

Samlet er de negative impulser dog ikke øget mærkbart i de seneste måneder. Vi har stadig at gøre med en meget, meget langsom og nedbremsning af global økonomi. Det bør ikke komme som en overraskelse for de danske selskaber. De defensive selskaber som medicinalsekskaberne bør være ret upåvirkede. De cykliske selskaber har nok som samlet gruppe svært ved at pege på, at betingelserne er blevet bedre i de seneste tre måneder, men forringelserne bør være begrænsede og håndterbare i forhold til det økonomiske og markedsræssige miljø, som mange er blevet vant til at navigere i over de seneste kvartaler. Figur 2 viser, hvordan de danske selskaber er påvirket af den økonomiske vækststopbremsning.

Figur 2. Indtjeningsræssig betydning af vækststopbremsning

		
Ambu Bavarian Nordic Coloplast Genmab Lundbeck Novo Nordisk Tryg Vestas	Carlsberg Danske Bank Demant FLSmidth GN Store Nord Nordea	A. P. Møller - Mærsk DSV Pandora Rockwool

Kilde: Selskaberne og egne beregninger

Pandora står bemærkelsesværdigt flot imod lavvækstmiljøet, mens A. P. Møller – Mærsk er påvirket af massive fald i fragtraterne, som dog for en bemærkning er afløst af betydelige stigninger som følge af missilangreb i Det Røde Hav. DSV har sædvanligvis styrke til at håndtere svagheit i volumenudviklingen.

Tema #2 – Renteudvikling og kreditgivning

Renterne er steget massivt fra bunden i 2021. Det begynder efterhånden at påvirke selskabernes renteomkostninger, men mange er finansieret med obligationer med længere løbetid, og derfor bider rentestigningerne ikke så voldsomt endnu på de danske selskaber som helhed. De selskaber, der allerede nu står overfor refinansiering, mærker dog den betydelige negative effekt af rentestigningerne. Det kan for nogle selskaber blive et tema i regnskaberne, og det vil hen over den kommende periode give let indtjeningsmodvind mere bredt blandt selskaberne. Heldigvis er gælds niveauerne fuldt ud håndterbare hos de danske selskaber, der i den forstand er i en gunstig situation målt op mod mange udenlandske.

De rentefald, som vi har set siden toppen og forventede rentenedsættelser senere i år er ikke tilstrækkeligt til at kompensere for de negative effekter fra tidligere renteforhøjelser hen over de næste kvartaler, hvis vores aktuelle forventninger holder stik.

Bankkrisen i USA og delvist også Europa i foråret sidste år ser ud til at være så inddæmmet, at vi ikke er på vej mod en decideret kreditklemme eller noget værre. Alligevel er effekterne af renteforhøjelserne noget, der langsomt men sikkert påvirker både forbrugere, virksomheder og ikke mindst virksomhedernes investeringslyst. Det kan komme til at skinne tydeligere igennem i de kommende kvartaler i takt med at de højere renteniveauer også stiller krav om højere afkast på investeringer. Bankerne har strammet op på kreditgivningen, og det gør heller ikke investeringsbetingelserne nemmere.

Tema #3 – Forsyningskæder og øvrige omkostninger

Bedst som situationen i forsyningskæderne var sikkert på vej mod normale tilstande, så har angrebene mod containerskibe i Det Røde Hav ført til forsinkelser og forstyrrelser i forsyningskæderne. Priserne på fragt er næsten tredoblet fra Asien til Europa, og selv om det langt fra er i nærheden af kaos'et under pandemien, så minder det igen virksomhederne om fordelene ved at flytte produktion tættere på slutmarkederne.

Vi forventer ikke varige forsyningsforstyrrelser fra problemerne i Det Røde Hav, men priserne på fragt kan blive højere end først forventet, hvis containerskibene mere permanent må syd om Afrika på vejen fra Asien til Europa. Det vil være en stor fordel for A. P. Møller – Mærsk, delvist måske også DSV, der har gavn af alle forstyrrelser – men ellers vil det øge omkostningerne for størstedelen af de danske selskaber – især indenfor industrien.

Lønstigninger er også et tema i 2024, hvor mange selskaber formentlig vil opleve betydeligt større udfordringer ved at sende omkostningsstigninger videre til kunderne. De fleste af de største danske selskaber agerer globalt, og derfor har de kun begrænset fordel af, at de danske lønstigninger generelt er lavere end i mange andre lande. Stigende lønomkostninger udgør en indtjeningsmodvind i 2024. Vores beregninger fra 2023 viser, at 5% mere i lønningsposen koster ca. 5% af de danske selskabers indtjening – hvis meromkostningerne ikke kan sendes videre til kunderne.

USD har i 4. kvartal 2023 været stort set på linje med i 3. kvartal 2023, men det er værd at bemærke, at niveauet lige nu er lavere end under regnskabssæsonen i oktober/november 2023. Det kan give enkelte negative bemærkninger, men det bør ikke give betydelige ændringer i indtjeningsudsigter og konkurrenceevne. Samtidig er der grund til at bemærke, at USD i 4. kvartal 2023 faktisk har været ca. 5% lavere end i 4. kvartal 2022. Derfor vil mange selskaber med aktiviteter i USA – heriblandt især medicinalsselskaberne – mærke en modvind fra USD-udviklingen.

I forhold til tidligere kvartaler, så har udsvingene i oliepriserne ikke været betydelige. Olieprisen har således været 4-5% lavere end i både 3. kvartal 2023 og 4. kvartal 2022. Det bør ikke give anledning til kommentarer blandt de danske selskaber.

Tema #4 – Prognoser

3. kvartalsregnskaberne i oktober/november 2023 gav otte opjusteringer og kun en enkelt nedjustering blandt aktierne, som vi har analyseret nærmere af. Vi har som tidligere nævnt fået enkelte opjusteringer i denne omgang og optakten til regnskabssæsonen har været acceptabel.

Prognoserne bliver det helt store tema i de kommende regnskaber. 2024-prognoserne vil helt sikkert blive præsenteret med vanlig forsigtighed – i forståelse for, at det er bedre at overraske positivt end det modsatte i løbet af året. Det kan betyde brede prognoseintervaller hos nogle selskaber, og derfor kommer vi også til at lytte ekstra godt efter signaler om, hvor forsigtig 2024-prognosen egentlig er.

Den brede vifte af defensive kvalitetsselskaber herhjemme bør være på sikker grund og vækstfundamentet er solidt i mange af disse selskaber. De bør tilsammen levere prognoser med pæn indtjeningsvækst og være upåvirkede af den langsommelige afmatning, der præger økonomierne.

De forbrugs- og industri-relaterede selskaber er mere påvirkede af den økonomiske tristesse, og her vil det være meget naturligt med forsigtige 2024-prognoser, så der er plads til mere økonomisk afmatning, uden at der bliver behov for en nedjustering af prognosen.

Samlet peger sammensætningen af det danske aktieindeks med mange defensive kvalitetsselskaber mod, at de danske selskaber kommer betydeligt bedre igennem 2024 end eksempelvis selskaberne i Europa, hvor der er en højere andel af cykliske selskaber, der bliver ramt af yderligere økonomisk opbremsning.

Der er plads til kursstigninger i danske selskaber med forbilledlig indtjeningskraft

Afkastmæssigt kommer de danske aktier nogenlunde ind i regnskabssæsonen. 2024 er begyndt med en (i vores øjne logisk) modreaktion på de betydelige kursstigninger, som vi så i november/december 2023 på de globale aktiemarkeder, men de amerikanske aktier har indhentet det tabte og ligger nu omkring rekordniveau. Aktiemarkedet er stadig meget rentestyrret, og investorerne fokuserer mindre på indtjeningspræstationerne end den overordnede renteutvikling. Det kan ændre sig kortvarigt under regnskabssæsonen, men hvis den lidt mere skeptiske stemning fra begyndelsen af året vender tilbage på de globale aktiemarkeder, kan det blive svært at få rigtig positive kursreaktioner på selv ret stærke regnskabspræstationer – i hvert fald her og nu. Kursbelønningen kan så komme, når stemningen bliver bedre.

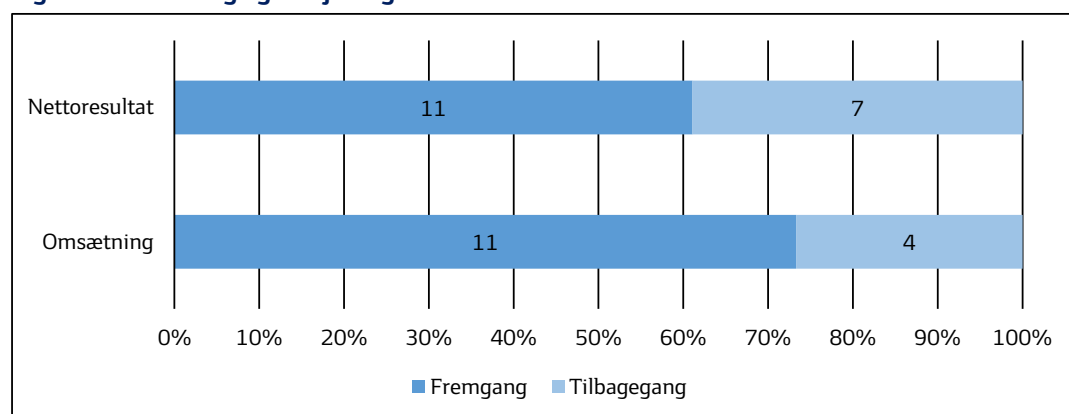
De selskaber, der leverer stærke 4. kvartalsregnskaber kombineret med bedre end ventede 2024-prognoser kan se frem til kursstigninger. Det er vi overbeviste om. Men mindre kan måske også gøre det, hvis kursudviklingen hidtil i år har været svag (se figuren side 6 for år-til-dato-kursudvikling). Derimod vil en svag 2023-afslutning og en skuffende 2024-prognose resultere i kursfald for langt de fleste selskaber – og især de dyrest prisfastsatte (se figur på side 7). Vi ser 2024-prognoserne som det absolut vigtigste indslag for kursudviklingen på regnskabsdagen. En stærk afslutning på 2023 og en skuffende 2024-prognose vil derfor formentlig betyde kursfald. Til gengæld vil kommentarerne til 2024-prognosen blive tolket flittigt, da den ofte vil være forsigtig for at undgå senere skuffelser.

De danske aktier som helhed bør slippe bedre igennem 2024 indtjeningsmæssigt end flertallet af selskaber på det globale aktiemarked. Det kan allerede gøre sig gældende, når vi får årsregnskaberne, at skuffelserne over magre indtjeningsudsigter i 2024 slår hårdere igennem i udlandet end herhjemme.

Hvad skal vi forvente af danske selskaber i 2024?

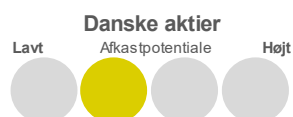
Vi forventer en solid afslutning på 2023 med indtjeningsvækst i 11 ud af 18 selskaber for året som helhed (se figur 3).

Figur 3. Omsætning og indtjeningsvækst i aktieuniverset i 2023



Kilde: Egne beregninger

Herudover imødeser vi også indikationer af, at 2024 bliver stærkt – og med fremgang for de fleste selskaber. Længere ned i detaljen modellerer vi samlet set omsætningsvækst på 6,1% i 2024 med fremgang i 12 ud af 15 selskaber. Kun hos A. P. Møller – Mærsk, Bavarian og FLSmidt forventer vi omsætningsfald. På indtjeningssiden ser vi indtjeningsfremgang i 13 ud af 18 selskaber – og en samlet indtjeningsfremgang på omkring 30% - trukket af Novo Nordisk og mange andre i mindre skala. A. P. Møller – Mærsk, Bavarian og Rockwool står til indtjeningsfald, ligesom også bankerne Danske Bank og Nordea kan få svært ved at fastholde den høje indtjening fra 2023.



Indtjeningskraften vil gøre en forskel i 2024

Vi fastholder et gult afkastbarometer på de danske aktier og forventer dermed et positivt afkast, der godt nok er lavere end historisk, men dog bedre end for globale aktier. Når danske aktier har mulighed for at blive et afkastmæssigt "sweet spot" i 2024 (uden at det må tolkes som sprudlende afkastudsigter), skyldes det først og fremmest vores forventninger om yderligere økonomisk afmatning i global økonomi. Det vil ramme indtjeningen i både globale aktier og europæiske aktier betydeligt hårdere end de danske, hvor mange selskaber er positioneret fordelagtigt i spændende og vækstprægede industrier eller har misundelsesværdige defensive egenskaber. Prisfastsættelsen på de danske aktier er stadig et kapitel for sig. Den er væsentligt dyrere end historisk og væsentligt dyrere end andre vestlige aktiemarkeder, men alligevel billigere end for blot 12-18 måneder siden, når vi kigger hen over selskaberne. En på overfladen dyr prisfastsættelse bekymrer os dog ikke synderligt, fordi rentepilen peger ned, og det kan give en fordel til de dyrt prisfastsatte markeder. Danske aktier klarede sig skidt i perioderne med betydelige rentestigninger i 2022. Den dynamik kan blive vendt på hovedet i 2024 til fordel for danske aktier. I et miljø, hvor renten formentlig vil falde i 2024 men stadig være betydeligt højere end i nulrentetæraen, er stærke balancer

og et gældsniveau under kontrol også en fordel. Det mener vi bestemt også, at de danske selskaber besidder.

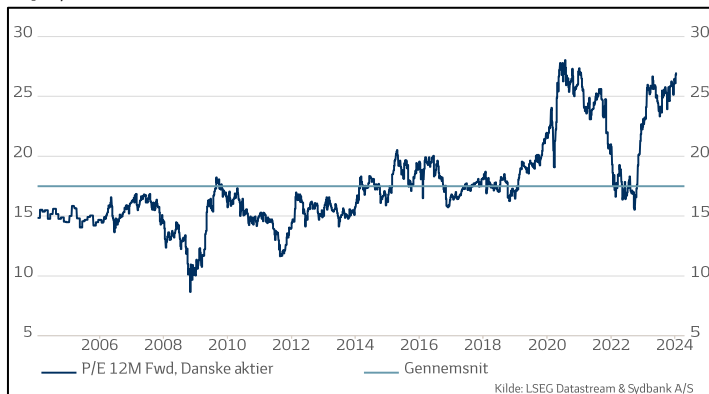
Figur 5. Kalender for regnskaber i Sydbanks aktieunivers

Selskab	Dato	Begivenhed	Selskab	Dato	Begivenhed
Tryg	25-01-2024	Årsregnskab	Lundbeck	07-02-2024	Årsregnskab
Ambu	30-01-2024	1. kvartalsregnskab	Rockwool	07-02-2024	Årsregnskab
Novo Nordisk	31-01-2024	Årsregnskab	A. P. Møller - Mærsk	08-02-2024	Årsregnskab
DSV	01-02-2024	Årsregnskab	GN Store Nord	08-02-2024	Årsregnskab
Danske Bank	02-02-2024	Årsregnskab	Coloplast	09-02-2024	1. kvartalsregnskab
Nordea	05-02-2024	Årsregnskab	Genmab	14-02-2024	Årsregnskab
Demant	06-02-2024	Årsregnskab	FLSmidth	21-02-2024	Årsregnskab
Carlsberg	07-02-2024	Årsregnskab	Bavarian Nordic	06-03-2024	Årsregnskab
Vestas	07-02-2024	Årsregnskab			
Pandora	07-02-2024	Årsregnskab			

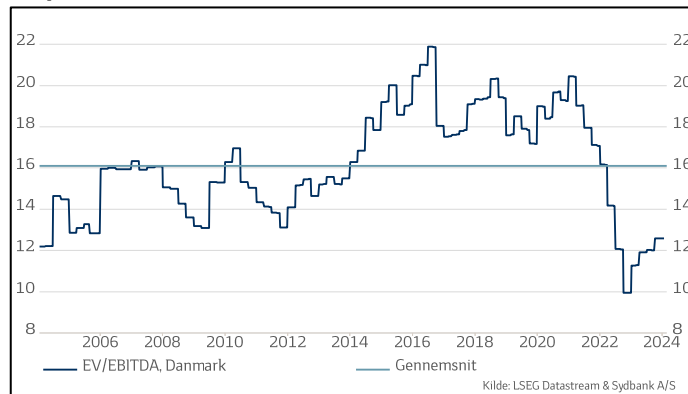
Kilde: Selskaberne



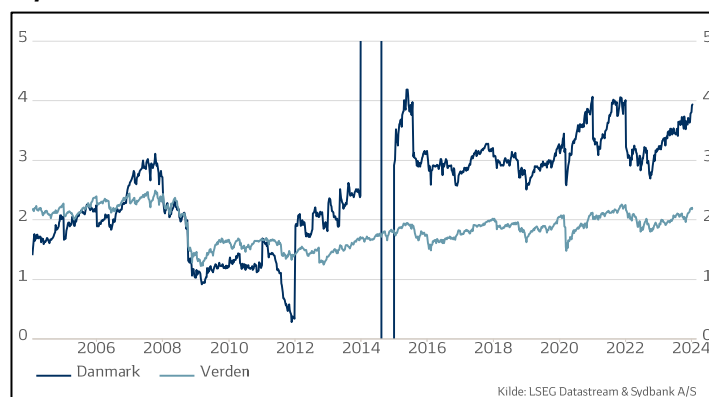
P/E, Danmark



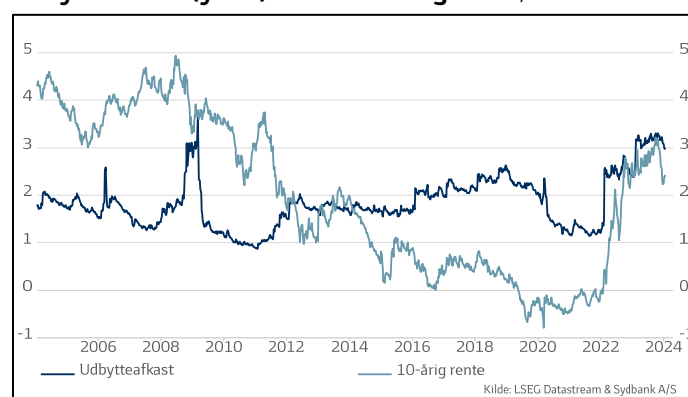
EV/EBITDA - Danmark



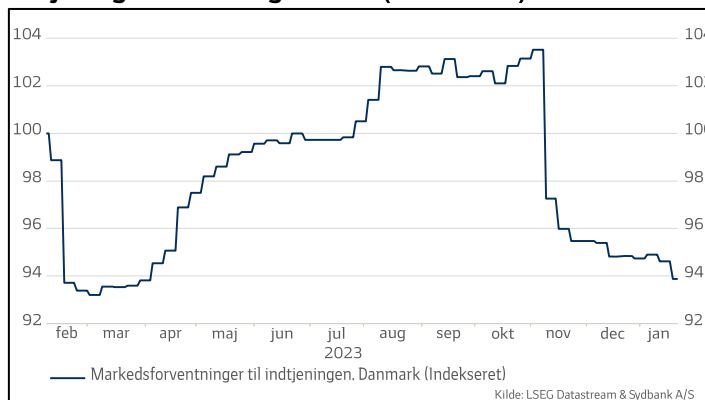
K/I - Danske aktier



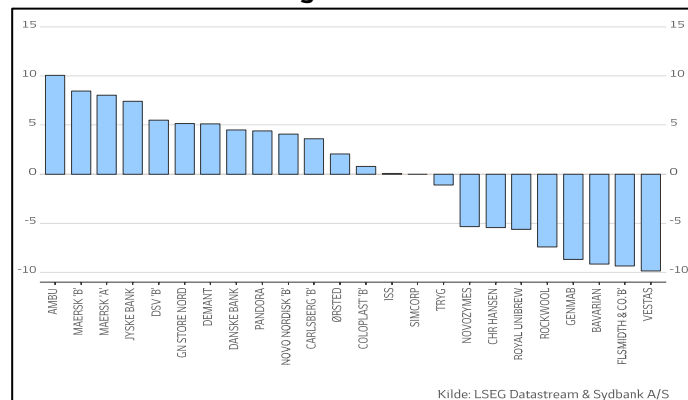
Udbytteafkast (yield) kontra 10-årig rente, Danmark



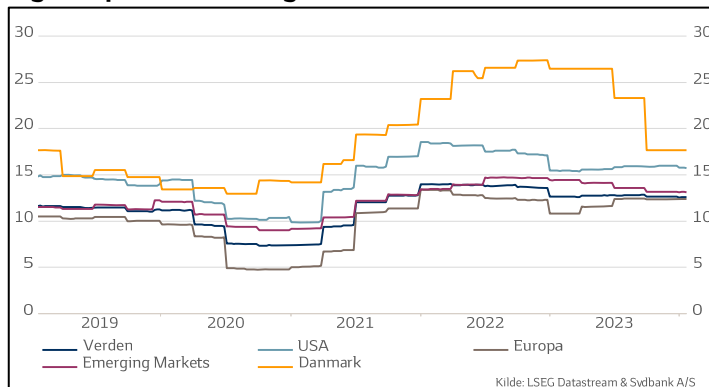
Indtjeningsforventninger 2023 (Indekseret)



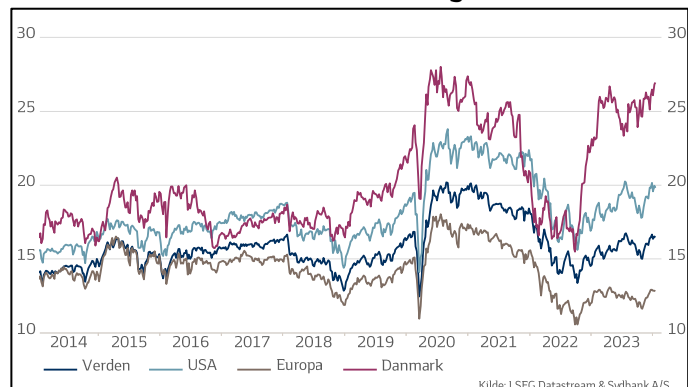
År-til-dato-kursudvikling (C25 +/-)



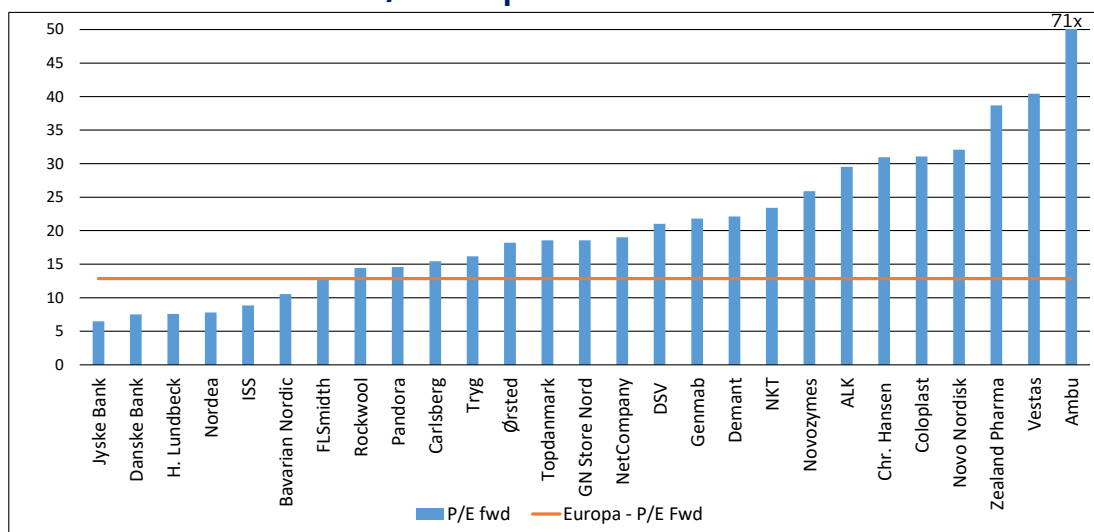
Egenkapitalforrentning



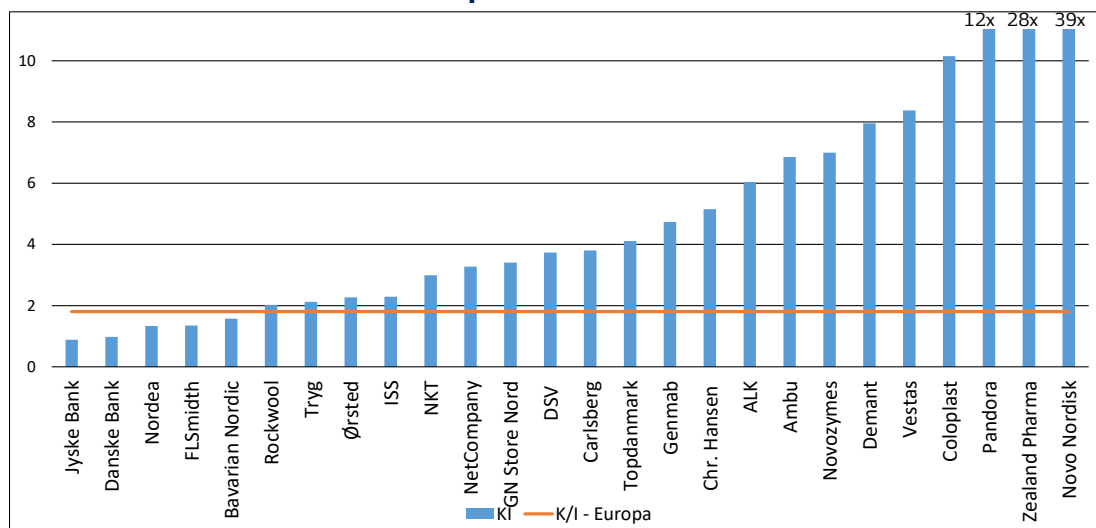
Prisfastsættelse i forhold til andre regioner



P/E Fwd. på danske aktier



K/I på danske aktier



Sektorjusteret P/E - regioner og Danmark

P/E fwd	Verden	USA	Europa	EM	Fjernøsten	Latinamerika	Danmark
Basismaterialer	15,4	18,3	14,3	11,9	12,6	8,0	29,2
Cyklisk forbrug	19,3	26,2	12,0	11,8	10,6	13,8	15,0
Stabilt forbrug	18,2	19,1	16,6	20,0	15,4	17,1	14,9
Energi	9,7	10,8	6,9	8,0	7,0	5,2	
Finans	12,0	14,4	8,2	7,7	6,4	8,0	9,1
Medicinal	18,4	18,5	16,6	26,9	28,5	18,0	31,1
Industri	18,3	20,0	17,3	11,7	10,4	13,1	36,6
Teknologi	26,3	26,7	22,6	16,0	15,4	25,0	
Kommunikation	17,6	18,0	13,8	14,7	14,9	11,6	
Forsyning	14,5	16,0	12,9	11,1	9,9	10,0	17,4
Ejendomme	25,8	37,5	14,3		9,7	12,9	
P/E fwd - marked	18,7	20,0	12,9	11,5	10,8	9,0	26,8
Sektorjusteret P/E fwd*	18,7	20,6	15,3	14,6	13,8	15,4	20,3

Almindelige oplysninger om udarbejdelse af analyser i Sydbank

Denne analyse er udarbejdet af Sydbanks aktieanalyseafdeling, som er en del af Sydbanks kapitalforvaltning, en forretningsenhed i Sydbank. Sydbank er under tilsyn af Finanstilsynet. Sydbank har udarbejdet procedurer, der skal forebygge og forhindre interessekonflikter og sikre, at de udarbejdede analyser har en høj standard og er baseret på objektiv og uafhængig analyse. Disse procedurer er indarbejdet i forretningsgangene, der omfatter aktieanalyseaktiviteterne i Sydbank.

Finansielle modeller og metoder anvendt i denne analyse

De anbefalinger og holdninger, der udtrykkes i denne analyse, er dannet på basis af multipelanalyse af de nævnte aktiemarkeder. De i analysen angivne multiple er ikke udtømmende. Desuden indgår indgående regions- og branchekendskab, landespecifikke samt markedstekniske elementer (begivenheder der påvirker både aktiemarkedet og selskabers finansielle og driftsmæssige profil). Afsnit omtalt "Sydbanks vurdering" angiver subjektive vurderinger af relevante fremtidige markedstendenser og konjunkturforventninger.

Risikovurdering og følsomhed

Der er anført flere risikofaktorer i denne analyse. De anførte risikofaktorer i denne analyse kan dog ikke anses for at være udtømmende.

Valutakursrisiko

Såfremt aktieinvesteringer foretages i en anden valuta end danske kroner kan valutakursudsving påføre investorer tab eller gevinst.

Planlagte opdateringer af analysen

Denne analyse planlægges opdateret ad hoc.

Anbefalingsstruktur

Inden for det seneste kvartal har Sydbank haft investeringsanbefalinger på 18 selskaber. Fordelingen af anbefalinger fremgår nedenfor under "Fordeling af anbefalinger". Betydningen af anbefalingerne på selskabsniveau fremgår nedenfor under kursudvikling.

På selskabsniveau:

Anbefaling	Kursudvikling	Tidshorisont	Fordeling af anbefalinger
Køb	Bedre end gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	66,7%
Hold	På linje med gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	33,3%
Sælg	Dårligere end gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	0,0%

Vi opdeler virksomhederne i to kategorier - cykliske og defensive aktier. Køb betyder således, at aktien vil klare sig relativt bedre end de øvrige selskaber i kategorien. Hold betyder, at aktien vil klare sig på linje med de øvrige selskaber i kategorien. Endelig betyder sælg, at vi forventer, at aktien vil klare sig dårligere end de øvrige aktier i kategorien. Eventuelle ændringer i anbefalingen i forhold til den seneste anbefaling på selskabet fremgår af denne analyse.

Anbefalingsoversigt:

	Køb	Hold	Sælg
Cykliske aktier	Danske Bank DSV FLSmidth Nordea Pandora Vestas	A. P. Møller Mærsk Rockwool	
Defensive aktier	Carlsberg Genmab GN Store Nord H. Lundbeck Novo Nordisk Tryg	Ambu Bavarian Nordic Coloplast Demant	

For en uddybning af alle anbefalinger samt en historisk anbefalingsoversigt for selskabet henviser vi til www.sydbank.dk/investorplus

Denne investeringsanalyse udgør ikke en personlig anbefaling (investeringsrådgivning) i forbindelse med finansielle instrumenter. Anbefalinger i analysen er udtryk for Sydbanks generelle holdning, og kan ikke alene danne grundlag for investeringsbeslutninger. Ved konkrete investeringstiltag anbefaler Sydbank altid, at der søges særskilt, individuel rådgivning. Investering er forbundet med risikoen for økonomisk tab. Historiske afkast, kursudvikling eller prognoser for fremtiden kan ikke anvendes som pålidelig indikator for fremtidige afkast og kursudvikling. Et afkast og/eller en kursudvikling som beskrevet i dette materiale kan blive negativ. Hvor oplysningerne er baseret på bruttoafkast, vil gebyrer, provisioner og andre omkostninger kunne medføre, at afkastet bliver lavere end anført i materialet. Hvor materialet oplyser om den skattemæssige behandling af en disposition, er det med forbehold for, at den skattemæssige behandling altid afhænger af den enkelte kundes individuelle situation og at reglerne i øvrigt kan ændre sig fremover. I analysen nævnes aktier, der er kategoriseret som ikke-komplekse produkter. Klassificeringen som ikke-komplekse produkter betyder, at der ved investeringen er risiko for, at det investerede beløb kan tabes helt eller delvist. Produkttypen er typisk ikke vanskelig at gennemskue. Sydbank fraskriver sig ethvert ansvar for tab, der måtte have direkte eller indirekte sammenhæng med dispositioner, der er foretaget alene på baggrund af anbefalinger i analysen. Analysen er udarbejdet på grundlag af informationer fra kilder, som Sydbank finder troværdige. Sydbank påtager sig dog intet ansvar for mangler, herunder eventuelle fejl i kilder, trykfejl eller beregningsfejl, samt efterfølgende ændrede forudsætninger. Analysen må ikke uden bankens udtrykkelige samtykke offentliggøres eller distribueres videre. Banken eller dens ansatte kan besidde finansielle instrumenter omhandlet i analysen. Sydbank A/S, Peberlyk 4, DK-6200 Aabenraa, CVR-nr. DK 12626509 er under tilsyn af Finanstilsynet, Strandgade 29, DK-1401 København K.