

Masser af succes

Danske Bank leverede et særdeles imponerende Q4-regnskab med en stærk toplinjesammensætning, god guidance for 2025 samt den lovede høje udlodning svarende til 8% af markedsværdien. Ledelsen virkede optimistisk omkring bankens tiltagende kommercielle momentum på trods af endnu et kvartal med flad udlånsvækst. Vi vælger derfor at holde vores estimat for udlånsvæksten på den konservative side på 1,4% i 2025 mod Danske Banks 3%, hvorfor vi også modellerer nettorenteindtægter i 2025 en spids under bankens forventning. Vores estimerater for 2025-2027 hæves dog med 3-7% som følge af bankens stærke Q4 og betryggende guidance for såvel toplinjen, omkostninger og nedskrivninger. Ledelsen fastholdt målet om en egenkapitalbase på DKK 170 mia. i 2026, hvilket må betyde en udlodningsprocent over 100% i de kommende to år. Vi modellerer derfor et særligt højt udlodningsafkast på 15,1% og 12,2% i 2025-2026. Danske Bank handler efter dagens pæne kursstigning stadig med en rabat til de nordiske peers på 11%, målt på 2026 P/E ved vores estimerater, og med en strukturelt forankret egenkapitalforrentning på 12% mener vi også, bankens 2026E P/B-multipel på 1,04x er for lav. Vi hæver kursmålet til DKK 255 pr. aktie som følge af højere estimerater og fastholder Køb-anbefalingen ovenpå regnskabet.

- Gebyrindtægter sprængte forventningsrammen i Q4
- Vi hæver vores estimerater med 3-7% for 2025-2027
- Ekstraordinært højt udlodningsafkast i 2025-2026
- Værdiansættelsen fortsat for lav – absolut og relativt

Gebyrindtægter sprængte forventningsrammen i Q4

Danske Bank leverede et meget imponerende Q4-regnskab, med en robust udvikling i nettorenteindtægterne (+1% å/å), rekordhøje gebyrindtægter der decideret sprængte rammen for forventningerne, god omkostningskontrol (+1% å/å) og endnu engang stærk kreditkvalitet i form af tilbageførsler fremfor nye hensættelser. I tillæg hertil kom bankens guidance overraskende stærkt ud, hvor midtpunktet af bankens guidance for et resultat efter skat på DKK 21-23 mia. i 2025 lå ca. 5% højere end både vores estimat samt konsensusestimatet. Endelig kom udlodningen for 2024 ind som ventet, men banken guider for, at 2025 bliver endnu et år med 100% udlodning, hvormed der er udsigt til endnu et år med tocifret udlodningsafkast.

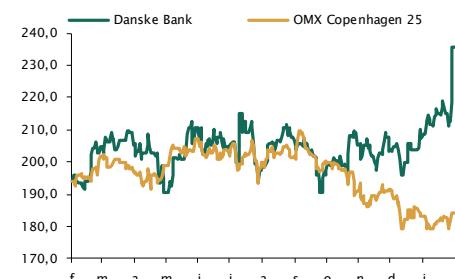
Vi hæver vores estimerater med 3-7% for 2025-2027

Vi holder vores estimerater for nettorenteindtægterne i perioden 2025-2027 stort set uændrede efter regnskabet. Danske Bank-ledelsen gav betryggende guidance på nettorenteindtægterne for 2025, hvor man venter > DKK 35 mia. Dette er dog – uover at være styret af markedsrenteudviklingen – baseret på en forventning om udlånsvækst på 3%, et leje Danske Bank på gruppeniveau ikke har set i en årrække, og udlånet lå da også fladt i Q4 å/å. Vi forholder os derfor en smule mere konservativt og ser udlånsvækst på 1,4% i 2025 og nettorenteindtægter en spids under DKK 35 mia. på DKK 34,9 mia. Vores estimat for de samlede indtægter stiger med ca. 1% i perioden 2025-2027, da de usædvanligt stærke gebyrindtægter i Q4, og Danske Bank-ledelsens ordlyd

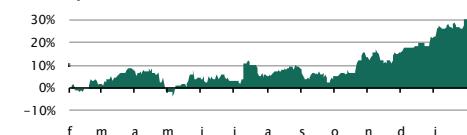
Danske Bank	Køb
Land	Danmark
Sektor	Finans
Fundamental vurdering	Billig
Risiko	Høj
Nyhedsstrøm	Negativ
12-m. kursmål (DKK)	255
Lukkekurs (DKK)	235,6
Høj/lav 12 m.	236/191
Markedsværdi (DKK mio.)	203.131
Frit omløb	78,4%
Gns. daglig vol. (DKK mio.)	239
Bloomberg	DANSKE DC
Jyske Quant	-
Value score	-
Quality score	-
Momentum score	-
MSCI ESG-vurdering*	BBB
Sustainable investment (% aligned)	0,43%
EU-taksonomi (% aligned)	0,00%
CO2-emissioner - scope 1 og 2	Q1
CO2-emissioner - scope 1, 2 og 3	Q1
Aktivitet i kul, tjære og gas	Nej

Kilde: Beregnet på MSCI Analytics. *MSCI

Kursudvikling



Relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

Research, Jyske Markets, Jyske Bank A/S

Senior Analyst
Anders Haulund Vollesen
+45 89 89 71 55
avo@jyskebank.dk

Vigtig investorinformation:
Se materialets sidste sider.

omkring udviklingen i 2025, gør os komfortable med at modellere en vækst på ca. 4% å/å i 2025. Vi sænker estimatet på nedskrivninger med 34-41% i perioden 2025-27, for at følge bankens guidance for 2025, og derefter en gradvis stigning op mod en tabsprocent på 8 basispoint annualiseret. Samlet set resulterer dette i, at vores estimeret for resultatet efter skat løftes med 3-7% for 2025-2027.

Ekstraordinært højt udlodningsafkast i 2025-2026

Danske Bank sluttede 2024 af med en egenkapital på DKK 175,7 mia. Det er fortsat ledelsens forventning, at man ultimo 2026 vil operere med en egenkapitalbase på omkring DKK 170 mia. For at nå derhen er Danske Bank således nødsaget til at udbetale over 100% af årets resultat i de kommende år, hvilket vi ser som realistisk, i lyset af at Danske Banks prøvetid på 3 år hos de amerikanske myndigheder udløber i slutningen af 2025, hvorefter kapitaludlodningen formentlig kan accelereres yderligere. Vi modellerer derfor et særligt højt udlodningsafkast som en kombination af ordinære og ekstraordinære dividender og aktietilbagekøb på 15,1% i 2025 og 12,2% i 2026. Fra 2027 modellerer vi et strukturelt forankret udlodningsafkast på 9,7% ved aktiens nuværende værdiansættelse.

Værdiansættelsen fortsat for lav – absolut og relativt

Danske Bank-aktien handler, baseret på vores estimeret, på en 2026E P/E på 8,5x mod et gennemsnit af de største nordiske peers på 9,6x. Det er dermed en rabat på 11%. Banken har desuden i de seneste 10 år i gennemsnit handlet på en 12 mdr. fremadskuende P/E på 9,3x, og vi ser således en reprisning af aktien som fair i såvel et absolut som et relativt perspektiv. Banken fastholder målet om en egenkapitalforrentning på 13% i 2026, men da vi ikke kan følge banken helt til dørs på målet om indtægter på DKK 56 mia. (vi modellerer DKK 55,1 mia.) lander vores estimat på 12,2%. Målt på en 2026E P/B-multipel handler Danske Bank derfor, på vores estimeret, på 1,04x. Dette ser vi dog også som en for konservativ værdiansættelse, i lyset af at banken bør kunne levere en strukturel egenkapitalforrentning på ~12% efter 2026.

Investeringscase

Med en afslutning på Estland-sagen i form af bødebetaling i Danmark og USA kan Danske Bank nu endelig fokusere tid og kræfter på at genoprette det kommercielle momentum i Danmark og Norden og slanke omkostningsbasen relativt til konkurrenterne i de kommende år. Bankens profitabilitet er i kraftig bedring under højere markedsrenter, men vi ser endnu højere potentiale end markedet i øjeblikket, under forventning om en stærk kreditkvalitet, og dermed lave nedskrivninger, samt øget udlodning med henblik på at optimere bankens nuværende kapitalposition.

ESG profil



Signifikante forretningsområder

Ingen betydelige forretningsområder med en særlig positiv indvirkning på planeten og samfundet

Kontroversielle

Der er ikke registreret aktivitet i forretningsområder, der kan betragtes som kontroversielle

MSCI ESG-rating angiver, hvor modstandsdygtig en virksomhed er over for langsigtede, økonomisk relevante ESG-risici i forhold til virksomheder med lignende forretningsprofiler. Visse oplysninger © 2021 MSCI ESG Research LLC. Gengivet med tilladelse.

Kilde: Beregnet på MSCI Analytics. *MSCI

Bæredygtighedsprofil

	Aligned	NACE median	GICS median
Sustainable investment	0,43%	3,84%	3,98%
EU taksonomi	0,00%	0,89%	0,24%

CO2e reduktionsplaner:

Danske Bank A/S: Har SBTI-godkendte mål

Principles of governance	People	Planet
Ledelse	Q1	CO2e - Scope 1 og 2
Kontrol	Q1	CO2e - Scope 1,2 og 3
Investorer	Q1	

Vi vurderer bæredygtighed ud fra fire grundlæggende aspekter. Data og regulering relateret til bæredygtighed er stadig under udvikling. Udsagnene ovenfor er baseret på specifikke datapunkter og officielle standarder, og i nogle tilfælde indirekte konklusioner fratrukket mere generel information.

Kilde: Beregnet på MSCI. *MSCI

Modstandsdygtighed over for ESG-risici

Danske Bank scorer BBB i MSCI's ratingunivers over for ESG-risici, hvilket svarer til en middel-lav score sammenlignet med selskaber i samme ESG-industrigruppe. Danske Bank er for nylig blevet involveret i flere sager relateret til ringe forbrugerbeskyttelse (fejlagtig gældsinddrivelse og overpris for investeringsprodukter), hvilket kan påvirke bankens image negativt og dermed evnen til at fastholde eksisterende kunder og tiltrække nye kunder. Selskabets plan for personalereduktioner de kommende år skaber desuden en risiko for øget medarbejderutilfredshed og kompetenceflugt. Danske Bank har investeret betydeligt i personale og procedurer, der fremadrettet bør sænke risikoen for nye AMLbrud væsentligt. Bankens udstedelse af grønne obligationer og

grønne investeringer er i høj vækst, og banken er derfor på forkant med den stigende efterspørgsel efter denne type lån- og investeringsprodukter.

Estimatændringer

DKKm	Old estimates			New estimates			Change		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
Net interest income	34.867	34.115	33.405	34.937	34.052	33.467	0,2%	-0,2%	0,2%
Total income	54.982	54.711	54.202	55.454	55.113	54.821	0,9%	0,7%	1,1%
Operating expenses	25.757	26.065	26.596	25.774	26.189	26.668	0,1%	0,5%	0,3%
Loan impairment charges	1.497	1.708	2.396	988	1.101	1.423	-34,0%	-35,5%	-40,6%
Net profit	21.073	20.472	19.159	21.806	21.145	20.314	3,5%	3,3%	6,0%
EPS	26,1	26,7	25,8	26,8	27,5	27,1	3,0%	2,9%	5,4%

Kilde: Jyske Bank.

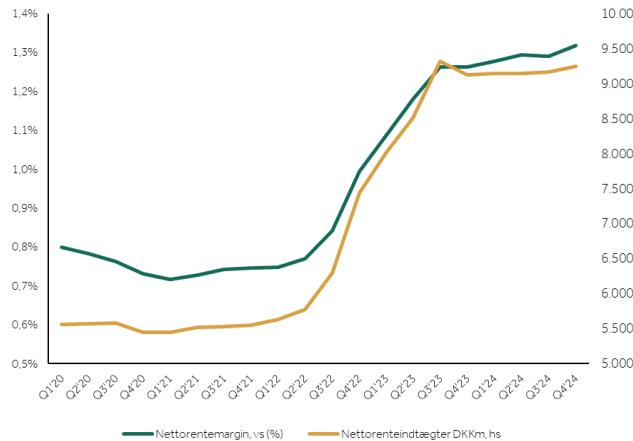
Estimater

Danske Bank	JB estimates			
	2024	2025E	2026E	2027E
Net interest income	36.696	34.937	34.052	33.467
Net fee income	14.912	15.512	15.954	16.163
Net trading income	2.669	2.801	2.843	2.886
Other income	740,0	654	663	673
Net income from insurance business	1.388,0	1.550	1.600	1.632
Total income	56.405	55.454	55.113	54.821
Operating expenses	25.736	25.774	26.189	26.668
Profit before loan impairment charges	30.669	29.680	28.924	28.153
Loan impairment charges	-543	988	1.101	1.423
Profit before tax	31.212	28.692	27.822	26.729
Net profit	23.628	21.806	21.145	20.314
Cost/income	46%	46%	48%	49%
Return on shareholders Equity	13,4%	12,4%	12,2%	11,9%
CET 1 ratio	18%	17,1%	16,7%	16,7%
Dividend per share	28,7	23,0	22,0	16,0
Share repurchases	5.000	10.000	5.000	5.000

Kilde: Jyske Bank.

1: Nettorentemarginen og -indtægter fortsat robust i Q4

Danske Bank nettorenteindtægts- og -marginudvikling

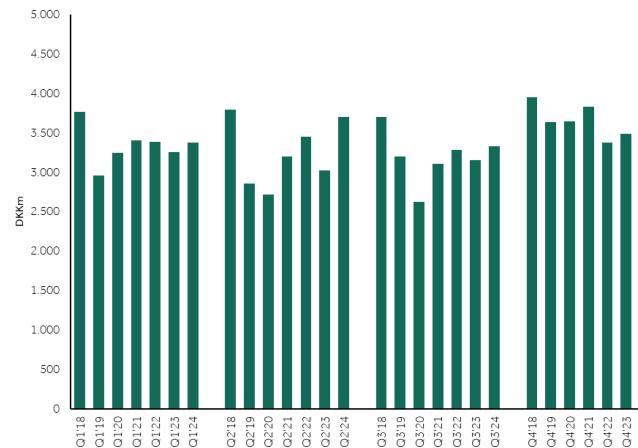


Note: nettorentemargin defineres som nettorenteindtægter i % af samlede ud- og indlån (eksl. repo)

Kilde: Jyske Bank

2: Rekordkvarthal på gebyrindtægter i Q4, drevet af investeringsområdet

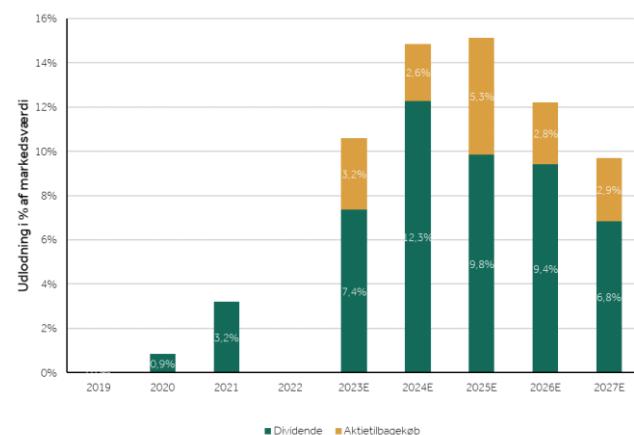
Gebryrindtægter (DKKm)



Kilde: Jyske Bank

3: Højt udlodningsafkast de kommende år

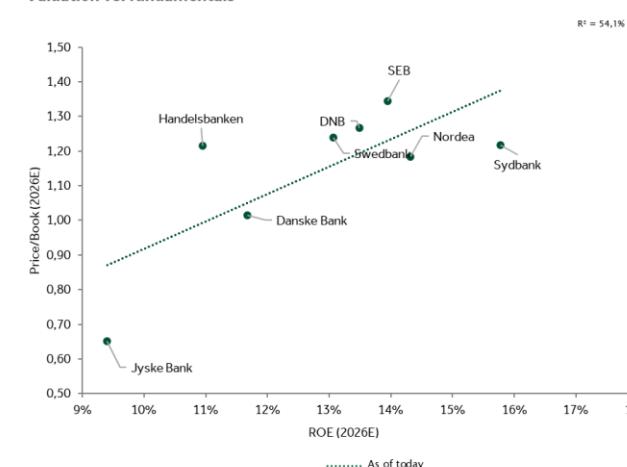
Danske Bank udlodning 2019-2027E



Kilde: Jyske Bank

4: Banken handler stadig et stykke under de nordiske peers, målt på 2026E P/B

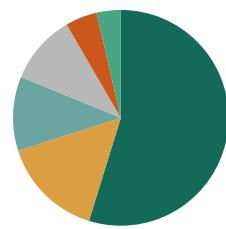
Valuation vs. fundamentals



Kilde: Jyske Bank, Bloomberg

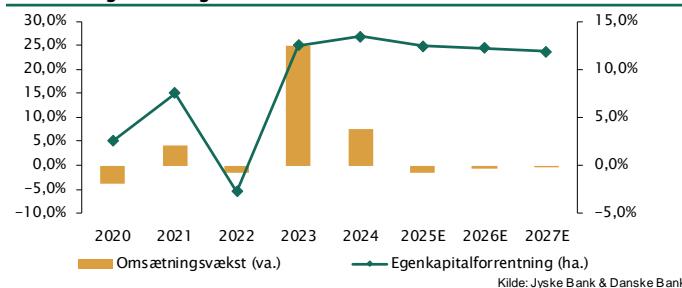
Danske Bank

Danske Bank er den største bank i Danmark med markedsandele på udlån og indlån mellem 25 og 30%. Danske Bank har også en betydelig international tilstedeværelse som en af de største banker i Norden med mere end millioner kunder og afdelinger i 8 lande. Banken servicerer privatkunder, erhvervkunder og institutionelle kunder, og udover traditionelle bankrelaterede serviceydelsler, tilbyder banken livsforsikring og pension, realkredit, formueforvaltning, samt bolig- og leasing ydelsler.

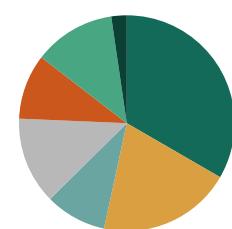


Kilde: Jyske Bank & Danske Bank. Note: Ifølge seneste årsregnskab.

Omsætningsvækst og rentabilitet



Omsætningsfordeling på geografi



Kilde: Jyske Bank & Danske Bank. Note: Ifølge seneste årsregnskab.

Investeringscase

- Med en afslutning på Estland-sagen i form af bødebetalning i Danmark og USA kan Danske Bank nu endelig fokusere tid og kræfter på at genoprette det kommersielle momentum i Danmark og Norden, og slanke omkostningsbasen relativt til konkurrenterne de kommende år. Bankens profitabilitet er i kraftig bedring under højere markedsrenter, men vi ser endnu højere potentielle end markedet i øjeblikket, under forventning om en stærk kreditkvalitet, og dermed lave nedskrivninger, samt øget udlodning med henblik på at optimere bankens nuværende kapitalposition.

Fundamental vurdering

- Vivurderer, at værdiansættelsen af Danske Bank er attraktiv grundet en markant rabat til sammenlignelige konkurrenter.
- Viantager en positiv udvikling i nettorentemarginen som følge af højere markedsrenter.
- Vi opererer med en normaliseret kreditomkostning på 14 basispunkter, og vi antager, at Danske Banks indtjening vil udvikle sig på niveau med den nordiske økonomi generelt på længere sigt.

Kurstriggere

- Aftagende konkurrenceintensitet og/eller tidligere rentestigninger end ventet.
- Stigende aktivpriser og/eller højere økonomisk vækst i Norden.
- Højere volatilitet på finansielle markeder kunne potentielt forbedre handels- og gebyrindtægterne.
- Færre regulatoriske tiltag med negative konsekvenser for den finansielle sektor end ventet eller uventede afbødende tiltag.

Risikofaktorer

- Udskudte rentestigninger og/eller intensiveret konkurrencesituation i særligt Danmark.
- Et pludseligt fald i aktivpriser og/eller den økonomiske vækst i Norden.
- Flere regulatoriske tiltag med negative konsekvenser for den finansielle sektor end ventet.

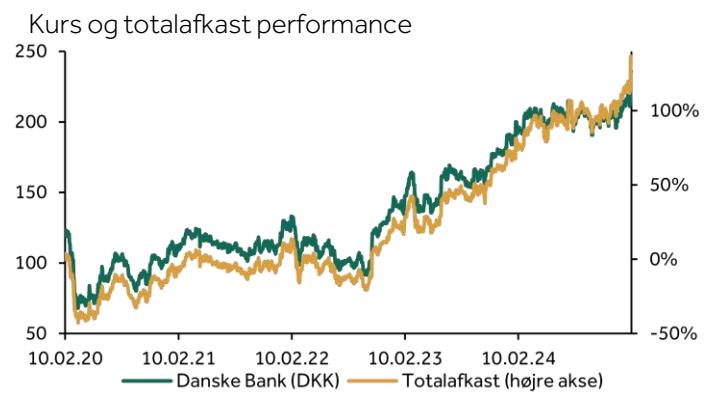
Regnskabstal (DKK mio.)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Netto renteindtægter	22.151	22.049	25.144	34.973	36.696	34.937	34.052	33.467
Indtægter	40.928	42.586	41.938	52.421	56.405	55.454	55.113	54.821
Driftsomkostninger	27.027	25.663	26.553	25.477	25.736	25.774	26.189	26.668
Nedskrivninger	7.001	347	1.501	262	-543	988	1.101	1.423
Nettoresultat	4.589	12.921	-4.460	21.262	23.628	21.806	21.145	20.314
Nøgletal	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Omkostningsprocent	66,0%	60,3%	63,3%	48,6%	45,6%	46,5%	47,5%	48,6%
Egenkapitalforrentning	2,6%	7,5%	-2,7%	12,6%	13,4%	12,4%	12,2%	11,9%
Egentlig kernekapitalprocent	18,3%	17,7%	17,8%	18,8%	17,8%	17,1%	16,7%	16,7%
Samlet udlodning i % af nettoresultat	37,5%	49,9%	0,0%	84,7%	122,5%	131,6%	103,7%	83,6%
Samlet udlodning i % af markedsværdi	0,9%	3,2%	0,0%	10,6%	14,9%	15,1%	12,2%	9,7%
P/E	43,8	15,5	-45,0	8,0	8,2	8,7	8,5	8,6
P/BV	1,2	1,2	1,2	1,0	1,1	1,1	1,0	1,0

Kilde: Jyske Bank & Danske Bank

Aktieanbefalingsændringer	20.11.19	10.02.25
Anbefaling	Køb	
Kurs ved anbefaling	91,12	235,60
Afkast frem til næste anbefalingsændring el. i dag	209,29%	
OMX Copenhagen 25 ved anbefaling	1205,55	1790,43
Afkast frem til næste anbefalingsændring el. i dag	64,91%	
Relativ performance ift. OMX Copenhagen 25	144,38%	
Analytiker*	AVO	

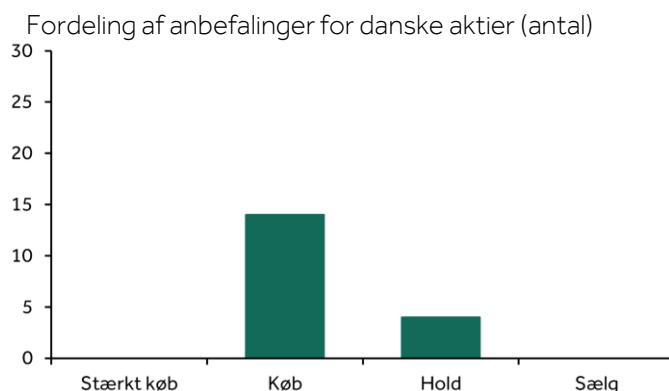
Kilde: Jyske Bank & Bloomberg. Note: De anvendte kurser er seneste lukkekurser for anbefalingerne. Afkast er inklusiv dividende udbetalingen for perioden. *TE: Thomas Eskildsen, SHM: Simon Hagbart Madsen, AVO: Anders Vollesen

Aktieanbefalingsændringer

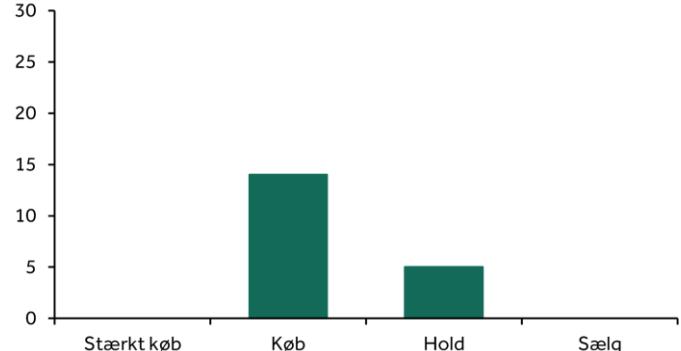


Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

Aktieanbefalinger - aktuel fordeling

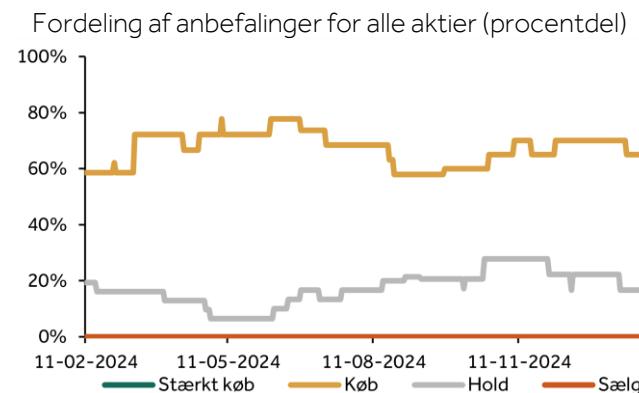
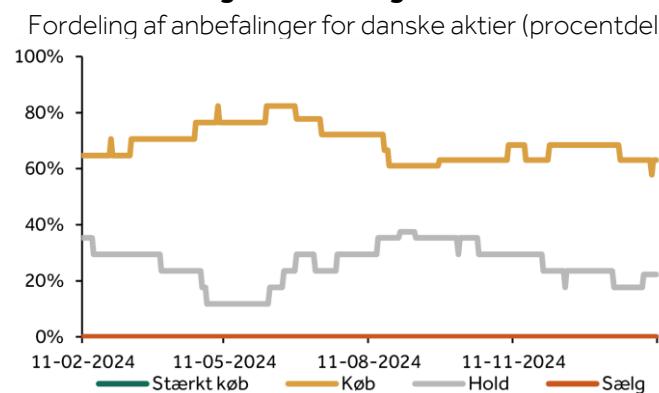


Fordeling af anbefaling for alle aktier (antal)



Kilde: Jyske Bank

Aktieanbefalinger - fordeling de sidste 12 måneder



Kilde: Jyske Bank

Vigtig Investorinformation

Jyske Bank A/S (Vestergade 8-16, DK-8600 Silkeborg, CVR-nr. DK-17616617) er under tilsyn af Finanstilsynet.

Analysen er baseret på informationer, som Jyske Bank finder pålidelige, men Jyske Bank påtager sig ikke ansvar for disse informationer rigtighed eller for dispositioner foretaget på baggrund af analysens informationer eller vurderinger. Analysens vurderinger og anbefalinger kan ændres uden varsel. Analysen er til personligt brug for Jyske Banks kunder og må ikke kopieres. Hvis ikke andet er anført er kilden Jyske Bank.

Analyser og anbefalinger er generelle informationer og ikke personlig rådgivning.

Analyser og anbefalinger er investeringsanbefalinger medmindre andet er anført. Analyserne udarbejdes i overensstemmelse med de juridiske krav om objektiv fremlæggelse af investeringsanbefalinger og kravene om investeringsanalysens uafhængighed.

Interessekonflikter

Jyske Bank har udarbejdet procedurer, der skal forebygge og undgå interessekonflikter, og dermed sikre en objektiv udarbejdelse af analyser. Disse procedurer er inddarbejdet i forretningssangene, der omfatter analyseaktiviteterne i Jyske Markets, der er en forretningsenhed i Jyske Bank.

Herudover må analytikere i Jyske Bank ikke have positioner i de papirer, som de udarbejder analyser om. Dækker en analytiker ind for den ansvarlige analytiker ifbm: sygdom, forretninger o.l. så må denne ikke handle i det pågældende papir på dagen for publicering af analysen og dagen efter. Jyske Bank kan tillige have positioner i de papirer, der analyseres og vil ofte have et forretningsmæssigt forhold til de analyserede virksomheder eller udstedere af de analyserede papirer. Analytikerne modtager ikke betaling fra enheder med interesse i analysen.

Kvantitative anbefalinger på enkeltselskaber baseret på Jyske Quant modeller bygger på en kvantitativ metode. Det sikrer, at der ikke opstår interessekonflikter, da anbefalingen i analysen dannes på baggrund af den samlet Quant score.

Analyser er ikke blevet forelagt udstederen forud for offentliggørelse (medmindre andet er angivet).

Læs mere om Jyske Banks politik om interessekonflikter på:

<https://www.jyskebank.dk/produkter/investering/investeringsinfo>

Modeller

Kvantitative anbefalinger på enkeltselskaber

Jyske Bank anvender en kvantitativ model, Jyske Quant Global Large Cap Equities, til at identificere investeringsmuligheder på globalt plan. Jyske Quant Global Large Cap Equities indeholder ca. 3.000 af verdens største børsnoterede selskaber målt på markedsværdi. Gennem en kvantitativ analyse scores selskaberne ud fra 23 nøgletal og rangeres efterfølgende inden for tre klassiske og veldokumenterede faktorer:

- Value – aktien er relativt billig i forhold til de øvrige selskaber.
- Quality – aktien har relativt lav risiko og høj kvalitet i forhold til de øvrige selskaber.
- Momentum – aktien er attraktiv i forhold til de øvrige selskaber, baseret på prisudviklingen og analytikernes forventninger.

De tre faktorer ligevægtes herefter til en samlet Quant score, som danner baggrund for anbefalingen. Den samlede Quant score rangerer selskaberne inden for fem kvintiler. Kvintilet Q1 er de 20 % bedst scorende selskaber, altså dem med den højeste samlede score. Kvintilet Q5 er omvendt de 20 % dårligst scorende selskaber etc. Jyske Quant Global Large Cap Equities er baseret på en grundig og veldokumenteret metode med stærke historiske resultater. Jo bedre rangering, desto større er sandsynligheden for at opleve et positivt merafkast. Modellen ekskluderer Finans og Forsyning, da begge sektorer vurderes at være signifikant anderledes end andre sektorer. Blandt andet som følge af regulering og selskaberne typiske kapitalstruktur. Samtidig er der store forskelle mellem industrierne inden for disse sektorer. Jyske Bank foretager ikke en fundamental vurdering eller en risikovurdering af selskabet, hvorfor der ej heller stilles et kurstmål for aktien.

Fundamentale anbefalinger på enkeltselskaber

Jyske Quant Global Large Cap Equities (se beskrivelse under afsnittet "Modeller") anvendes til at screene markedet og identificere fremtidens potentielle vindere. Vi reviderer løbende vores anbefalinger. Det afgørende for, hvornår vi ændrer en anbefaling fra Køb eller Stærkt Køb til Hold eller Sælg, vil være analytikernes vurdering af selskabet.

Jyske Bank anvender en eller flere af følgende modeller:

- Discounted cash flow model (DCF-model): I denne model værdiansættes selskabet på baggrund af de forventede fremtidige frie pengestrømme, som selskabets drift genererer. Værdiansættelsen opdeles i hhv. en budgetperiode, bestående af 10 år, en mellempériode, hvori det antages, at selskabet vil være i stand til at opretholde sin konkurrencemæssige fordel og en terminalperiode. Beregningen af værdien i budgetperioden og mellempérioden beregnes ved en simpel tilbagediskontering af de frie pengestrømme i de enkelte år med de relevante kapitalomkostninger, WACC. Værdien beregnes således:

$$NPV \text{ af budgetperiode (EV)} = \sum_{(t=0)}^T (FCF_{t+1}/(1+WACC))^{(t+1)}$$

hvor

FCF_{t+1} = Den frie pengestrøm i periode t+1 (både ejere og långivere)

WACC = De vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger" (både ejere og långivere)

EV = Estimeret værdi (både egenkapital og rentebærende gæld)

- Dividendemodel: I enkelte tilfælde anvendes en dividendemodel til bestemmelse af selskabets fundamentale værdi. Ifølge denne model er værdien af et selskab den tilbagediskonterede værdi af alle forventede fremtidige udbyttebetalinger.
- Relativ værdiansættelse: Den fundamantale værdi sammenholdes med en relativ værdiansættelse, hvor nøgletal såsom P/E, P/B og EV/EBITDA holdes op imod konkurrenternes. Hvis der er tale om et koncernselskab bestående af flere forskellige forretningsområder kan en sum-of-the-parts værdiansættelse benyttes, hvor selskabet værdiansættes med udgangspunkt i værdien af de enkelte forretningsområder, der fastsættes på baggrund af sammenlignelige selskabers nøgletal.
- Markedssterning: Anbefalingen og kursmålet justeres endvidere for den forventede nyhedssstrøm og markedssterning baseret på branchekendskab samt selskabsspecifikke forhold. Heri indgår momentum-scoren i Jyske Quant modellen. I momentum-scoren indgår faktorer så som indtjeningsmomentum, implicit volatilitet, analytikernes estimatændringer og anbefalingsændringer.

For uddybning af vores anvendte modeller klik [her](#).

Anbefalingsbegreber

Kvantitative anbefalinger på enkeltselskaber

Der anvendes anbefalingsbegreberne Stærkt køb, Køb, Hold og Sælg. Anbefalingen afhænger alene af, hvilket kvintil selskabet befinner sig i.

- Q1: Stærkt køb, da der er størst sandsynlighed for, at selskabet klarer sig bedre end markedet.
- Q2: Køb, da der er moderat sandsynlighed for, at selskabet klarer sig bedre end markedet.
- Q3: Hold, da det er sandsynligt, at selskabet klarer sig som markedet.

- Q4: Sælg, da der er moderat sandsynlighed for, at selskabet klarer sig dårligere end markedet.
- Q5: Sælg, da der er størst sandsynlighed for, at selskabet klarer sig dårligere end markedet.

Bemærk, at ovenstående beskrivelse af anbefalingsbegreberne er gennemsnitsbetragtninger. Det er derfor stadig muligt, at selskaber i eksempelvis Q5 klarer sig bedre end markedet, mens der ligeledes også er muligt, at selskaber i Q1 klarer sig dårligere end markedet etc.

Fundamentale anbefalinger på enkeltselskaber

Vores anbefalingsstruktur består af de fire anbefalinger, Stærkt Køb, Køb, Hold og Sælg. Disse giver en gældende anbefalingsstruktur, der ser således ud:

Anbefaling	Absolut Afkast
Stærkt køb	>20%
Køb	10-20%
Hold	0-10%
Sælg	<0%

Kilde: Jyske Bank

Vores anbefalinger bliver bestemt ud fra en vurdering af det forventede afkast de kommende 12 mdr. Det forventede afkast er forskellen mellem den aktuelle kurs og vores 12 mdr.'s kursmål (vores kursmål er inklusive dividender i perioden). Kursmålet afspejler det potentielle, vi ser i en aktie i form af kursændring og udbytte indenfor de kommende 12 måneder.

Det er anbefalingen, ikke kursmålet, der er ankeret. En købsanbefaling er altså en købsanbefaling indtil anbefalingen er ændret, også selvom kursstigninger har bragt kursten "for tæt" på kursmålet. Vi vil derfor eksplisit gøre opmærksom på, hvis vi ændrer vores anbefaling, mens en ændring af kursmålet ikke nødvendigvis medfører en ny analyse eller kommentar.

Opdatering af analysen

Analyser, anbefalinger og ad hoc publikationer opdateres ikke. I stedet offentliggøres en ny publikation, når og hvis Jyske Bank finder det nødvendigt. Kvantitative anbefalinger på enkelt-fondskoder opdateres løbende. Se analysens forside for dato og tidspunkt for offentliggørelse.

Risiko

Investering kan være behæftet med risiko, hvorfor vurderinger og evt. anbefalinger kan være forbundet med risiko. Anførte risikofaktorer og/eller følsomhedsberegninger kan ikke ses som udtømmende. Handles værdipapirer i en anden valuta end investors basisvaluta, så påtager investor sig en valutarisiko. Er der tale om en ADR eller lignende, er valutarisikoen forbundet med den valuta, som moderselskabet handles i.

Læs meget mere om risici ved investering og fordelene ved risikospredning [her](#).

Afkast og kursudvikling

De i analysen vurderede fremtidige og historiske afkast er afkast før omkostninger og skattemæssige forhold, da afkast efter omkostninger og skattemæssige forhold, vil være individuelt afhængig af kunde-, opbevarings-, volumen-, markeds-, valuta- og produktspecifikke vilkår. Det er ikke givet, at et anført forventet fremtidigt afkast vil stemme overens med den faktiske udvikling. De anførte forventede, fremtidige afkast er udelukkende udtryk for vores vurdering.

Tidlige afkast og kursudvikling kan ikke anvendes som pålidelig indikator for fremtidige afkast og kursudvikling. Afkast og/eller kursudvikling kan blive negativ. Prognoser i analysen kan ikke med sikkerhed anvendes som en sikker indikator for fremtidige afkast.

Alle oplyste kurser er seneste lukkekurser før analysens offentliggørelse, medmindre andet er anført.

Skat

Den skattemæssige behandling af investeringer kan være fra kunde til kunde. Kontakt din skatterådgiver for de skattemæssige konsekvenser af dine investeringer.

MSCI disclaimer

Certain information contained herein (the "Information") is sourced from/copyright of MSCI Inc., MSCI ESG Research LLC, or their affiliates ("MSCI"), or information providers (together the "MSCI Parties") and may have been used to calculate scores, signals, or other indicators. The Information is for internal use only and may not be reproduced or disseminated in whole or part without prior written permission. The Information may not be used for, nor does it constitute, an offer to buy or sell, or a promotion or recommendation of, any security, financial instrument or product, trading strategy, or index, nor should it be taken as an indication or guarantee of any future performance. Some funds may be based on or linked to MSCI indexes, and MSCI may be compensated based on the fund's assets under management or other measures. MSCI has established an information barrier between index research and certain Information. None of the Information in and of itself can be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. The Information is provided "as is" and the user assumes the entire risk of any use it may make or permit to be made of the Information. No MSCI Party warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness of the Information and each expressly disclaims all express or implied warranties. No MSCI Party shall have any liability for any errors or omissions in connection with any Information herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

Flere informationer

I analyser og anbefalinger kan der blive henvist til andre analyser og anbefalinger. I sådanne tilfælde vil der være et link, hvor der kan findes fyldestgørende oplysninger omkring den specifikke anbefaling.

Læs mere omkring vigtig investorinformation i forhold til Jyske Banks analyser og anbefalinger på jyskebank.dk/investorinformation.

Er der taget forskud på glæderne?

Vi sænker vores anbefaling til Hold fra Køb og sænker kursmålet til 1.000 kr. fra 1.050 kr., da vi ikke længere ser noget nævneværdigt upside i aksien. Carlsberg-aktien er steget 31% siden udgangen af 2024, drevet af en bedre end frygtet guidance for 2025, en god start på året i Kina og øget tillid til opkøbet af Britvic. Vi vurderer, at investorerne har taget forskud på glæderne for 2025 og ser en sandsynlighed for, at aktien på den kortere bane tager en pause og handler sidelæns. Kursbevægelsen har gjort værdiansættelsen mere anstrengt, og selvom den absolute værdiansættelse fortsat er lidt under det historiske gennemsnit, så er den relative værdiansættelse mere anstrengt. Sidst, den relative værdiansættelse var på disse niveauer, var i juni 2023 og februar 2024, hvilket blev efterfulgt af en periode med underperformance i forhold til konkurrenterne. Vi forventer fortsat, at Carlsberg kommer fornuftigt igennem 2025 med integrationen af Britvic og viser styrke i omkostningsstyring i svære markedsforhold. De største risici er de europæiske og kinesiske forbrugeres forbrugsmønstre.

- Er der taget forskud på glæderne?
- Kursstigninger drevet af øget håb

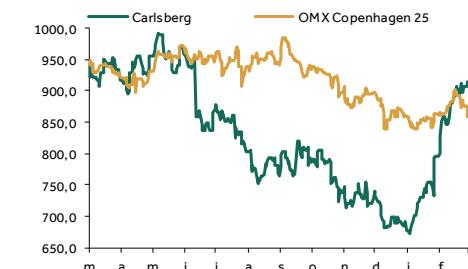
Er der taget forskud på glæderne?

Carlsberg-investorerne har haft en fest i 2025 med kursstigninger på hele 31%, drevet af annonceringen af guidance for 2025 og positiv ordlyd omkring Kina. Efter en kursstigning på 31% (figur 1 & 2) vurderer vi, at investorerne har taget forskud på glæderne for 2025. Vi vælger derfor at tage gevinsten hjem og sænker vores anbefaling til Hold fra Køb og vores kursmål til 1000 kr. fra 1050 kr. Vi ser fortsat et positivt, men begrænset afkastpotentiale. Vi vurderer fortsat, at Carlsberg nok skal komme i mål med integrationen af Britvic, og at de vil være i stand til at mitigere under de svære markedsforhold – beviselige evner til omkostningsstyring vil styrke selskabet. Men i lyset af at aktien i 2025 er steget +31%, så ser vi en pæn sandsynlighed for, at aktien på den kortere bane tager en pause og handler sidelæns, indtil Carlsberg fremlægger yderligere beviser for bedring hos forbrugerne i Europa og/eller Kina eller integrationen af Britvic. Udgangspunkter fra 4. kvartal er en svag start på 2025 på trods af positive ordlyd omkring Kina, så der er muligvis udsigt til et back-end loadet 2025. Positiv ordlyd i forbindelse med årsregnskabet har også fået markedet til at løfte deres vækstforventninger for 2025, hvor konsensus nu forventer 3,6% organisk EBIT-vækst (mod 2,8% før regnskabet, Carlsbergs guidance er 1-5%). Estimatændringerne ses også i EPS, som er steget 1,9% over de sidste 3 måneder, marginalt mindre end konkurrenternes på trods af højere kursstigning. Aktiekursen har dermed taget lidt forskud på glæderne. Kursbevægelsen har gjort værdiansættelsen mere anstrengt, og selvom den absolute værdiansættelse fortsat er lidt under det historiske gennemsnit (EV/EBITDA: 9,6x), så er den relative værdiansættelse mere anstrengt. Sidst, den relative værdiansættelse var på disse niveauer, var i juni 2023 og februar 2024, hvilket blev efterfulgt af en periode med underperformance i forhold til konkurrenterne. Aktien kan drives højere af det positive momentum og fremgang hos

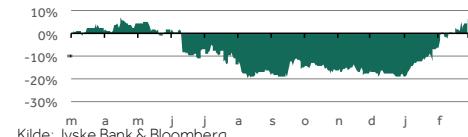
Carlsberg	Hold
Land	Denmark
Sektor	Stabil forbrug
Fundamental vurdering	Fair
Risiko	Mellem
Nyhedsstrøm	Positiv
12-m. kursmål (DKK)	1.000
Lukkekurs (DKK)	913,4
Høj/lav 12 m.	992/671
Markedsværdi (DKK mio.)	125.009
Frit omløb	91,7%
Gns. daglig vol. (DKK mio.)	188
Bloomberg	CARLB DC
Jyske Quant	Q5
Value score	Q3
Quality score	Q4
Momentum score	Q5
MSCI ESG-vurdering*	AAA
Sustainable investment (% aligned)	0,00%
EU-taksonomi (% aligned)	0,00%
CO2-emissioner - scope 1 og 2	Q3
CO2-emissioner - scope 1, 2 og 3	Q2
Aktivitet i kul, tjære og gas	Nej

Kilde: Beregnet på MSCI Analytics. *MSCI

Kursudvikling



Relativ performance



Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

Research, Jyske Markets, Jyske Bank A/S

Senior Analyst

Henrik Hallengreen Laustsen

+45 89 89 18 31

hla@jyskebank.dk

Vigtig investorinformation:

Se materialets sidste sider.

forbrugerne, og at Carlsberg igennem en årrække har bevist, at de har en rolig hånd på roret, når skibet er sendt ud i uroligt farvand, og har solide evner til omkostningsstyring. De største risici er 1) de europæiske og kinesiske forbruges forbrugsmønstre oven på makroøkonomisk usikkerhed og udsigt til handelskrig og 2) integrationen af Britvic og tabet af San Miguel-kontrakter.

Kursstigninger drevet af øget håb

Da 2024 blev til 2025, vendte stemningen i bryggeri-aktier, og modvinde blev til medvinde. Stemningsskiftet har specielt ramt Carlsberg-aktien, som siden udgangen af 2024 er steget hele 31.2%, mens konkurrenterne Heineken og Anheuser-Busch InBev (ABI) blot er steget hhv. 18% og 21%. Siden vi løftede anbefalingen til Køb (ultimo november 2023) er aktien steget 10%, hvilket ligeledes er bedre end konkurrenterne, som har ligget fladt (-2% og +2%).

Underliggende ser vi tre årsager til stemningsskiftet i Carlsberg-aktien:

1) Guidance for 2025 var bedre, end markedet havde frygtet, hvor Carlsberg for 2025 guider for en organisk EBIT-vækst på 1-5%, hvilket var bedre end buy-side frygtet, men på linje med analytikernes forventninger (2,8%). De helt store underliggende udfordringer for Carlsberg og de øvrige bryggerier er fortsat intakte, nemlig et usikkert forbrugermiljø i både EU og Kina. Udsigt til handelskrigen hjælper ikke på forbrugslisten. Carlsberg oplyser også, at 1) forbrugene i EU, 2) væksten i Kina og 3) vejret er de store spørgsmålstegn for 2025. Muligvis har markedet taget delvist forskud på glæderne, og nu er spørgsmålet, om Carlsberg kan leve op til kursreaktionen.

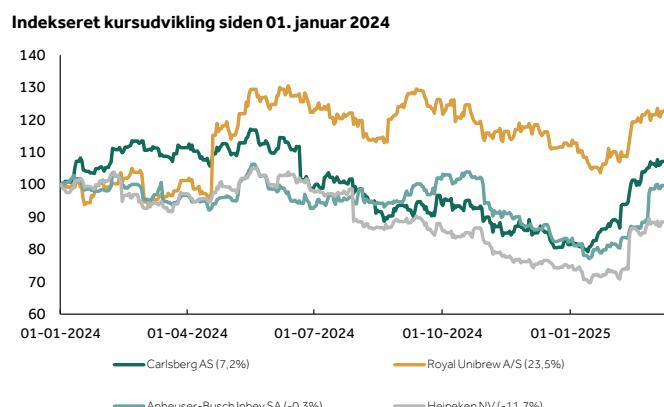
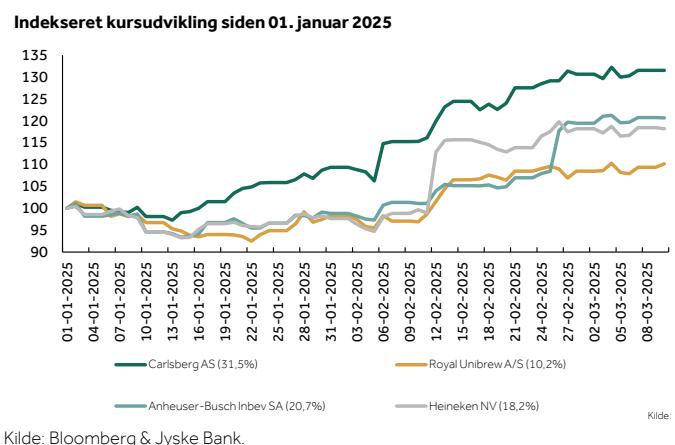
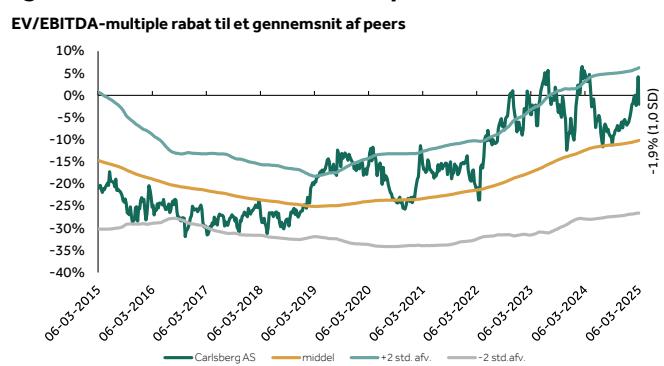
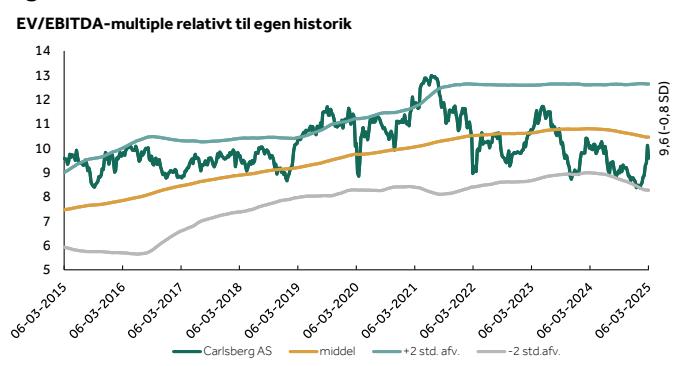
2) God start på 2025 i Kina, men markedet er fortsat presset. Ordlyden om en god start i Kina på grund af et godt salg (sell-in) til det kinesiske nytår skabte optimisme hos investorerne og øgede troen på, at det værste er ved at være ovre. Men spørgsmålet er, om markedet lader sig rive med, da basisscenariet for Carlsberg fortsat er, at 2025 ikke bliver signifikant anderledes end 2024. Makroøkonomisk har Kina fortsat store udfordringer, og udsigten til handelskrig hjælper ikke. Vi er overbeviste om, at det kinesiske marked igen vil dreje ind på vækstsporet. Spørgsmålet er bare, om det bliver i 2025 eller 2026.

3) Øget tiltro til Britvic-opkøbet og købet af partneren i Indien. En grundig gennemgang af planerne for Britvic og Indien i forbindelse med årsregnskabet skabte lidt ro i markedet og styrkede optimismen omkring opkøbene. Integrationen af Britvic bliver en af Carlsbergs topprioriteter for 2025. Opkøbet forventes at forbedre den justerede EPS med 3-6% i 2025 og dobbeltcifret i 2026, igennem primært omkostningssynergier på GBP 100 mio., som forventes at blive realiseret over fem år med ca. 10-15 % i 2025, som delvist opvejes af en-gangsomkostninger på GBP 83 mio., hvor ca. 50% falder i 2025.

Investeringscase

Efter et svært 2024 har Carlsberg-investorerne haft en fest i 2025, drevet af øget sikkerhed omkring Britvic, en fornuftig guidance for 2025 og ordlyden om en god start på 2025 i Kina. Kursbevægelsen har gjort værdiansættelsen mere anstrengt, og selvom den absolutte værdiansættelse fortsat er lidt under det historiske gennemsnit, så er den relative værdiansættelse mere anstrengt. Vi

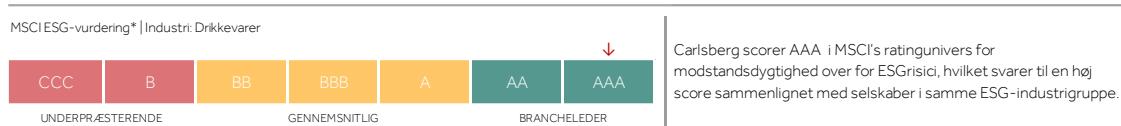
vurderer, at investorerne har taget forskud på glæderne for 2025, og ser en sandsynlighed for, at aktien på den kortere bane tager en pause og handler sidelæns, indtil Carlsberg fremlægger yderligere beviser for bedring hos forbrugerne i Europa og/eller Kina eller integrationen af Britvic. Vi vurderer, at Carlsberg nok skal komme i mål med integrationen af Britvic, og at de vil være i stand til at mitigere under de svære markedsforhold – beviselige evner til omkostningsstyring vil styrke selskabet. Aktien kan drives højere af det positive momentum og fremgang hos forbrugerne og at Carlsberg igennem en årarrække har bevist, at de har en rolig hånd på roret, når skibet er sendt ud i uroligt farvand, og har solide evner til omkostningsstyring. De største risici er 1) de europæiske og kinesiske forbrugeres forbrugsmønstre oven på makroøkonomisk usikkerhed og udsigt til handelskrig og 2) integrationen af Britvic og tabet af San Miguel-kontrakter.

Figur 1: Kursudvikling i 2024**Figur 2: Kursudvikling i 2025****Figur 3: Relativ værdiansættelse presset****Figur 4: Absolutive værdiansættelse mere fair****Tabel 1: Guidance for 2025**

	Guidance		2025	
	2024R	Feb	JB	Consensus
Organic EBIT growth	6,0%	1-5%	2,3%	3,6%
EBIT-margin	15,2%	n/a	15,2%	15,2%

Kilde: Carlsberg & Jyske Bank.

ESG-profil



Signifikante forretningsområder

Ingen betydelige forretningsområder med en særlig positiv indvirkning på planeten og samfundet

Kontroversielle

Der er ikke registreret aktivitet i forretningsområder, der kan betragtes som kontroversielle

MSCI ESG-rating angiver, hvor modstandsdygtig en virksomhed er over for langsigtede, økonomisk relevante ESG-risici i forhold til virksomheder med lignende forretningsprofiler. Visse oplysninger © 2021 MSCI ESG Research LLC. Gengivet med tilladelse.

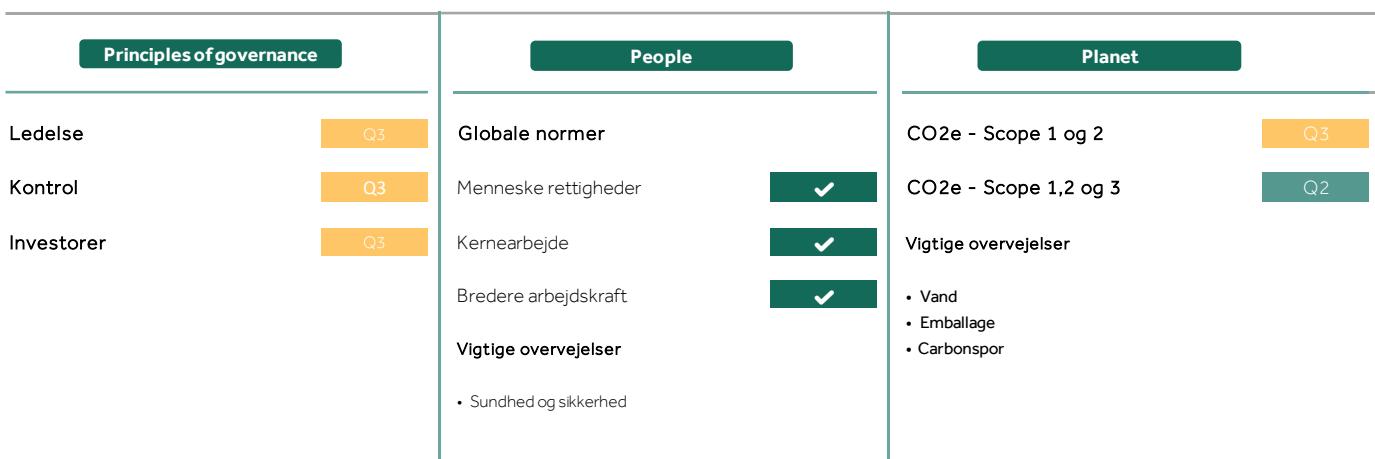
Kilde: Beregnet på MSCI Analytics. *MSCI

Bæredygtighedsprofil

	Aligned	NACE median	GICS median
Sustainable investment	0,00%	7,67%	3,26%
EU taksonomi	0,00%	5,34%	1,27%

CO2e reduktionsplaner:

Carlsberg A/S: Har SBTI-godkendte mål



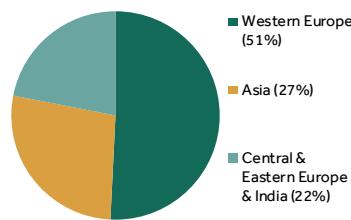
Modstandsdygtighed over for ESG-risici

Carlsberg scorer AAA i MSCI's ESG-ratingunivers, hvilket svarer til en meget høj eksponering og styring af ESG-risici sammenlignet med selskaber i samme ESG-industrigruppe. Carlsberg går med deres "Together To-wards Zero"-program forrest i kampen mod uansvarlige drikkevaner. Dette sker ved "Drik ansvarligt"-kampanjerne, som gør forbrugerne opmærksomme på deres alkoholvaner. Dette komplementeres af et stort fokus på udruulningen af alkoholfri øl, hvilket Carlsberg tilbyder på over 80% af sine markeder. Carlsberg udviser dermed social ansvarlighed, hvilket kan være

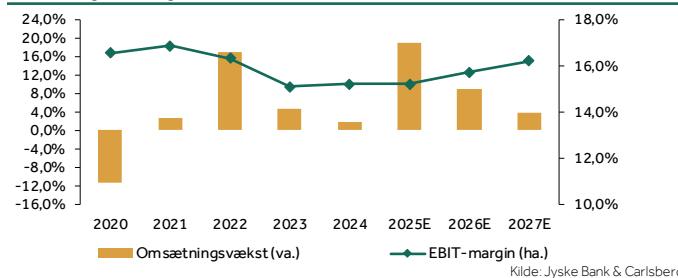
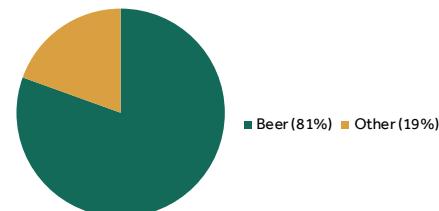
med til at forbedre selskabets image. "Together Towards Zero" indeholder også mål om nul CO2-udledning, nul vandspild og nul arbejdsulykker. Investeringer i bryggerierne og samarbejde med leverandører har betydet, at Carlsberg har reduceret sin CO2-udledning med 39%, sit vandforbrug med 18% og antallet af arbejdsrelaterede ulykker med 63% siden 2015. CO2-udledningen reduceres bl.a. ved, at bryggerierne overgår til 100% vedvarende energi og nye flasker, som reducerer CO2-udledningen pr. flaske med op til 90%.

Carlsberg

Carlsberg er et af verdens største bryggerier med en produktpalette på mere end 700 produkter, fordelt på 140 brands og en tilstedeværelse i 150 lande. Topbrandsene Carlsberg, Baltika og Tuborg er blandt de mest populære øl i Europa. Foruden traditionelle øl producerer Carlsberg også specialøl som ale, ciders og alkoholfri øl. Carlsberg har stor eksponering mod det stagnerende vesteuropæiske ølmarked, men vækstmarkederne i Asien fylder mere og mere. Carlsberg sætter fokus på at give tilbage til samfundet, hvilket sker ved deres "Together Towards Zero"-program. Programmet sætter fokus på reduktion af kulstof samt vandforbruget. De største konkurrenter er Heineken og Anheuser-Busch InBev.

Omsætningsfordeling på geografi

Kilde: Jyske Bank & Carlsberg. Note: Ifølge seneste årsregnskab.

Omsætningsvækst og rentabilitet**Omsætningsfordeling på segmenter**

Kilde: Jyske Bank & Carlsberg. Note: Ifølge seneste årsregnskab.

Investeringscase

- Efter et svært 2024 har Carlsberg-investorerne haft en fest i 2025, drevet af øget sikkerhed omkring Britvic, en fornuftig guidance for 2025 og ordlyden om en god start på 2025 i Kina. Kursbevægelsen har gjort værdiansættelsen mere anstrengt, og selvom den absolute værdiansættelse fortsat er lidt under det historiske gennemsnit, så er den relative værdiansættelse mere anstrengt. Vi vurderer, at investorerne har taget forskud på glæderne for 2025, og ser en sandsynlighed for, at aktien på den kortere bane tager en pause og handler sidelæns, indtil Carlsberg fremlægger yderligere beviser for bedring hos forbrugerne i Europa og/eller Kina eller integrationen af Britvic. Vi vurderer, at Carlsberg nok skal komme i mål med integrationen af Britvic, og at de vil være i stand til at mitigere under de svære markedsforhold – beviselige evner til

Fundamental vurdering

- Carlsberg gør alt det rigtige – det er et solidt drevet selskab, som med de seneste års omkostningsfokus. Afgangen fra Rusland fjernede et risikoelement i investeringscasen, og fokus er nu vendt mod kerneforretningen. Asien er blevet en vigtig spiller for både toplinje- og indtjeningsvæksten, hvilket er et geografisk marked, hvor Carlsberg har momentum. Samtidigt gavnes Carlsberg af forbrugertrends (premiumisering) mod special- og alkoholfri øl. Begge markeder oplever stærke vækstrater. Carlsberg har med branchens stærkeste balance musklerne til opkøb på det voksende asiatiske marked, et marked, som er et vigtigt element i jagten på volumenvækst i ølmarkedet.

Kurstrigtere

- Bevis for at prisstigning (eller miks-effekter) kan udligne presset fra omkostningsinflationen.
- Afgørende opkøb i vækstmarkeder.
- Carlsbergs "Big Cities"-program forsætter som en succes, og man erobrer yderligere markedsandele i Kina.
- Forbedrede organiske vækstrater som følge af succesfulde SAIL'27-investeringer, uden det skader indtjeningsmarginerne.
- Øget aktietilbagekøb vil reducere risikoen for kursfald.

Risikofaktorer

- Yderligere stigninger i råvare- og energipriserne.
- Markant downtrade blandt forbrugerne.
- Opbremsning i det vigtige asiatiske vækstmarked.
- Hårdere konkurrence, som vil presser volumenvæksten og markedsandele.
- Lovgivningsmæssige ændringer, der har til formål at reducere alkoholforbruget

Key figures (DKKm)

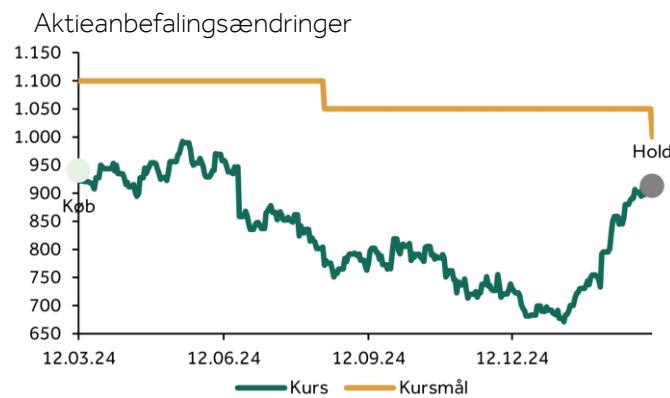
	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	58.541	60.097	70.265	73.585	75.011	89.233	97.233	100.943
Gross profit	28.361	28.569	32.067	32.832	34.380	41.296	45.673	48.111
EBITDA	14.085	14.367	15.657	15.179	15.781	19.382	21.444	22.595
EBIT	9.699	10.129	11.470	11.105	11.411	13.582	15.286	16.370
Net profit	6.808	8.009	108	7.971	8.005	8.185	9.515	10.405
Ratios	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Gross margin	48,4%	47,5%	45,6%	44,6%	45,8%	46,3%	47,0%	47,7%
EBIT margin	16,6%	16,9%	16,3%	15,1%	15,2%	15,2%	15,7%	16,2%
Return on Equity	15,7%	16,4%	0,3%	31,0%	26,1%	24,8%	28,3%	30,5%
Totalyield	4,6%	4,4%	6,7%	5,9%	4,7%	4,9%	7,6%	9,0%
Net debt/EBITDA	1,6	1,2	1,3	1,7	1,7	3,2	2,9	2,7
EV/EBITDA	8,2	10,0	7,1	9,4	9,4	9,4	8,2	7,5
P/E	20,3	20,5	-119,0	-3,0	13,2	17,0	13,9	12,1

Kilde: Jyske Bank & Carlsberg

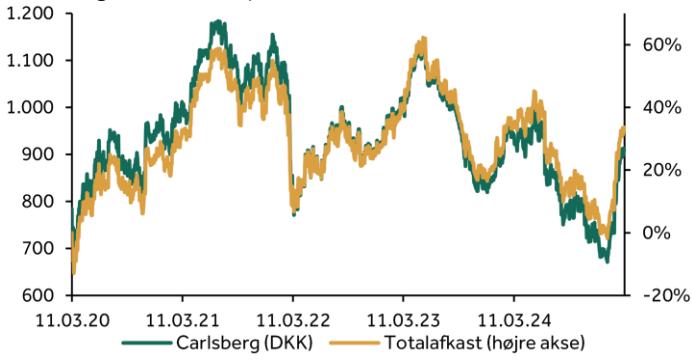
Aktieanbefalingsændringer	13.12.21	31.01.23	27.11.23	30.11.23	11.03.25	11.03.25
Anbefaling	Køb	Hold	Hold	Køb	Hold	Hold
Kurs ved anbefaling	1030,50	964,00	846,00	827,40	913,40	913,40
Afkast frem til næste anbefalingsændring el. i dag	-3,54%	-9,84%	-2,20%	13,63%		
OMX Copenhagen 25 ved anbefaling	1909,44	1701,23	1712,64	1712,32	1778,38	1778,38
Afkast frem til næste anbefalingsændring el. i dag	-8,87%	3,86%	-0,02%	6,24%	0,00%	
Relativ performance ift. OMX Copenhagen 25	5,33%	-13,70%	-2,18%	7,38%	#VÆRDII!	
Analytiker*	HHL	HHL	HHL	HHL	HHL	HHL

Kilde: Jyske Bank & Bloomberg. Note: De anvendte kurser er seneste lukkekurser for anbefalingen. Afkast er inklusiv dividende udbetalingen for perioden. *HHL: Henrik Hallengreen

Aktieanbefalingsændringer

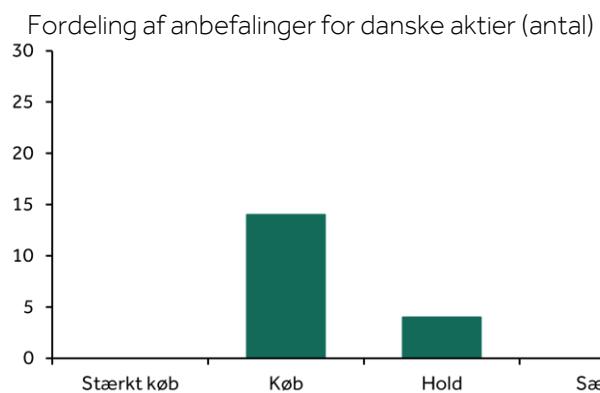


Kurs og totalafkast performance

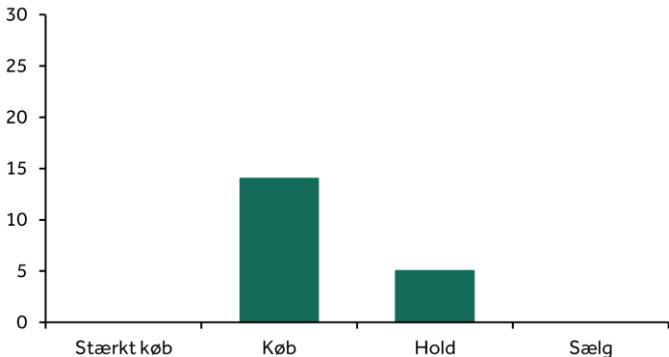


Kilde: Jyske Bank & Bloomberg

Aktieanbefalinger - aktuel fordeling

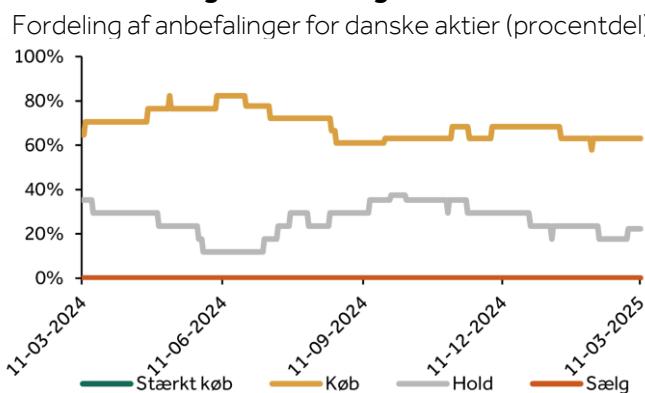


Fordeling af anbefaling for alle aktier (antal)

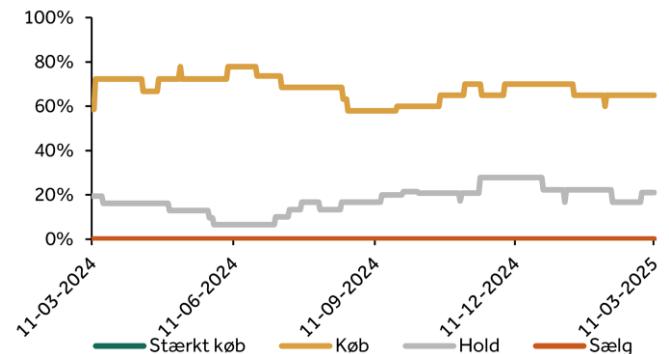


Kilde: Jyske Bank

Aktieanbefalinger - fordeling de sidste 12 måneder



Fordeling af anbefalinger for alle aktier (procentdel)



Kilde: Jyske Bank

Vigtig Investorinformation

Jyske Bank A/S (Vestergade 8-16, DK-8600 Silkeborg, CVR-nr. DK-17616617) er under tilsyn af Finanstilsynet.

Analysen er baseret på informationer, som Jyske Bank finder pålidelige, men Jyske Bank påtager sig ikke ansvar for disse informationer rigtighed eller for dispositioner foretaget på baggrund af analysens informationer eller vurderinger. Analysens vurderinger og anbefalinger kan ændres uden varsel. Analysen er til personligt brug for Jyske Banks kunder og må ikke kopieres. Hvis ikke andet er anført er kilden Jyske Bank.

Analyser og anbefalinger er generelle informationer og ikke personlig rådgivning.

Analyser og anbefalinger er investeringsanbefalinger medmindre andet er anført. Analyserne udarbejdes i overensstemmelse med de juridiske krav om objektiv fremlæggelse af investeringsanbefalinger og kravene om investeringsanalysens uafhængighed.

Interessekonflikter

Jyske Bank har udarbejdet procedurer, der skal forebygge og undgå interessekonflikter, og dermed sikre en objektiv udarbejdelse af analyser. Disse procedurer er inddarbejdet i forretningssangene, der omfatter analyseaktiviteterne i Jyske Markets, der er en forretningsenhed i Jyske Bank.

Herudover må analytikere i Jyske Bank ikke have positioner i de papirer, som de udarbejder analyser om. Dækker en analytiker ind for den ansvarlige analytiker ifbm. sygdom, forretninger o.l. så må denne ikke handle i det pågældende papir på dagen for publicering af analysen og dagen efter. Jyske Bank kan tillige have positioner i de papirer, der analyseres og vil ofte have et forretningsmæssigt forhold til de analyserede virksomheder eller udstedere af de analyserede papirer. Analytikerne modtager ikke betaling fra enheder med interesse i analysen.

Kvantitative anbefalinger på enkeltselskaber baseret på Jyske Quant modeller bygger på en kvantitativ metode. Det sikrer, at der ikke opstår interessekonflikter, da anbefalingen i analysen dannes på baggrund af den samlet Quant score.

Analyser er ikke blevet forelagt udstederen forud for offentliggørelse (medmindre andet er angivet).

Læs mere om Jyske Banks politik om interessekonflikter på:

<https://www.jyskebank.dk/produkter/investering/investeringsinfo>

Modeller

Kvantitative anbefalinger på enkeltselskaber

Jyske Bank anvender en kvantitativ model, Jyske Quant Global Large Cap Equities, til at identificere investeringsmuligheder på globalt plan. Jyske Quant Global Large Cap Equities indeholder ca. 3.000 af verdens største børsnoterede selskaber målt på markedsværdi. Gennem en kvantitativ analyse scores selskaberne ud fra 23 nøgletal og rangeres efterfølgende inden for tre klassiske og veldokumenterede faktorer:

- Value – aktien er relativt billig i forhold til de øvrige selskaber.
- Quality – aktien har relativt lav risiko og høj kvalitet i forhold til de øvrige selskaber.
- Momentum – aktien er attraktiv i forhold til de øvrige selskaber, baseret på prisudviklingen og analytikernes forventninger.

De tre faktorer ligevægtes herefter til en samlet Quant score, som danner baggrund for anbefalingen. Den samlede Quant score rangerer selskaberne inden for fem kvintiler. Kvintilet Q1 er de 20 % bedst scorende selskaber, altså dem med den højeste samlede score. Kvintilet Q5 er omvendt de 20 % dårligst scorende selskaber etc. Jyske Quant Global Large Cap Equities er baseret på en grundig og veldokumenteret metode med stærke historiske resultater. Jo bedre rangering, desto større er sandsynligheden for at opleve et positivt merafkast. Modellen ekskluderer Finans og Forsyning, da begge sektorer vurderes at være signifikant anderledes end andre sektorer. Blandt andet som følge af regulering og selskaberne typiske kapitalstruktur. Samtidig er der store forskelle mellem industrierne inden for disse sektorer. Jyske Bank foretager ikke en fundamental vurdering eller en risikovurdering af selskabet, hvorfor der ej heller stilles et kurstmål for aktien.

Fundamentale anbefalinger på enkeltselskaber

Jyske Quant Global Large Cap Equities (se beskrivelse under afsnittet "Modeller") anvendes til at screene markedet og identificere fremtidens potentielle vindere. Vi reviderer løbende vores anbefalinger. Det afgørende for, hvornår vi ændrer en anbefaling fra Køb eller Stærkt Køb til Hold eller Sælg, vil være analytikernes vurdering af selskabet.

Jyske Bank anvender en eller flere af følgende modeller:

- Discounted cash flow model (DCF-model): I denne model værdiansættes selskabet på baggrund af de forventede fremtidige frie pengestrømme, som selskabets drift genererer. Værdiansættelsen opdeles i hhv. en budgetperiode, bestående af 10 år, en mellempériode, hvori det antages, at selskabet vil være i stand til at opretholde sin konkurrencemæssige fordel og en terminalperiode. Beregningen af værdien i budgetperioden og mellempérioden beregnes ved en simpel tilbagediskontering af de frie pengestrømme i de enkelte år med de relevante kapitalomkostninger, WACC. Værdien beregnes således:

$$NPV \text{ af budgetperiode (EV)} = \sum_{(t=0)}^T (FCF_{t+1}/(1+WACC))^{(t+1)}$$

hvor

FCF_{t+1} = Den frie pengestrøm i periode t+1 (både ejere og långivere)

WACC = De vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger" (både ejere og långivere)

EV = Estimeret værdi (både egenkapital og rentebærende gæld)

- Dividendemodel: I enkelte tilfælde anvendes en dividendemodel til bestemmelse af selskabets fundamentale værdi. Ifølge denne model er værdien af et selskab den tilbagediskonterede værdi af alle forventede fremtidige udbyttebetalinger.
- Relativ værdiansættelse: Den fundamentale værdi sammenholdes med en relativ værdiansættelse, hvor nøgletal såsom P/E, P/B og EV/EBITDA holdes op imod konkurrenternes. Hvis der er tale om et koncernselskab bestående af flere forskellige forretningsområder kan en sum-of-the-parts værdiansættelse benyttes, hvor selskabet værdiansættes med udgangspunkt i værdien af de enkelte forretningsområder, der fastsættes på baggrund af sammenlignelige selskabers nøgletal.
- Markedssterning: Anbefalingen og kursmålet justeres endvidere for den forventede nyhedsstrøm og markedssterning baseret på branchekendskab samt selskabsspecifikke forhold. Heri indgår momentum-scoren i Jyske Quant modellen. I momentum-scoren indgår faktorer så som indtjeningsmomentum, implicit volatilitet, analytikernes estimatændringer og anbefalingsændringer.

For uddybning af vores anvendte modeller klik [her](#).

Anbefalingsbegreber

Kvantitative anbefalinger på enkeltselskaber

Der anvendes anbefalingsbegreberne Stærkt køb, Køb, Hold og Sælg. Anbefalingen afhænger alene af, hvilket kvintil selskabet befinner sig i.

- Q1: Stærkt køb, da der er størst sandsynlighed for, at selskabet klarer sig bedre end markedet.
- Q2: Køb, da der er moderat sandsynlighed for, at selskabet klarer sig bedre end markedet.
- Q3: Hold, da det er sandsynligt, at selskabet klarer sig som markedet.

- Q4: Sælg, da der er moderat sandsynlighed for, at selskabet klarer sig dårligere end markedet.
- Q5: Sælg, da der er størst sandsynlighed for, at selskabet klarer sig dårligere end markedet.

Bemærk, at ovenstående beskrivelse af anbefalingsbegreberne er gennemsnitsbetragtninger. Det er derfor stadig muligt, at selskaber i eksempelvis Q5 klarer sig bedre end markedet, mens der ligeledes også er muligt, at selskaber i Q1 klarer sig dårligere end markedet etc.

Fundamentale anbefalinger på enkeltselskaber

Vores anbefalingsstruktur består af de fire anbefalinger, Stærkt Køb, Køb, Hold og Sælg. Disse giver en gældende anbefalingsstruktur, der ser således ud:

Anbefaling	Absolut Afkast
Stærkt køb	>20%
Køb	10-20%
Hold	0-10%
Sælg	<0%

Kilde: Jyske Bank

Vores anbefalinger bliver bestemt ud fra en vurdering af det forventede afkast de kommende 12 mdr. Det forventede afkast er forskellen mellem den aktuelle kurs og vores 12 mdr.'s kursmål (vores kursmål er inklusive dividender i perioden). Kursmålet afspejler det potentielle, vi ser i en aktie i form af kursændring og udbytte indenfor de kommende 12 måneder.

Det er anbefalingen, ikke kursmålet, der er ankeret. En købsanbefaling er altså en købsanbefaling indtil anbefalingen er ændret, også selvom kursstigninger har bragt kursten "for tæt" på kursmålet. Vi vil derfor eksplisit gøre opmærksom på, hvis vi ændrer vores anbefaling, mens en ændring af kursmålet ikke nødvendigvis medfører en ny analyse eller kommentar.

Opdatering af analysen

Analyser, anbefalinger og ad hoc publikationer opdateres ikke. I stedet offentliggøres en ny publikation, når og hvis Jyske Bank finder det nødvendigt. Kvantitative anbefalinger på enkelt-fondskoder opdateres løbende. Se analysens forside for dato og tidspunkt for offentliggørelse.

Risiko

Investering kan være behæftet med risiko, hvorfor vurderinger og evt. anbefalinger kan være forbundet med risiko. Anførte risikofaktorer og/eller følsomhedsberegninger kan ikke ses som udtømmende. Handles værdipapirer i en anden valuta end investors basisvaluta, så påtager investor sig en valutarisiko. Er der tale om en ADR eller lignende, er valutarisikoen forbundet med den valuta, som moderselskabet handles i.

Læs meget mere om risici ved investering og fordelene ved risikospredning [her](#).

Afkast og kursudvikling

De i analysen vurderede fremtidige og historiske afkast er afkast før omkostninger og skattemæssige forhold, da afkast efter omkostninger og skattemæssige forhold, vil være individuelt afhængig af kunde-, opbevarings-, volumen-, markeds-, valuta- og produktspecifikke vilkår. Det er ikke givet, at et anført forventet fremtidigt afkast vil stemme overens med den faktiske udvikling. De anførte forventede, fremtidige afkast er udelukkende udtryk for vores vurdering.

Tidlige afkast og kursudvikling kan ikke anvendes som pålidelig indikator for fremtidige afkast og kursudvikling. Afkast og/eller kursudvikling kan blive negativ. Prognoser i analysen kan ikke med sikkerhed anvendes som en sikker indikator for fremtidige afkast.

Alle oplyste kurser er seneste lukkekurser før analysens offentliggørelse, medmindre andet er anført.

Skat

Den skattemæssige behandling af investeringer kan være fra kunde til kunde. Kontakt din skatterådgiver for de skattemæssige konsekvenser af dine investeringer.

MSCI disclaimer

Certain information contained herein (the "Information") is sourced from/copyright of MSCI Inc., MSCI ESG Research LLC, or their affiliates ("MSCI"), or information providers (together the "MSCI Parties") and may have been used to calculate scores, signals, or other indicators. The Information is for internal use only and may not be reproduced or disseminated in whole or part without prior written permission. The Information may not be used for, nor does it constitute, an offer to buy or sell, or a promotion or recommendation of, any security, financial instrument or product, trading strategy, or index, nor should it be taken as an indication or guarantee of any future performance. Some funds may be based on or linked to MSCI indexes, and MSCI may be compensated based on the fund's assets under management or other measures. MSCI has established an information barrier between index research and certain Information. None of the Information in and of itself can be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. The Information is provided "as is" and the user assumes the entire risk of any use it may make or permit to be made of the Information. No MSCI Party warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness of the Information and each expressly disclaims all express or implied warranties. No MSCI Party shall have any liability for any errors or omissions in connection with any Information herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

Flere informationer

I analyser og anbefalinger kan der blive henvist til andre analyser og anbefalinger. I sådanne tilfælde vil der være et link, hvor der kan findes fyldestgørende oplysninger omkring den specifikke anbefaling.

Læs mere omkring vigtig investorinformation i forhold til Jyske Banks analyser og anbefalinger på jyskebank.dk/investorinformation.