



Afkastbarometer

Globale aktier



USA-aktier



Europæiske aktier



Emerging markets aktier



Danske aktier



Risikobarometer

Aktuel aktiestemning



Risiko for turbulens



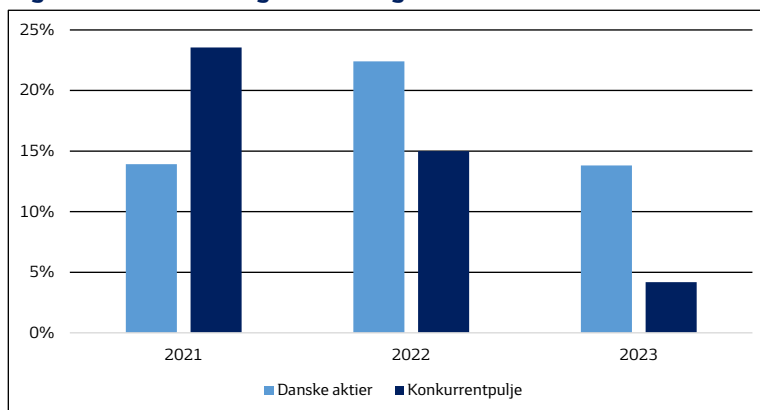
Danske selskaber viser klasse i sammenligning med direkte konkurrenter

De danske selskaber viste i 2023 styrke målt mod deres direkte konkurrenter med en bedre udvikling både i omsætning og rentabilitet. Prisfastsættelsen på de danske selskaber er samtidig kun beskedent dyrere end konkurrentpuljens. Den åbenbaring bør egentlig i sig selv være nok til at stoppe snakken om et overdyrt dansk aktiemarked, fordi merprisen kan forklares med overlegen rentabilitet og indtjeningskraft, og sammensætningen og vægtningen i de danske aktieindeks.

De danske selskaber distancerer konkurrenterne målt på omsætning i 2023

De største danske selskaber leverer et overbevisende indtryk i forhold til konkurrentpuljen, når vi ser på omsætningen i 2023. Med en gennemsnitlig stigning på 13,8% noterer de danske selskaber lige som i 2022 en bedre omsætningsudvikling end konkurrenterne (se figur 1). Det tegner et billede af, at de danske selskaber vinder markedsandele fra de direkte konkurrenter. I 2023 er det nemlig ikke opkøb og styrkelse af USD, der er hovedforklaringer bag den bedre omsætningsudvikling. Om de vundne markedsandele kommer på bekostning af rentabilitet og indtjening, det vender vi tilbage til senere i analysen.

Figur 1. Gennemsnitlig omsætningsvækst

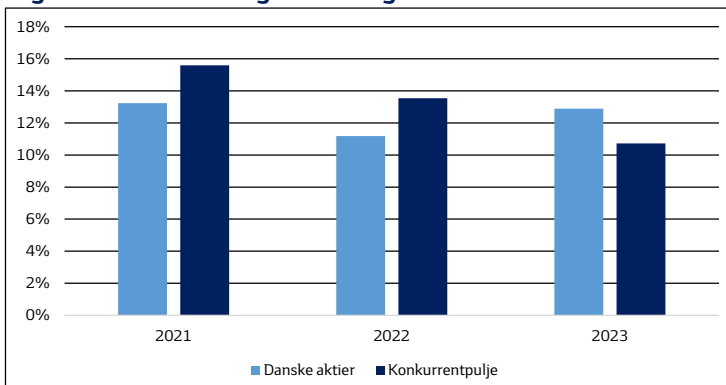


Kilde: LSEG Datastream og egne beregninger

De danske selskabers omsætningsvækst er drevet af Bavarian og Novo Nordisk, og hele 14 ud af 18 selskaber i analysen har omsætningsfremgang i 2023. Ned i gennemsnittet trækker især A. P. Møller -Mærsk og DSV, mens også Rockwool og GN Store Nord noterer omsætningsfald – dog kun beskedent.

På indtjeningssiden er billedet lige så solidt. Den gennemsnitlige nettomargin hos de danske selskaber stiger til 12,9% fra 11,2% (se figur 2).

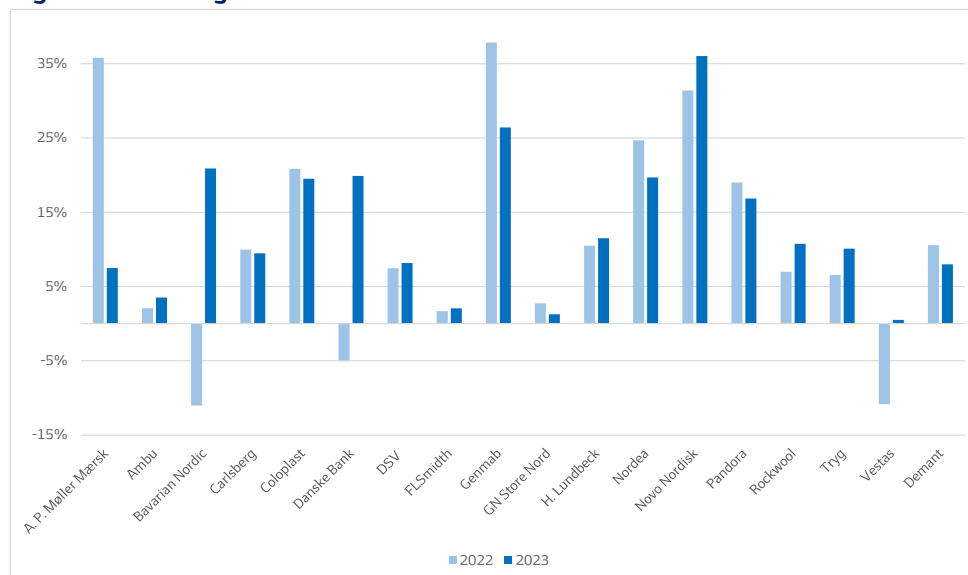
Figur 2. Gennemsnitlig nettomargin



Kilde: LSEG Datastream og egne beregninger

Her er billedet naturligvis også blandet – med de største negative indslag hos A. P. Møller – Mærsk og Genmab, som det fremgår i figur 3. Det er værd at notere sig, at 8 ud af 18 selskaber i analysen faktisk har fald i nettomarginen i 2023 – de fleste dog i meget beskeden grad. Danske Bank (i 2023 uden hvidvaskbøden), Bavarian og Vestas trækker fremgangen, som er renset for Carlsbergs store Rusland-nedskrivning.

Figur 3. Nettomargin i de danske selskaber



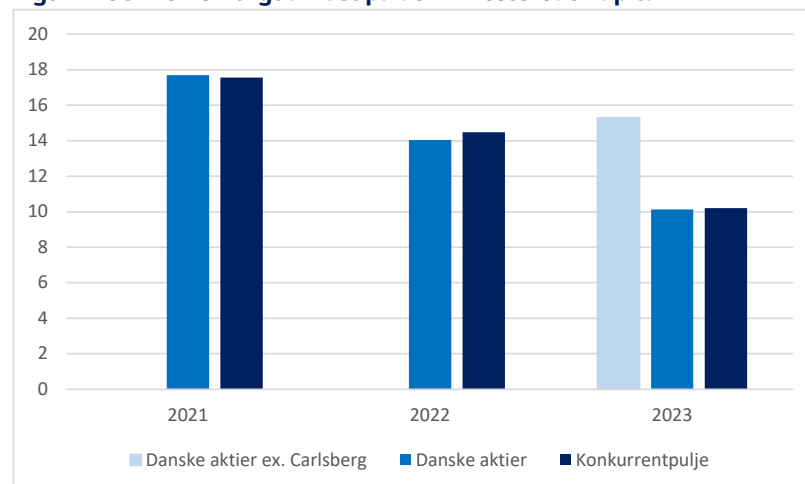
Kilde: LSEG Datastream og egne beregninger

Til sammenligning er der i konkurrentpuljen tilbagegang i 20 ud af 35 selskaber – altså mere end halvdelen. Det er en noget dårligere udvikling end hos de danske selskaber. Også i konkurrentpuljen trækker containerrederierne den gennemsnitlige nettomargin betydeligt ned.

Afkastet på den investerede kapital er på fremmarch, når vi fraregner dyr Rusland-exit

Når vi ser på afkastet på den investerede kapital (ROIC) i figur 4 er udviklingen ikke særlig opmuntrende ved første øjekast. De danske selskaber og konkurrentpuljen ligger side om side med meget små forskelle. ROIC falder herhjemme fra 14% i 2022 til ca. 10% i 2023. Det er der en eneste god grund til: Nemlig Carlsbergs store tab på afståelsen af de russiske aktiviteter. Selv når vi indregner denne markante og helt ekstraordinære post, er faldet i den gennemsnitlige ROIC for de hjemlige selskaber faktisk mindre end for konkurrentpuljen. Det er trods alt opmuntrende. Korregerer vi opgørelsen for Carlsberg, så stiger ROIC til 15,3% for de danske selskaber (lyseblå 2023-søjle), og så kommer de danske selskaber langt bedst ud af denne sammenligning. Vestas, Novo Nordisk og Bavarian trækker læsset, og eksklusive Carlsberg har 7 ud af 14 selskaber fremgang i ROIC herhjemme. I konkurrentpuljen er tallet 13 ud af 29 – og altså lidt svagere end herhjemme.

Figur 4. Gennemsnitligt afkast på den investerede kapital



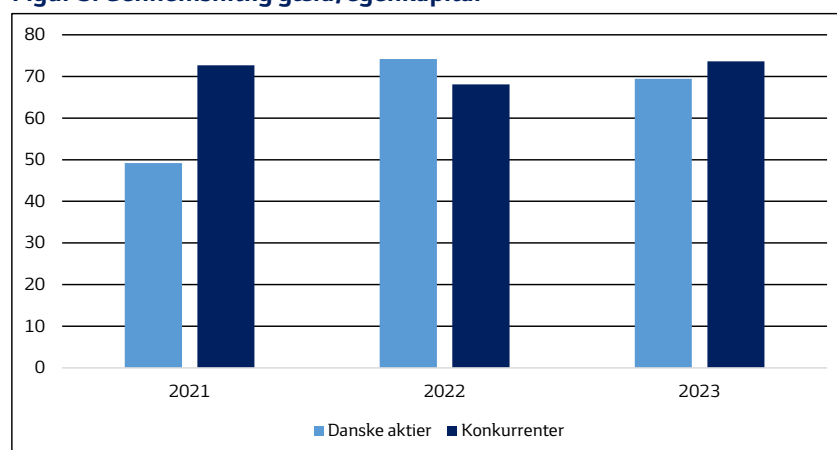
Anm.: Banker og forsikringselskaber indgår ikke. Kilde: LSEG Datastream og egne beregninger

Gældssituationen er under kontrol

Renterne er steget massivt over de seneste to år. Mange selskaber finansierer sig med længereløbende obligationer og mærker endnu ikke rentemodvinden så markant, men det er åbenlyst, at høj gæld vil medføre betydelige stigninger i rentebetalingerne hen over en periode på bare nogle få år med de renteniveauer, som vi ser lige nu.

Vores sundhedstjek på, om gælden er ved at komme ud af kontrol, foretager vi ved at se på gælden i forhold til egenkapitalen (se figur 5). Vi kan konstatere, at de danske selskabs gæld i forhold til egenkapitalen er faldet hen over det seneste år. Det ligner et skridt i rigtig retning og styrker vores selskab-for-selskab-indtryk af, at gælden helt sikkert er under kontrol. For konkurrentpuljen er der derimod tale om en stigning. Gælden i forhold til egenkapitalen i konkurrentpuljen er nu højere end for de danske selskaber – modsat for et år siden.

Figur 5. Gennemsnitlig gæld/egenkapital



Anm.: Banker indgår ikke. Kilde: LSEG og egne beregninger

Blandt de danske selskaber stiger gælds/egenkapital-niveauet i 7 ud af 16 selskaber. For de selskaber, der har højest gæld, er udviklingen dog i den rigtige retning – nemlig faldende. I konkurrentpuljen er gæld/egenkapital stigende i 16 ud af 31 selskaber – altså lidt værre end i de danske selskaber. Stigningerne er også generelt større end hos de danske selskaber.

Vi er forsigtige med at konkludere for skarpt på tallene, og selv om konkurrenterne tager et skridt i den forkerte retning, så er der ikke umiddelbart antydning af, at de under et er på vej i en uholdbar gældsspiral.

Danske selskaber giver konkurrenterne klart baghjul i 2023

Efter et svagt år målt mod de direkte konkurrenter i 2022 gør de danske selskaber (faktisk helt på linje med vores forudsigelser for et år siden) et massivt comeback og lægger igen betydelig afstand til konkurrenterne i 2023. Uanset målepunkt viser de danske selskaber en bedre udvikling end konkurrenterne.

Omsætningen vokser hurtigere hos de danske selskaber i 2023, rentabiliteten er i fremgang og nu (igen) betydeligt bedre end hos de direkte konkurrenter. Afkastet på den investerede kapital er (renset for Carlsbergs Rusland-nedskrivning) betydeligt bedre end hos konkurrenterne, og gælden i forhold til egenkapitalen falder en smule hos de danske selskaber, mens det stiger for konkurrenterne.

Bliver 2024 et år, hvor de danske selskaber giver den endnu mere gas?

Med udsigt til et år, der vækstmæssigt byder på mere af det samme – altså fortsat økonomisk opbremsning, så forventer vi os faktisk en del af de danske selskaber, der normalt er dygtige til at navigere i et miljø præget af side- og modvind. Vores meget tidlige forudsigelse vil derfor også være, at de danske selskaber som minimum holder fast i deres forspring i 2024.

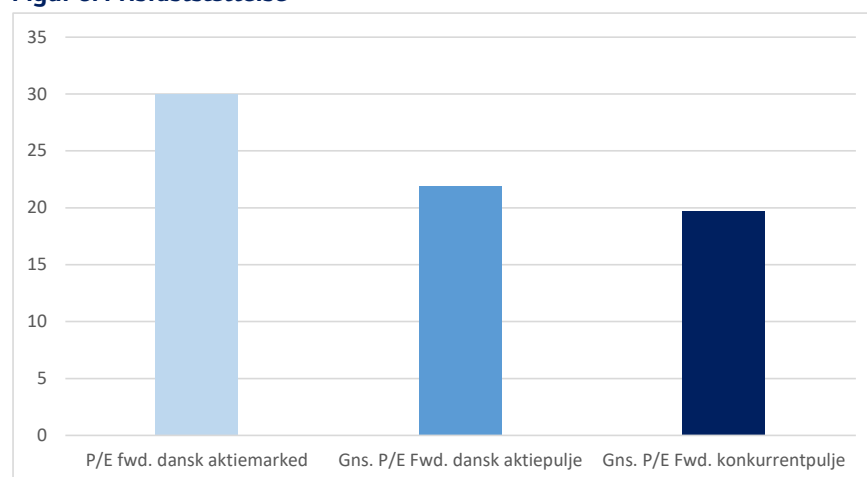
Prisfastsættelsen er håndterbar i forhold til konkurrenterne

Prisfastsættelsen på indeksniveau herhjemme er stadig meget dyr i forhold til andre markeder – men kradser vi bare lidt i overfladen, så er billedet faktisk betydelig bedre.

Den gennemsnitlige P/E fwd for de 17 danske aktier er på 21,9x (midtersøjlen i figur 6), hvilket er milevidt fra den markedsværdivægtede P/E fwd. på ca. 30x (venstre søjle). A. P. Møller – Mærsk indgår ikke i sammentællingen på grund af forventning om underskud og derfor meningsløs P/E fwd. I konkurrentpuljen indgår A. P. Møller- Mærsk to konkurrenter, men selv uden disse to selskaber ændrer den samlede prisfastsættelse sig kun marginalt og lander på 19,7x (højre søjle).

Merprisen for puljen af de danske selskaber er altså ca. 11% i forhold til konkurrentpuljen.

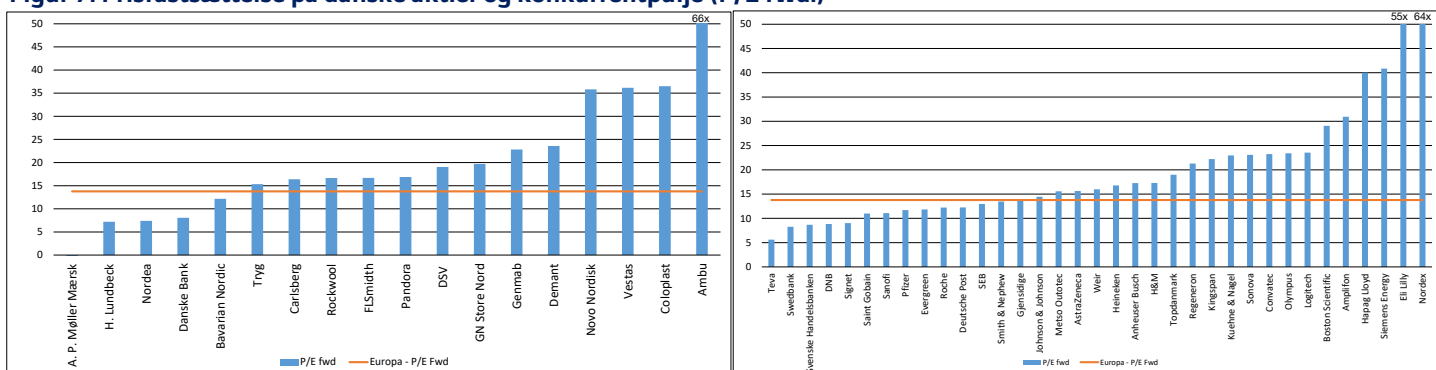
Figur 6. Prisfastsættelse



Kilde: LSEG Datastream og egne beregninger

Den visuelle fremstilling (se figur 7) af selskabernes prisfastsættelse (målt ved P/E fwd.) efterlader også et betryggende indtryk af, at der ikke er milevid forskel i prisfastsættelsen mellem puljen af danske selskaber og konkurrenterne. Men der er dog en tendens til, at der er et stort spring op til de fire dyreste selskaber herhjemme. Prisfastsættelsen stiger mere gradvist i konkurrentpuljen.

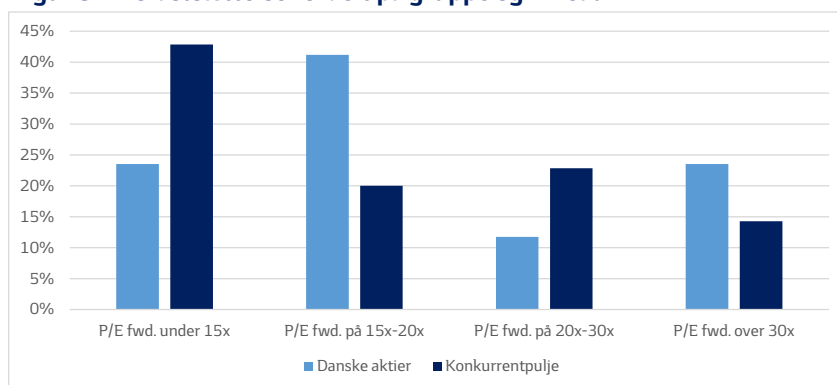
Figur 7. Prisfastsættelse på danske aktier og konkurrentpulje (P/E fwd.)



Kilde: LSEG Datastream og egne beregninger

For at få et lidt bedre overblik, ser vi i figur 8 på, hvordan prisfastsættelsen for de to grupper af selskaber fordeler sig i forskellige intervaller. Det fremgår tydeligt, at der er en højere andel af selskaber med en P/E fwd. under 15x i konkurrentpuljen, og også færrest af de dyreste selskaber med en P/E fwd. over 30x i konkurrentpuljen. Til gengæld kan vi også se, at andelen af selskaber med P/E under og over 20x er stort set ens for begge grupper af selskaber.

Figur 8. Prisfastsættelse fordelt på gruppe og niveau



Kilde: LSEG Datastream og egne beregninger

Den lidt dyrere prisfastsættelse på de danske aktier kan vi forklare med bedre rentabilitet og betydeligt bedre afkast på den investerede kapital (ROIC) – godt nok renset for Carlsbergs Rusland-exit. Samme billede gør sig gældende, når vi ser på egenkapitalforrentningen. Renset for Carlsberg lander de danske selskabers gennemsnitlige egenkapital-forrentning på 20,8% i 2023 – mod kun 15,0% hos konkurrenterne. Endnu et vidnesbyrd om, at der er en god grund til en lidt højere prisfastsættelse på de danske aktier.

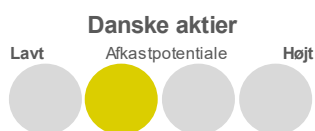
Snakken om et meget dyrt dansk aktiemarked bør egentlig forstumme

Et kig på det danske aktiemarkeds prisfastsættelse kan få nervøse investorer til at stikke halen mellem benene fordi prisfastsættelsen på det samlede marked ser ret dyr ud i forhold til andre aktiemarkeder – se figuren nederst til højre på side 7.

Vores analyse og sammenligningen til de direkte konkurrenter fortæller en helt anden historie. Nemlig en historie om en gruppe af danske aktier, der måske nok er beskedent dyrere end de direkte konkurrenter, men hvor merprisen sagtens kan forklares med en bedre rentabilitet, lønsomhed og toplinjefremgang.

I bund og grund handler det danske aktiemarkeds ”dyre” prisfastsættelse (og det er helt tilsigtet, at vi nu benytter citationstegn rundt om ”dyre”) mere om selskabernes vækstpotentiale og sammensætning – og ikke mindst om den vægt, som de indgår i indekset med. Det langsigtede indtjeningspotentiale i Novo Nordisk er betydeligt, og nok til at retfærdiggøre vores overbeviste købsanbefaling, men derfor handler aktien alligevel rigtig dyrt i forhold til det kommende års indtjening – og den vægter altså også rigtig tungt i opgørelsen, når det samlede danske aktiemarkeds P/E fwd opgøres.

Det må ikke skræmme investorer fra at købe danske aktier, især ikke, fordi analysen mod de direkte konkurrenter så klart understreger, at den beskedne merpris, som de danske selskaber handler med, let kan forklares med de danske selskabers indtjeningsmæssige overlegenhed.



Vi fastholder det gule afkastbarometer på de danske aktier og ser et afkastpotentiale, der er bedre på de danske aktier end på de globale aktiemarkeder i det kommende år.

Hvad taler for aktiekursstigninger på de danske aktier:

- Overlegen indtjeningsevne pga. stærke positioner i vækstprægede industrier
- Høj kvalitetsindtjening med relativt begrænset risiko
- Mange selskaber er bedst i klassen og har stærke balancer
- Høj grad af omstillingsdygtighed



Risici, der kan afspore aktiekursstigninger på de danske aktier:

- Dyr prisfastsættelse på flere af selskaberne
- Randmarked med begrænset likviditet, når der er aktiepanik
- Høj andel af (troløst) udenlandsk ejerskab



Grundpræmisser for analysen

Puljen af danske aktier består af de 18 selskaber, som Sydbank har haft analysedækning af i 2023. For hvert af de danske selskaber har vi nøje udvalgt de to bedst sammenlignelige konkurrenter (Undtagelse: for GN Store Nord kun én). I alt er der altså 35 selskaber i konkurrentpuljen. De enkelte selskaber og industrier fylder altså reelt lige meget i begge puljer af selskaber. Det giver et meget ensartet og brugbart grundlag for sammenligningen. I alle dele af analysen (Omsætningsvækst, Nettomargin, ROIC, Gæld/Egenkapital og P/E fwd.) måler vi desuden på gennemsnitstal for at sikre, at alle selskaber indgår med samme vægt i deres pulje, og at den enkelte industri er repræsenteret med ens vægt i begge puljer.

Nøgletallene, som vi måler på, er også udvalgt for at udnytte datagrundlaget optimalt. Eksempelvis måler vi på gennemsnitlig udvikling i nettomargin og ikke "bare" gennemsnitlig indtjeningsvækst. Det gør vi for at kunne bruge ALLE tilgængelige data. Indtjeningsvækst giver eksempelvis ingen mening for de selskaber, der forvandler overskud til underskud eller omvendt.

Forklaringer:

Nettomargin = Nettoresultat / omsætning

ROIC = Afkastet på den investerede kapital = Skattejusteret resultat af primær drift / Investeret kapital

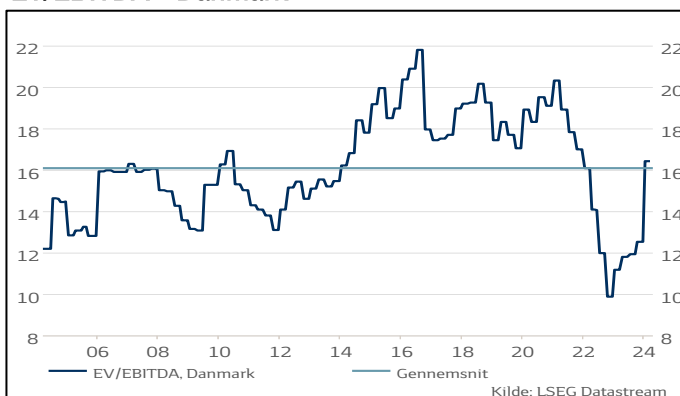
P/E fwd. = Aktiekurs / Resultat pr. aktie forventet i de kommende 12 måneder.



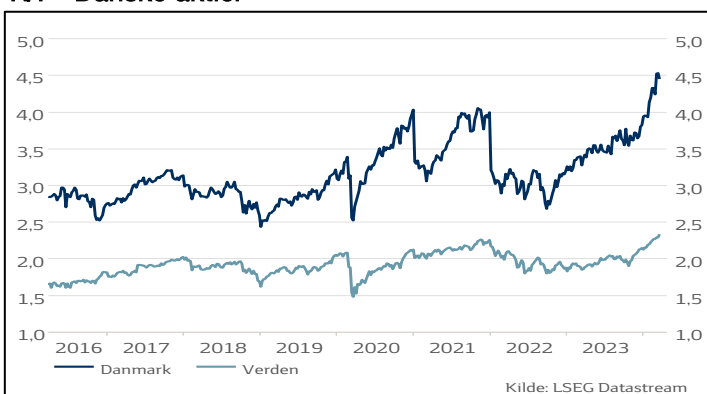
P/E, Danmark



EV/EBITDA - Danmark



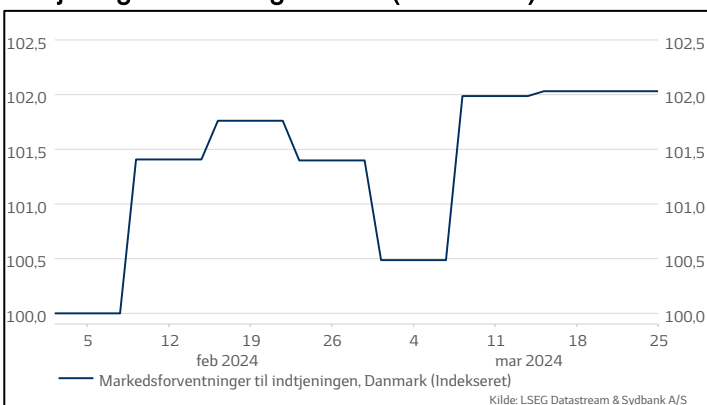
K/I – Danske aktier



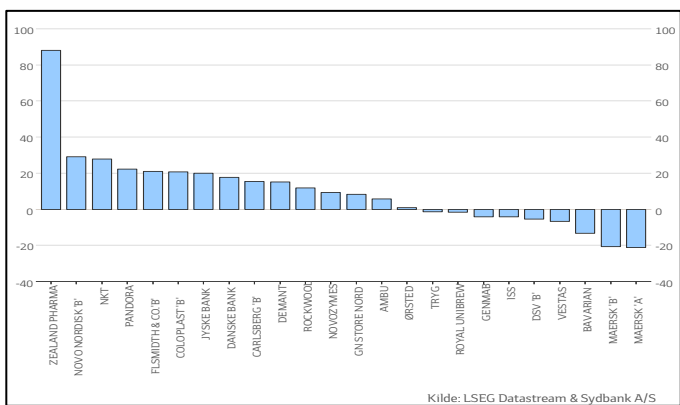
Udbytteafkast (yield) kontra 10-årig rente, Danmark



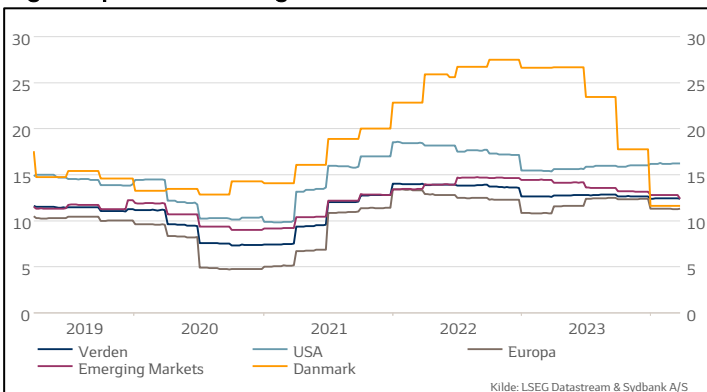
Indtjeningsforventninger 2024 (Indekseret)



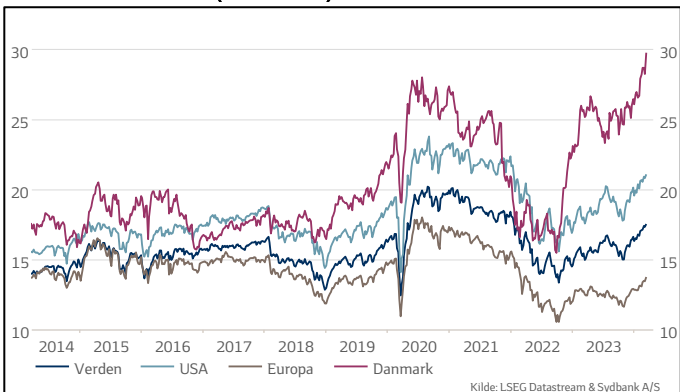
År-til-dato-afkast



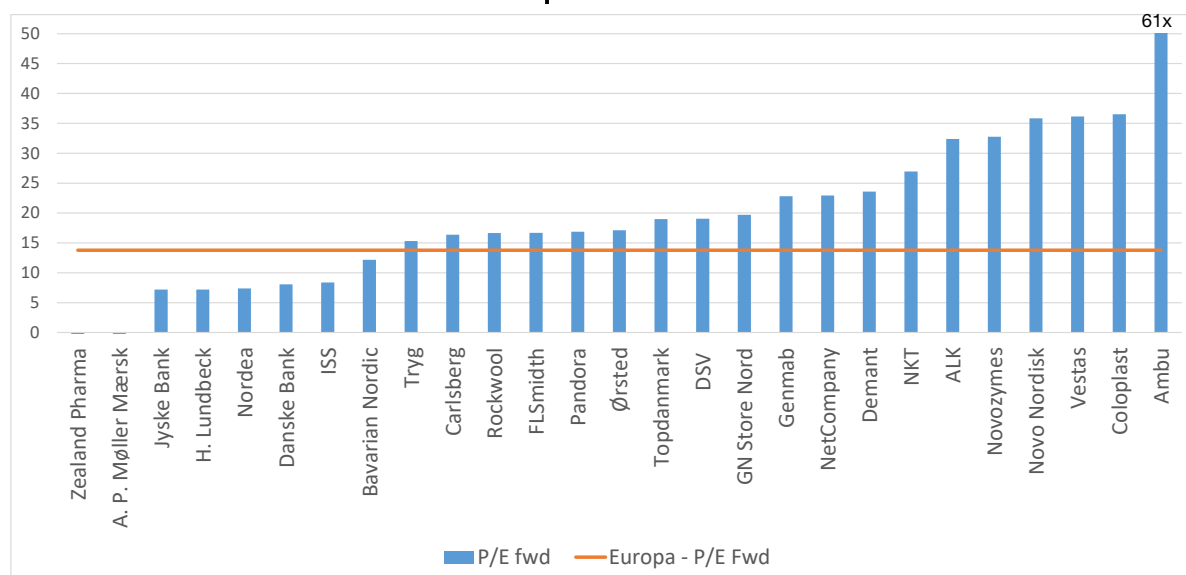
Egenkapitalforrentning



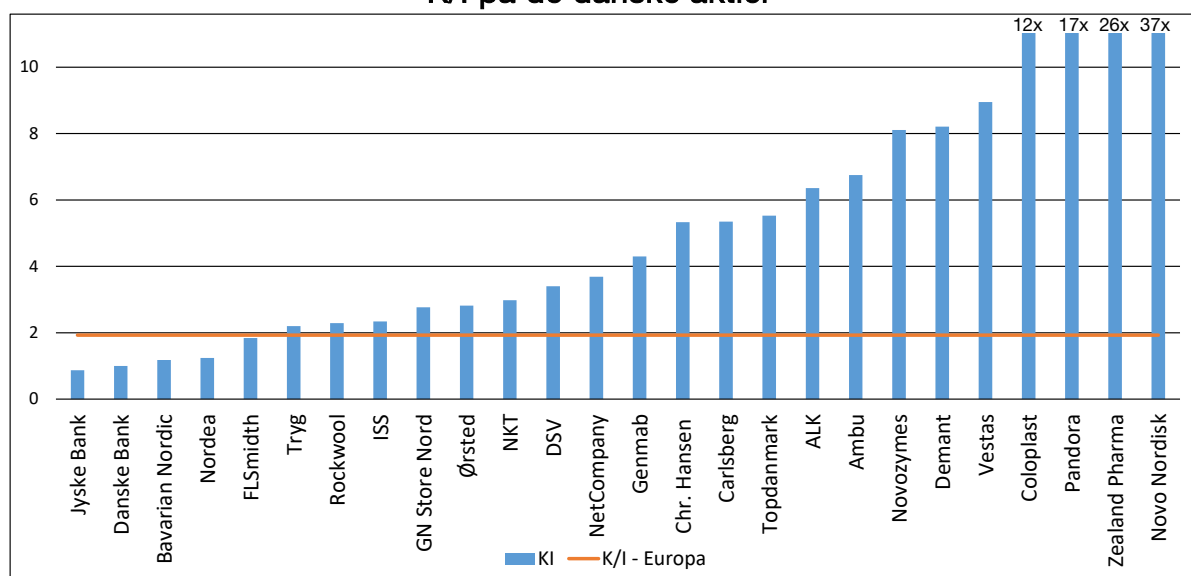
Prisfastsættelse (P/E fwd.)



P/E Fwd. på danske aktier



K/I på de danske aktier



Sektorjusteret P/E – regioner og Danmark

P/E fwd	Verden	USA	Europa	EM	Fjernøsten	Latinamerika	Danmark
Basismaterialer	16,6	20,5	15,1	12,3	13,1	7,9	31,8
Cyklisk forbrug	19,9	25,8	13,5	12,7	11,4	13,1	17,5
Stabilt forbrug	18,7	19,9	16,6	20,2	16,0	17,0	16,2
Energi	10,8	12,4	7,3	8,7	7,6	5,0	
Finans	12,9	15,5	8,7	8,0	6,9	8,1	9,3
Medicinal	19,0	19,0	17,6	26,6	27,7	16,3	36,4
Industri	19,5	21,4	18,4	13,3	11,2	13,0	30,6
Teknologi	28,5	28,6	28,6	17,6	17,0	24,2	
Kommunikation	18,4	18,8	13,5	14,8	15,1	12,0	
Forsyning	14,0	15,5	11,8	11,1	9,7	9,5	16,1
Ejendomme	25,9	36,9	13,8		10,1	12,0	
P/E fwd - marked	19,7	21,1	13,8	12,2	11,6	8,9	29,8
Sektorneutral P/E fwd*	19,7	21,6	17,1	15,3	14,4	15,5	22,1

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 Finans-tilsynet. 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 19 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	68,4%
Hold	På linje med gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	26,3%
Sælg	Dårligere end gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	5,3%

Vi opdeler virksomhederne i to kategorier - cykliske og defensive aktier. Køb betyder således, at vi forventer, at aktien vil klare sig relativt bedre end de øvrige selskaber i kategorien. Hold betyder, at vi forventer, 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	Rockwool	A. P. Møller Mærsk
Defensive aktier	Carlsberg Genmab GN Store Nord H. Lundbeck Novo Nordisk Tryg Ørsted	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.