet for maskinrullede cigarer skal stabiliseres. Man vil ikke agere så aggressivt som hidtil, men derimod fastholde, hvad man har ved at gøre det bedre end hidtil. Nikotinposer forventes at levere stærk vækst mange år frem.

Generelt står STG stærkt på verdensmarkedet som en nr. 3 indenfor maskinrullede cigarer. I Vesteuropa er man endda nr. 1. De vigtigste enkeltmarkeder er Frankrig, Belgien, Holland, Tyskland, Spanien og UK, og den samlede markedsandel i Europa ligger på 27%.

Aktien som investering

Efter min mening er det et strategisk klogt valg ved at gøre sig mere fri med hensyn til det årlige udbytte. Omvendt har mange formentlig investeret i aktien netop på grund af udsigten til hævede årlige udbytter. Det må dog altid være klogest at investere i fremtiden i stedet for at hvile på laurbærrene.

Jævnfør ovenfor er der udpeget vækstområder, men det kræver investeringer. For nærværende bremses vækstaktiviteterne af en for høj gearing på over 2,5x indtjeningen. Med et lavere udbytte kan gearingsfaktoren blive nedbragt, give mulighed for ekspansive investeringer i fremtiden, og på sigt sikre forbedret indtjening.

Det nytter ikke noget at købe sig selv indefra ved at udlodde udbytter og købe egne aktier på bekostning af vækstinitiativer. Jeg ser derfor den nye strategi som visionær og med gode odds for at løfte indtjening og aktiekursen. Enhver skal dog gøre op med sig selv, om man vil investere i en tobaksvirksomhed. Det handler jo for mange om etik og moral.



EMBLA MEDICAL

Embla Medical (tidligere kendt som Össur) er et islandsk selskab med børsnotering i Danmark i LargeCap-indekset. Embla Medical er et globalt og ledende MedTech selskab med innovative mobilitetsløsninger til gavn for patienter og brugere, der lider af kroniske mobilitetsudfordringer som følge af amputation eller neurologiske lidelser efter blodprop eller anden form for lammelse. Embla Medical udbyder også en produktportefølje til mere akut behandling eller gigt.

Selskabet blev grundlagt i Island for mere end 50 år siden af Össur Kristianson, som selv var amputeret og tilmed bandagist. Udover at udvikle og producere mobilitetsløsninger opererer selskabet mere end 200 bandagistklinikker i 11 markeder rundt omkring i verden. Selskabet har direkte salg på 36 markeder – primært udviklede markeder med gode tilskudsordninger. I alt beskæftiger man godt 4.000 ansatte.

Innovation er vigtig for at holde sig relevant for brugerne. Sammen med tyske Ottobock sidder Embla Medical på 2/3-dele af markedet for mobilitetsløsninger, ligesom man er ledende på innovation. Næsten al ny teknologi kommer fra disse to selskaber – herunder bionic-løsninger. Embla anvendte sidste år 40 mio. USD til forskning og udvikling.

Siden børsnoteringen i 1999 på Island er salget gennemsnitligt steget med 17% årligt. I 2024 var der en salgsvækst på 6% eller 9% inklusive opkøb. EBITDA-marginen steg med 2%-point til 20%.

Markedstrenden er med Embla

På globalt plan bliver vi flere og flere ældre, der samtidig er mere aktive med stigende behov for gode mobilitetsløsninger. Emblas nyeste banebrydende udvikling er bionics, som er en dynamisk og digital løsning, der aflæser/afkoder en brugers mobilitetsadfærd igennem machine learning, sensorer og kunstig intelligens. Det sikrer persontilpassede løsninger i høj kvalitet. Patienterne er samtidig blevet mere oplyste og "kræver" de bedste løsninger fremfor blot fx at sidde i kørestol resten af livet. Emblas salg begunstiges desuden af bedre adgang til sundhedsordninger, forsikringer og tilskud.

Segmenter

Embla opererer indenfor fire forretningsområder:

Proteseforretninger udgør lidt over halvdelen af selskabets omsætning og består af delvist avancerede bionics, hvor salget vokser markant. Løsningerne dækker kosmetiske behov til mere avancerede løsninger, der tilpasser sig brugerens mobilitetsadfærd (armsving påvirker fx løsningen). Med proteser kan brugeren bibeholde et aktivt liv uden store begrænsninger. Mekaniske løsninger udgør også en del af dette segment, men her er der tale om mere simple løsninger.

Neuro Ortoser/tekniske ortoser er et nyt område der er kommet til via opkøbet af Four & Gentz til patienter med kroniske mobilitetslidelser. Der er tale om skinner, der støtter, korrigerer eller aflaster en kropsdel efter fx blodprop eller sklerose/lammelse.

Bracing & Support udgør ca. en femtedel af forretningen. Her er der tale om løsninger til akut behov ved fx brudskade eller efter en operation.

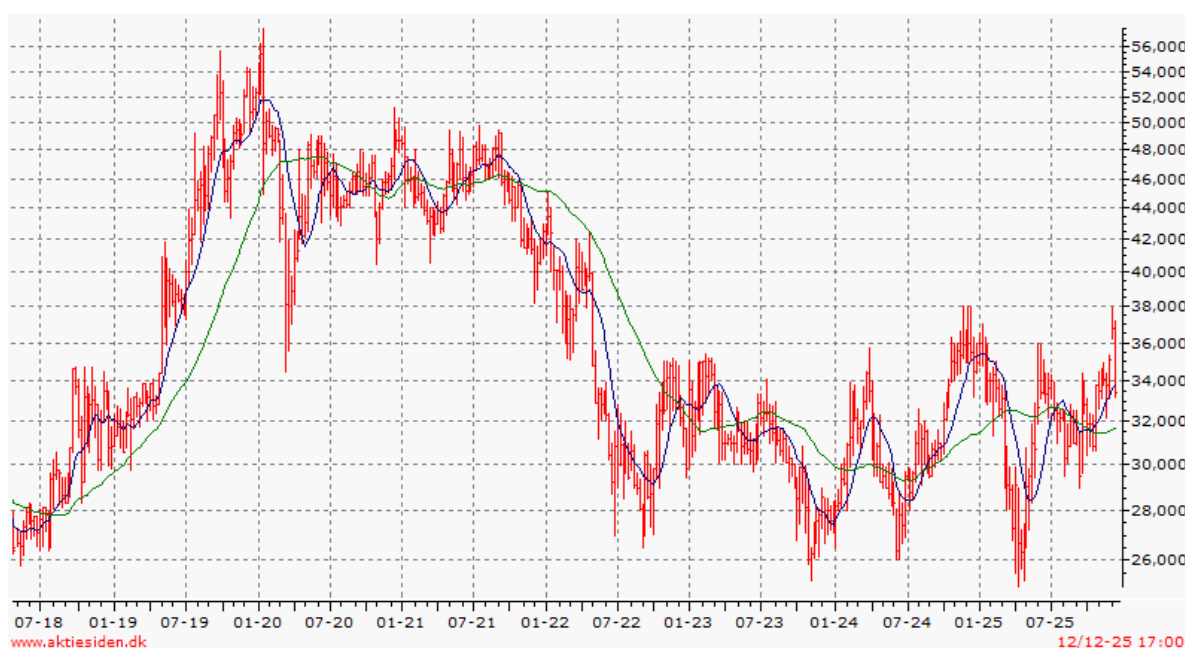


Klinisk forretning er blevet udvidet og udgør 1/3-del af forretningen efter opkøb. Her drejer det sig om at servicere patienterne, samt at være i dialog med kunder og bandagister for at sikre den rigtige innovation.

Forretningen er centreret om udviklede markeder med etablerede tilskudssystemer, da 90% af salget er baseret på gode tilskudsordninger. På sigt er der mulighed for udvidelse af forretningen, da 80% af alle nyamputerede patienter kommer fra Emerging Markets, der kun i beskedent omfang adresseres i dag.

Proteser er kerneforretningen

Salget har i de senere år ligget over markedsvæksten på 5-7%. Det skyldes succes med innovation, hvor især bionics har bidraget til væksten. I dag er det kun en tredjedel af alle nyamputerede patienter, der modtager en proteseløsning, så her er der basis for vækst, hvis tilskudsordninger følger med (det er dyrt for samfundet, men det er også dyrt for samfundet, hvis patienterne ikke er selvhjulpne). Proteseforretningen udmærker sig ved at 70-80% er tilbagevendende salg.



Fremtiden ser spændende ud for Embla Medical

Markedet for bionics udvikler sig positivt drevet af innovation og bedre tilskudsdekning. Det øger patienternes efterspørgsel efter de bedste løsninger (ikke nødvendigvis de billigste – til gavn for Embla). Et paradigmeskifte er i gang, hvilket vil løfte efterspørgslen efter bionics-løsninger, der godt nok med en pris i niveauet 30.000 USD ligger 5-10 gange højere end mere simple mekaniske løsninger. Problemet for sundhedssystemet vil blive, at patienterne vil have de bedste løsninger.

Embla købte for 15 måneder siden det tyske selskab Fior & Gentz, der producerer såkaldte Neuro orthotics, der er målrettet patienter, der stadig har sine lemmer, men hvor sygdom (sklerose, lammelse m.m.) har henvist dem til brug af kørestol/rollator. Også her kan brug af de rette løsninger sikre patienterne et bedre liv. Markedet anslås at vokse med 10-12% årligt, så der er tale om et spændende vækstmarked. Fordelen her er at op til 90% af salget vil være såkaldt gensalg.



Embla vurderer at der er et stort udækket marked indenfor kronisk neurologisk sygdom. Her er Tyskland foregangsland, og det er derfor at Embla har været på opkøb i netop Tyskland. Strategien er at bringe produkter til neurologisk sygdom på markedet i USA, UK, Australien, Frankrig, Schweiz, Benelux og Norden.

For nærværende følger selskabet sin strategiplan Growth27 med en forventet årlig salgsvækst på 7-10%, heraf 5-7% organisk og 2-3% via opkøb. Embla er en spændende case, men det er som om aktien går under radaren hos mange trods en notering i LargeCap indekset og en børsværdi på 14,3 mia. kr. (ved kurs 33,2).

For nærværende er aktien dog lidt dyr med en prisfastsættelse på ca. 28. P/E2026E ventes at gøre aktien lidt billigere med en P/E på 25. Meget taler dog for en markant udvidelse af markedet, hvor et stop for krigen i Ukraine også kan bidrage til at løfte salget, da mange soldater er blevet påført handicap.

Konkurrencen er centreret om få udbydere, hvor Embla er blandt de store, der kan sætte dagsordenen. På et punkt kan Embla dog ikke bestemme, og det er niveauet for sundhedsforsikringer og generelle offentlige tilskudsordninger. Vi har jo set, at Præsident Trump er gået i krig mod tilskudsordninger, og denne usikkerhed kan måske holde Emblas aktiekurs let presset på den korte bane.

CBRAIN

Af Jonas Holm Jakobsen, der ikke ejer aktien.

cBrain har været på nogle op- og nedture de seneste år. Det seneste år hører desværre til nedturene, og aktien er i 2025 nede omkring 25%. Historisk har aktien ofte fundet støtte omkring nuværende kurs på 135, og derfor skal vi i denne artikel se lidt nærmere på, om cBrain kan være en oplagt købskandidat, eller om aktien i den nærmere fremtid vil bryde under støtteniveauet og falde yderligere tilbage?

cBrain er en af de imponerende danske børshistorier, hvor selskabet har været på en imponerende rejse de seneste år. I 2018 udgjorde omsætningen 83,5 mio. kroner, og i 2024 var denne vokset til 267,8 mio. kroner med vækst hvert år og sorte tal på bundlinjen. Denne vækst er drevet af offentlig digitalisering, hvor cBrain med deres nye teknologi og softwareløsninger hjælper myndighederne med at optimere og effektivisere.

En hård periode for aktien

Den 23. oktober udsendte cBrain en nyhed, der fik aktien til at falde 14,5% samme dag. Efterfølgende startede den 27. oktober en ærgerlig trend, hvor aktien 9 dage i streg oplevede fald på børsen, og på to uger faldt aktien lidt over 25%.



Det var en nedjustering af forventningerne til årets omsætningsvækst, der fik aktien til at reagere så kraftigt. cBrain forventer nu at nå en omsætningsvækst på 0-5% mod tidligere 10-15%, mens man dog løftede forventningerne til overskudsgraden, der nu ventes at lande på 24-27% fra tidligere 18-23%. Denne justering var dog et resultat af mindre investeringer i USA og Tyskland, hvor nogle projekter er blevet forsinkede, og er desuden fortsat lavere end resultatet for 2024, hvor overskudsgraden endte på 32%.

En omsætningsvækst på 0-5% er i den lave ende, når aktien handles til relativt høje multipler, og desuden har leveret tocifret vækst de seneste mange år. Det er naturligvis sværere at levere tocifret vækst i takt med at omsætningen vokser, og udgangspunkt for vækst dermed vokser, men 0-5% er væsentligt under tidligere guidance på 10-15%. Dermed var faldet langt hen ad vejen efter min mening berettiget.

Negativ vækst i første halvår

Markedet havde forud for nedjusteringen i oktober fået en forsmag på den udvikling, som cBrain har oplevet i 2025. Regnskabet for første halvår, der blev offentliggjort i august, viste nemlig en tilbagegang i omsætningen på 5% sammenlignet med samme periode sidste år drevet af et svært internationalt salg, der faldt 17%. På daværende tidspunkt så selskabet dog ind i en pipeline, der ville resultere i en omsætningsvækst på 25-30% i andet halvår, som nu er reduceret til 5-15%.

På trods af den knap så gode start på 2025 med negativ vækst, ser cBrain fortsat ind i en fremtid, hvor de vil levere tocifret årlig vækst. Selskabet har en vækststrategi, der løber frem til og med 2025, og arbejder aktuelt på en ny vækststrategi, der skal løbe fra 2026 frem til 2028. cBrain har kommunikeret, at de på lang sigt fortsat forventer årlige vækstrater på 10-15%, hvilket der nok har været behov for at kommunikere, efter væksten ikke bliver på dette niveau i 2025.

cBrain har den fordel at være en dansk virksomhed, hvor det offentlige er længere fremme mht. digitalisering sammenlignet med mange andre lande. Det har sikret selskabet en solid position på hjemmemarkedet, der fortsat udgør størstedelen af salget. Det internationale marked rummer dog et stort potentiale, og har også bidraget positivt til væksten i de seneste år. Det internationale salg udgjorde 32% af omsætningen i første halvår i 2025, men i løbet af nogle år forventes det internationale salg at overstige salget herhjemme, hvilket understreger, at den internationale vækst er helt central, når vi kigger på cBrain som investeringscase.

Er bunden holdbar?

Aktien har som nævnt indledningsvist tidligere fundet støtte i nuværende kursniveau. Det fremgår af billedet herunder. Fra et teknisk perspektiv er aktien derfor lige nu på et skrøbeligt niveau, hvor vi skal se, om den fortsat finder støtte.





Det kan være svært at værdiansætte en aktie som cBrain, der på samme vis som ChemoMetec er prissat efter fremtidigt vækstpotentiale. Tilmed er analysedækningen begrænset, men baseret på den smalle dækning, der er indsamlet af MarketScreener, er der tiltro til, at cBrain efter 2025 kan finde tilbage på vækstsporet og levere solide tocifrede vækstrater.

Konsensus er ifølge MarketScreener, at cBrain for 2025 vil levere et resultat i den øvre ende af den opdaterede guidance, og løfte omsætningen 4,4%, og derefter vokse yderligere 24% i 2026 og 23% i 2027. Der ventes samtidig en forbedret lønsomhed med fremgang i marginerne, men alligevel ser aktien stadig dyr ud på overordnede nøgletal. Det gør mig lidt varsom på et tidspunkt, hvor aktien befinder sig på et støtteniveau og er udfordret på væksten. Der er ingen tvivl om, at cBrain fortsat er en vækstaktie, men det vil være godt at se momentum tilbage i forretningen, og ikke blot tage analytikernes estimater for gode varer.

Med en forventet tilbagegang i lønsomheden, forventes også en tilbagegang i indtjeningen per aktie for 2025, hvor resultatet ventes at lande på ca. 3 kroner per aktie. Baseret på nuværende aktiekurs på 135 svarer det til en P/E på 45. Frem mod 2027 forventes en potentiel fordobling af indtjeningen per aktie svarende til en P/E på 22,5 med nuværende aktiekurs målt på det forventede resultat for 2027.

cBrain har fortsat et meget stort marked at angribe inden for digitalisering af den offentlige sektor, hvorfor selskabet burde se ind i vækst de kommende mange år. Det er således en spændende aktie, man har mulighed for at samle op på et niveau, der historisk har vist sig som et støtteniveau, men det er som altid en god idé at have de langsigtede briller på og huske, at det er en aktie med relativt store udsving.



NILFISK

Af Jonas Holm Jakobsen, der ikke ejer aktien.

Nilfisk levede et relativt stille liv på børsen, indtil torsdag den 11. december. Her kom det frem, at det tyske selskab Freudenberg Group vil købe Nilfisk til kurs 140 svarende til en præmie på 35,9% i forhold til slutkursen dagen inden. Bestyrelsen i Nilfisk bakker op om købstilbuddet, hvilket også er tilfældet for storaktionærerne Ferd AS, KIRKBI Invest A/S og Primestone Capital. Købet må derfor anses som en done deal. Købstilbuddet kommer på et tidspunkt, hvor Nilfisk er udfordret efter en nedjustering af Guidance for 2025 og indtil købstilbuddet blev fremsat var ude i en nulløsning rent kursmæssigt.

Udfordringer i USA

Nilfisk har været i gang med en række strukturelle ændringer, siden selskabet efter tredje kvartal sidste år måtte nedjustere gevaldigt som følge af udfordringer på særligt det amerikanske marked. Det er i 2025 blevet yderligere udfordret af Donald Trumps todsatser og senest den over en måned lange nedlukning af store dele af det føderale statsapparat.

Det amerikanske marked er vigtigt for Nilfisk, idet USA sidste år udgjorde 28% af omsætningen. Selskabet har i det senest offentliggjorte regnskab for tredje kvartal haft særlige poster på 47 mio. euro, hvilket er en konsekvens af de ændringer, selskabet har gennemført, hvor man bl.a. har rykket noget af produktionen fra USA til Mexico for at forbedre effektiviteten og profitabiliteten. På flere måder kan 2025 således kaldes et omstillingsår for Nilfisk, hvor der forventeligt lander et negativt resultat på bundlinjen.

Bedre tider venter

Resultatet for indeværende regnskabsår bliver ikke noget at råbe hurra for. Ifølge estimater indsamlet af MarketScreener venter analytikerne et nettoresultat på -11,6 mio. euro mod et positivt resultat på 35,4 mio. euro sidste år. Det ser selvfølgelig ikke godt ud, men heldigvis er det et resultat af engangsomkostninger, som ikke ventes at være lige så høje i 2026. Analytikerne forventer, at Nilfisk i 2026 vil præsentere et nettoresultat på 45,3 mio. euro og løfte det yderligere i 2027 til niveauet 58,2 mio. euro.

Dette skyldes bl.a. en forventet fremgang i marginerne, hvor EBITDA-marginen forventes at overstige 14% i både 2026 og 2027. Det vil ligeledes afspejle sig i indtjeningen per aktie, der ifølge analytikerne ventes at lande på 1,66 euro i 2026 og 2,13 euro i 2027. Det svarer til hhv. 12,4 kroner i 2026 og 15,91 kroner i 2027 med nuværende valutaforhold.

En af Nilfisks konkurrenter er amerikanske Tennant, som er stor i USA og med de aktuelle markedsforskel har en fordel ved at være en lokal virksomhed på det amerikanske marked. Tennant har også været udfordret på nøgletallene i 2025, hvor der ligeledes ventes tilbagegang på både top- og bundlinjen, men her ser analytikere også fremgang de kommende år. Baseret på estimater indsamlet af MarketScreener, venter analytikerne en indtjening per aktie på 5,51 USD i 2026 og 6,855 USD i 2027, hvilket er en flot fremgang sammenlignet med det ventede resultat på 3,8 USD for 2025. Aktien handles i skrivende stund i kurs 74,5, hvorfor Tennant i nuværende kurs handles til en P/E på 13,52 baseret på det forventede resultat i 2026 og 10,87 for det forventede resultat i 2027.

Aktieejere i Nilfisk kan efter vores mening kun gøre en ting: Følg ledelsen og sig ja tak til en præmie på 35,9%. Vi siger tillykke til de heldige ejere.



RTX A/S

Af Jonas Holm Jakobsen, der ikke ejer aktien.

RTX er med en markedsværdi på under 900 mio. kroner blandt de mindre danske Small Cap aktier. Aktien er steget over 80% i år, og senest har selskabet præsenteret langsigtede vækst mål frem mod 2030. Blandt selskabets største aktionærer finder vi investeringsforeningen Fundamental Invest med Michael Voss i spidsen, der tidligere er blevet omtalt som en stjerneforvalter og den uofficielle danmarksmester i danske aktier.

RTX beskæftiger sig med udvikling og produktion af trådløse løsninger og testsystemer. Forretningen er opdelt i tre segmenter; Enterprise, Healthcare og ProAudio, og salget sker til andre virksomheder, hvorfor RTX fungerer som underleverandør. Blandt kunderne finder vi store og velkendte virksomheder som HP, Cisco, Philips og Ericsson. Trods den flotte stigning til aktien i 2025, er aktien halveret de seneste fem år, og spørgsmålet er, om aktien vil fortsætte de gode takter, som vi har set i år?

Et godkendt regnskab

RTX har skævt regnskabsår, og offentliggjorde i slutningen af november sin årsrapport for 2024/25. For året udgjorde omsætningen 547,1 mio. kroner svarende til en vækst på 10%, mens EBITDA-resultatet endte på 35,5 mio. kroner (margin=6,5%) og EBIT på 8,7 mio. kroner. Til sammenligning forventede selskabet at lande en omsætning på 530-560 mio. kroner med et EBITDA på 25-35 mio. kroner og et EBIT på -5 til 5 mio. kroner. RTX nåede således en omsætning i midten af selskabets guidance, mens indtjeningen var væsentligt bedre end ventet, og endte over den seneste udmeldte guidance.

Fremgangen i regnskabsåret 2024/25 var drevet af vækst i Enterprise- og Healthcare-segmentet. Enterprise er selskabets klart største forretningsområde, der udgjorde 74% af omsætningen i 2024/25, og voksede 21%, mens Healthcare udgjorde 12% og voksede 43%. ProAudio-segmentet klarede sig isoleret set skuffende, og omsatte for 79 mio. kroner mod 120 mio. kroner sidste år. Den flotte udvikling i Enterprise-segmentet er bl.a. drevet af et godt momentum inden for detailsektoren, hvor der er øget fokus på digitalisering og trådløse kommunikationssystemer. Hvis du f.eks. handler i Netto eller Jysk, og ser medarbejderne gå med et trådløst headset, er det baseret på teknologi fra RTX.

For indeværende regnskabsår forventer RTX en omsætning i niveauet 575-625 mio. kroner med et EBITDA på 35-65 mio. kroner og EBIT på 0-30 mio. kroner. Baseret på midten af guidance er der således lagt op til både omsætningsfremgang og forbedret indtjening, hvor en omsætning på 600 mio. kroner og et EBITDA på 50 mio. kroner vil svare til en EBITDA-margin på 8,3%. Danske Bank har i en analyse fremhævet, at de finder denne guidance meget konservativ, og forventer en omsætningsvækst på 14% svarende til knap 624 mio. kroner (toppen af nuværende guidance) med en EBITDA-margin på 11% svarende til et EBITDA på ca. 68 mio. kroner (over nuværende guidance).

Stabil profitabel vækst frem mod 2030

RTX kunne i forbindelse med årsrapporten præsentere nye finansielle mål frem mod 2030. Målet er at levere tocifrede vækstrater og samtidig gøre det profitabelt. Konkret er målet en EBITDA-margin på over 15%. Baseret på omsætningen på 547,1 mio. kroner i 2024/25 og en årlig vækst på 10% svarer det til en forventet omsætning på ca. 881 mio. kroner i



regnskabsåret 2029/30 med et EBITDA på ca. 132 mio. kroner. Dette må antages at være minimumsscenariet, når selskabet alene har kommunikeret et mål om tocifret vækst og et EBITDA på over 15%. Ender den gennemsnitlige årlige vækst f.eks. på 12%, ser vi i stedet frem mod en omsætning på 964 mio. kroner i 2029/30 og et EBITDA på 144 mio. kroner.

Det er primært tre områder, der skal sikre væksten frem mod 2030. Først og fremmest vil selskabet inden for Healthcare-segmentet accelerere væksten i trådløs patientovervågning, som er et hurtigt voksende marked, hvor RTX's teknologi allerede er i brug på ca. 1.500 hospitaler i USA. Dernæst vil selskabet kapitalisere på vækstmulighederne i Enterprise og skalere modul-forretningen i ProAudio. Afslutningsvis vil man forfølge nye muligheder indenfor forsvar, kritisk kommunikation, kundeservice, samt det hurtigt voksende detailmarked drevet af digitalisering.

RTX ser således ind i pæne vækstrater og forbedrede marginer, og hvis alt går vel måske endda nå en omsætning på 1 mia. kroner.

Er aktien blevet dyr?

Resultatet per aktie udgjorde for det netop afsluttede regnskabsår 2024/25 1,3 kroner. Aktien handles i skrivende stund i kurs 104, hvilket svarer til en P/E på 80. Det er en meget høj P/E, men det er vigtigt at fremhæve nuancerne, der i dette tilfælde gør P/E-værdien temmelig overfladisk.

Først og fremmest har RTX en kassebeholdning på 153 mio. kroner. Det er en ret høj kassebeholdning, når man tager i betragtning, at aktien med nuværende aktiekurs handles til en værdi på 880 mio. kroner og selv har en målsætning om at have en kassebeholdning på 80-100 mio. kroner. Aktuelt har selskabet et aktietilbagekøbsprogram på op mod 20 mio. kroner, og man kan argumentere for, om der ikke skal skrues yderligere op for dette taget selskabets kapitalberedskab i betragtning.

Dernæst har RTX været på nogle op- og nedture de seneste år, og efter de nye finansielle mål er præsenteret, bør aktionærene kunne se frem mod en optur i de kommende fem år. Den seneste optursperiode blev markeret i regnskabsåret 2022/23, hvor RTX realiserede en omsætning på 782,8 mio. kroner med et EBITDA på 107,5 mio. kroner svarende til en margin på 13,7%. Det samme år udgjorde indtjeningen per aktie 5,7 kroner. RTX ser frem mod 2029/30 ind i et minimumsscenario, der er væsentligt bedre end dette resultat, hvorfor det ikke burde være urealistisk at løfte indtjeningen per aktie til niveauet 7,5-8 kroner, når man kombinerer væksten og forhåbentligt flere aktietilbagekøbsprogrammer. Det vil svare til en P/E i niveauet 13-14.

Efter offentliggørelsen af årsrapporten og de nye finansielle mål for indeværende regnskabsår og frem mod 2030 har selskabets administrerende direktør købt aktier for knap 100.000 kroner. Det er ikke det største beløb, men et stærkt signal, efter aktien har været underdrejet det seneste lange stykke tid, og det seneste år er begyndt at genfinde lidt momentum.

RTX er en relativt lille aktie, hvorfor analysedækningen af aktien også er begrænset. Det har derfor ikke været muligt for mig at finde konsensusestimater for væksten de kommende år. Beregningerne i denne artikel er således alene mine egne betragtninger, men giver alligevel en god forklaring på nuværende markedsværdi og potentialet i aktien, når marginerne de



kommende år vil blive markant forbedret samtidig med, at der er lagt op til tocifret vækst. Det må ligeledes antages, at det er nogle af disse faktorer, som Michael Voss hæfter sig ved i dag, hvor aktien per 31. august er den største position hos Fundamental Invest, og udgør 10% af deres portefølje.



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.

