



Afkastbarometer

Globale aktier



USA-aktier



Europæiske aktier



Emerging markets aktier



Danske aktier



Risikobarometer

Aktuel aktiestemning

Dårlig God



Risiko for turbulens

Lav Høj



Aktieafkast

Aktieafkast (%)	2024	-1M
Globale aktier	8,3	3,2
Regioner		
USA-aktier	10,4	3,2
Europa	7,8	4,1
Emerging Markets	2,4	2,5
Sektorer		
Materialer	3,4	6,5
Energi	10,0	9,2
Industri	9,8	3,9
Stabil forbrug	3,5	2,4
Medicinal	7,7	2,5
Cyklisk forbrug	6,8	0,9
Kommunikation	13,0	3,6
Forsyning	1,5	5,9
Finans	10,7	5,1
Teknologi	12,4	1,7

AktieStrategi, nr. 6 / 2024
Jacob Pedersen, CFA
Aktieanalysechef
tlf. +45 74 37 44 52
jacob.pedersen@sydbank.dk
02-04-2024, kl.: 07:25
sydbank.dk
Aktieanalysen

Aktiefesten fortsætter – men isen bliver tynd

Aktiefesten fortsætter trods dyr prisfastsættelse og svag indtjeningsudvikling

De globale aktier har givet et afkast på 3,2% i marts – med Europa som den bedste region og med beskedne afkastforskelle regionerne imellem. Årsregnskabs sæsonen er afsluttet med langt fra prangende regnskaber og færre positive overraskelser end vanligt. De generelle kommentarer har indikeret, at der venter svage væksttendenser – men dog ingen økonomisk nedsmeltning.

Sydbanks vurdering: Vi fastholder det røde afkastbarometer på de globale aktier, og de røde regionale afkastbarometre. *Det røde afkastbarometer og udsigten til et lavt eller måske negativt afkast er IKKE ensbetydende med, at investorer skal sælge alle deres aktier.* Aktiefesten fortsætter ret ufortrødent. Aktierne er siden begyndelsen af 2023 steget med mere end 30% uden indtjeningsvækst og siden starten af 2024 også med betydeligt reducerede (og også udskudte) forventninger til centralbankernes rentenedsættelser. Det sker desuden i et miljø, hvor markedsforventningerne til 2024-indtjeningen er sænket siden årets begyndelse men stadig ser for optimistiske ud, og hvor prisfastsættelsen på langt de fleste dele af markedet er dyrere end i nul-rentetæraen. Læg dertil, at inflationen langt fra entydigt har retning mod 2% mere – især i USA. Fundamentet for kursstigningerne ser dermed virkelig spinkelt ud, og isen bliver tyndere og tyndere. Selv med udsigt til nogle få rentenedsættelser i år, vil tidligere renteforhøjelser også have negativ effekt på økonomierne, og der er virkelig behov for gedigne indtjeningsoverraskelser for at årets kursstigninger giver mening med den aktuelt dyre prisfastsættelse. En økonomisk opblomstring ligner en forudsætning for positive indtjeningsoverraskelser, men den er svær at regne hjem, da arbejdsløsheden er lav og kapaciteten til at skabe økonomisk fremgang er begrænset – især i Europa. Tiltagende økonomisk vækst kan derfor øge risikoen for, at inflationen ikke når ned på 2%. Vi udelukker ikke fuldstændig, at alt kan gå op i en højere enhed og resultere i nogenlunde positive aktieafkast det næste år, men sandsynligheden er lav. Centralbankerne har øjnene rettet mod rentenedsættelser, og henset til deres rolle i henholdsvis amerikansk og europæisk økonomi kan vi godt se logikken i det. Men i et endnu større perspektiv ser vi et miljø, hvor risikolysten uanset om vi taler aktier, guld eller kryptovalutaer er meget høj. Derfor ligner det en halvfærdig leg, når centralbankerne vil sænke renterne og lægge yderligere på risikolysten, som i forvejen har bragt flere aktivklasser ud omkring rekord – og op på meget dyre niveauer. Vi anbefaler en forsigtig investeringstilgang og ser bedst afkastpotentiale i defensive sektorer som stabilt forbrug og medicinal, og lavere afkastpotentiale i eksempelvis cyklisk forbrug og især dele af industri. Desuden vil vi favorisere kvalitetsselskaber med stærke markedspositioner, stabilt høj indtjening og håndterbar gæld. På regionsbasis ser vi stadig lidt bedre afkastmuligheder i de dyre men indtjeningsrobuste amerikanske aktier end på Kina-afhængige Emerging Markets og i Europa, der er vækstudfordret og må investere tungt i både energiforsyning og forsvar.

Hvad taler for aktiekursstigninger:

- Inflation i sikker retning mod 2% og signaler om markante rentesænkninger
- Mærkbar økonomisk fremgang
- Nedtrapning af krigen i Ukraine og konflikten i Mellemøsten



Risici, der kan afspore aktiekursstigninger:

- Nedjustering af indtjeningsforventninger er på vej
- Mere betydelige økonomiske effekter af renteforhøjelser
- Inflations- og rentestigninger vil afsløre gældsbobler
- Optrapning af krigen i Ukraine og konflikten i Mellemøsten
- Massive olieprisstigninger



Aktuel prisfastsættelse (P/E fwd.) i forhold til 20-årigt gennemsnit

	Energi	Materialer	Teknologi	Stabil forbrug	Medicinal	Kommunikation	Industri	Cyklisk forbrug	Forsyning	Finans	Markedsindeks
GBLALE											
USA											
EUROPA											
EM											

Forklaring

	= Dyrere
	= Op til 10% billigere
	= Mere end 10% billigere

Kilde: LSEG Datastream og egne beregninger



Danske aktier – Svært at finde kvalitet i lige så koncentreret form andre steder

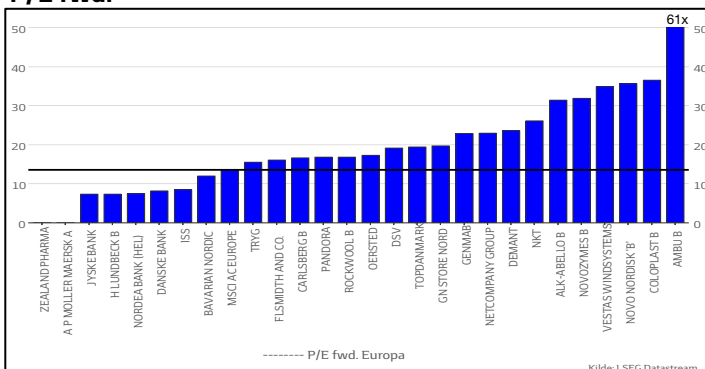
De danske aktier har givet et afkast på 6,3% i marts (C25 hvor Novo Nordisks vægt er begrænset: 3,5% i marts). Perioden har været præget af få retningsgivende regnskaber, og det generelt fine aktiehumør på de globale aktiemarkeder har også påvirket afkastet herhjemme, hvor væggtunge Novo Nordisk igen har trukket overskrifterne i positiv forstand.

Sydbanks vurdering: 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. De danske aktier ser overordentligt dyre ud ved første øjekast, men det er faktisk – i hvert fald delvist – en illusion. Novo Nordisks tunge vægt og dyre P/E fwd. prisfastsættelse (på grund af et meget attraktivt vækstpotentiale) skævvrider simpelthen billedet. Vores nyligt udsendte analyse af de største danske selskaber og deres direkte konkurrenter viser, at merprisen (målt ved P/E fwd.) på de danske aktier er beskedent (lige nu ca. 10%). Merprisen kan desuden forklares med betydelig bedre vækst, rentabilitet og afkast på den investerede kapital hos de danske selskaber end i puljen af direkte konkurrenter. Den ellers umiddelbart dyre prisfastsættelse kan vi derfor forklare med sammensætningen af det danske aktieindeks og attraktive vækstperspektiver. På indtjeningssiden forventer vi også indtjeningsfremgang i 2024 i 13 ud af de 19 selskaber, som vi har analyseret. Det er et godt billede på høj og bredt funderet indtjeningskvalitet herhjemme, og den står i kontrast til hvad investorer kan finde, når de kigger ud i verden i på den korte bane. Betingelserne for indtjeningsvækst ser nemlig ikke ud til at blive bedre i år, end de var i 2023, hvor den globale indtjening stod fuldstændig i stampe. I det miljø vil de danske aktier skille sig positivt ud, og netop indtjeningskvaliteten kan komme i høj kurs i år. Peger rentepilen samtidig ned, som vi forventer, så bør den på overfladen dyre prisfastsættelse ikke give modvind.

P/E fwd., Danmark



P/E fwd.



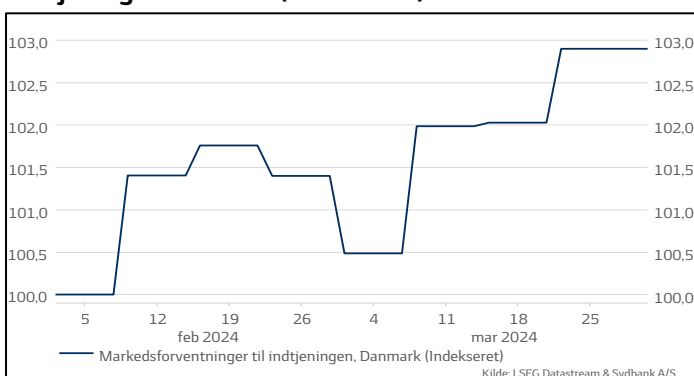
K/I – Danske aktier



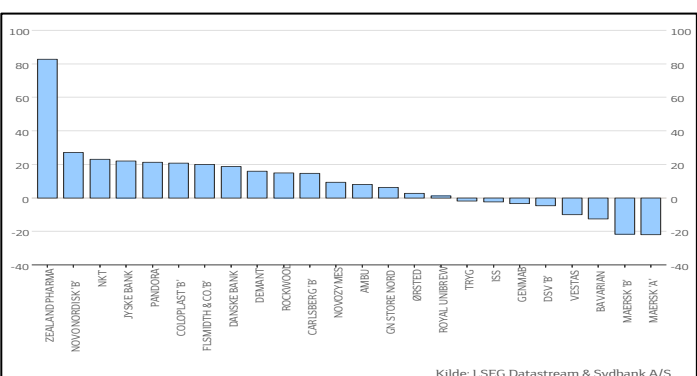
Udbytteafkast (yield) kontra 10-årig rente, Danmark (%)



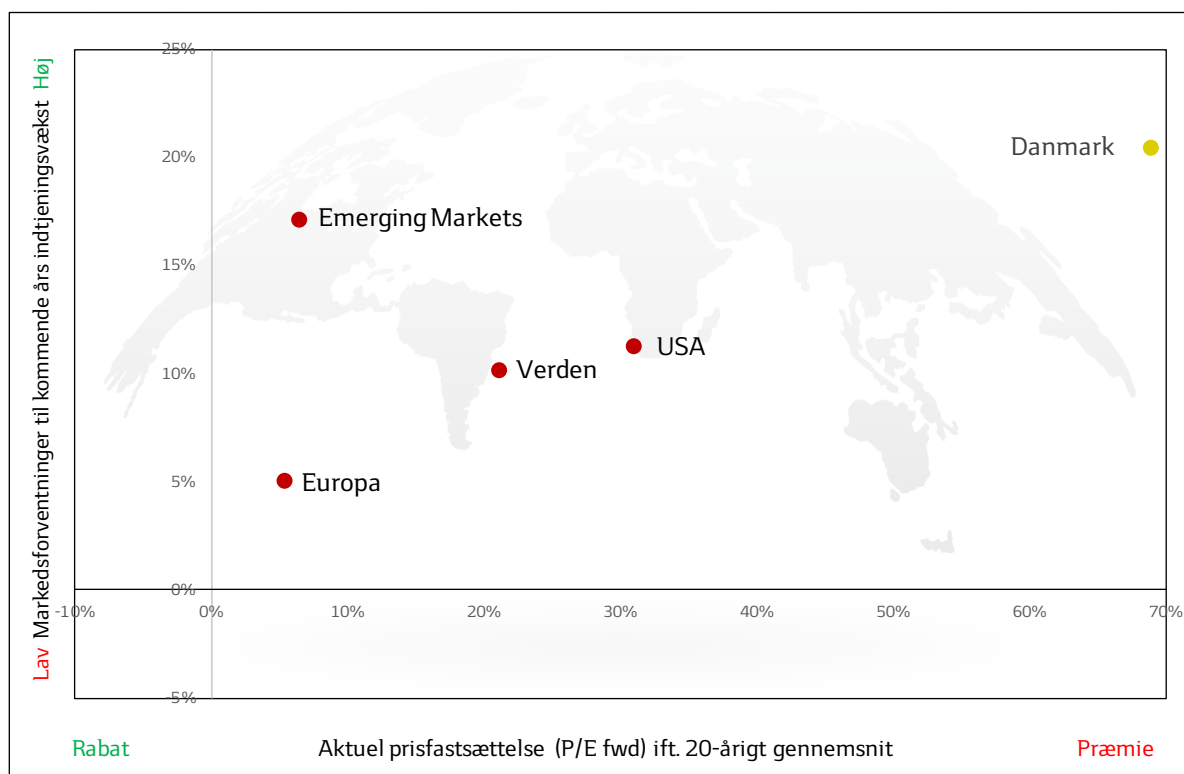
Indtjeningsforv. 2024 (Indekseret)



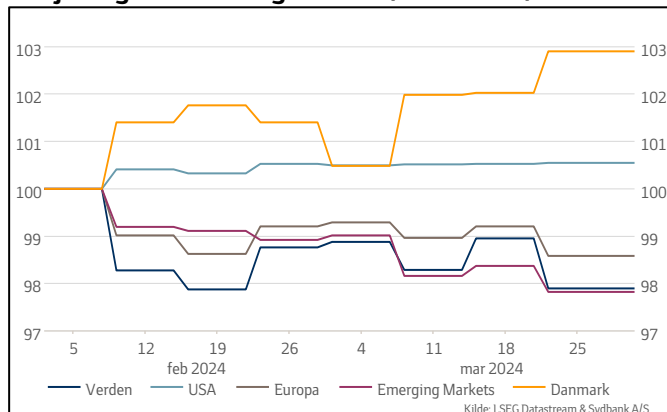
År-til-dato-afkast



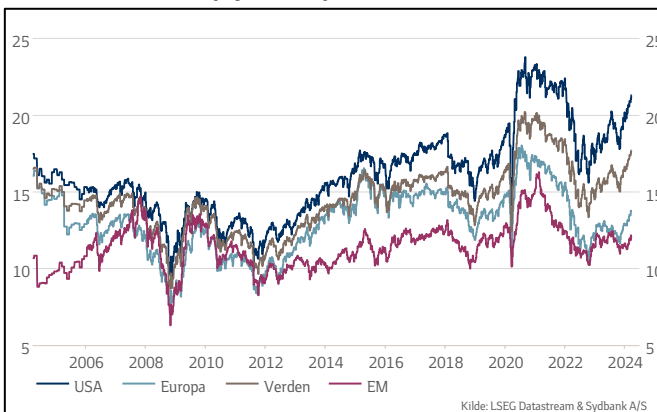
REGIONSVEJVISER



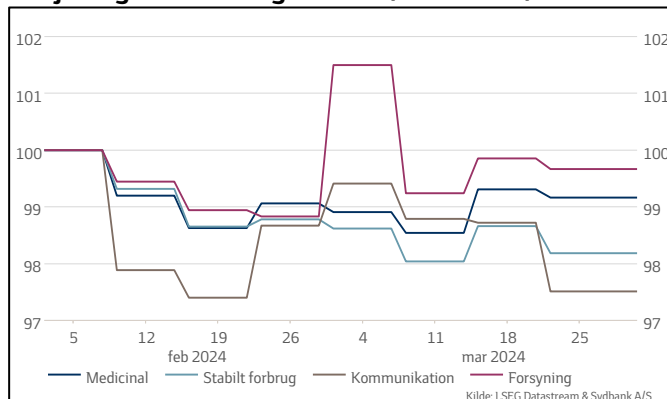
Indtjeningsforventninger 2024 (indekseret)



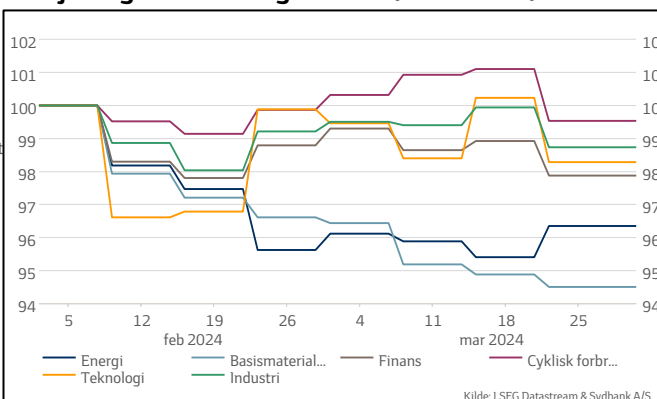
Prisfastsættelse (P/E fwd.)



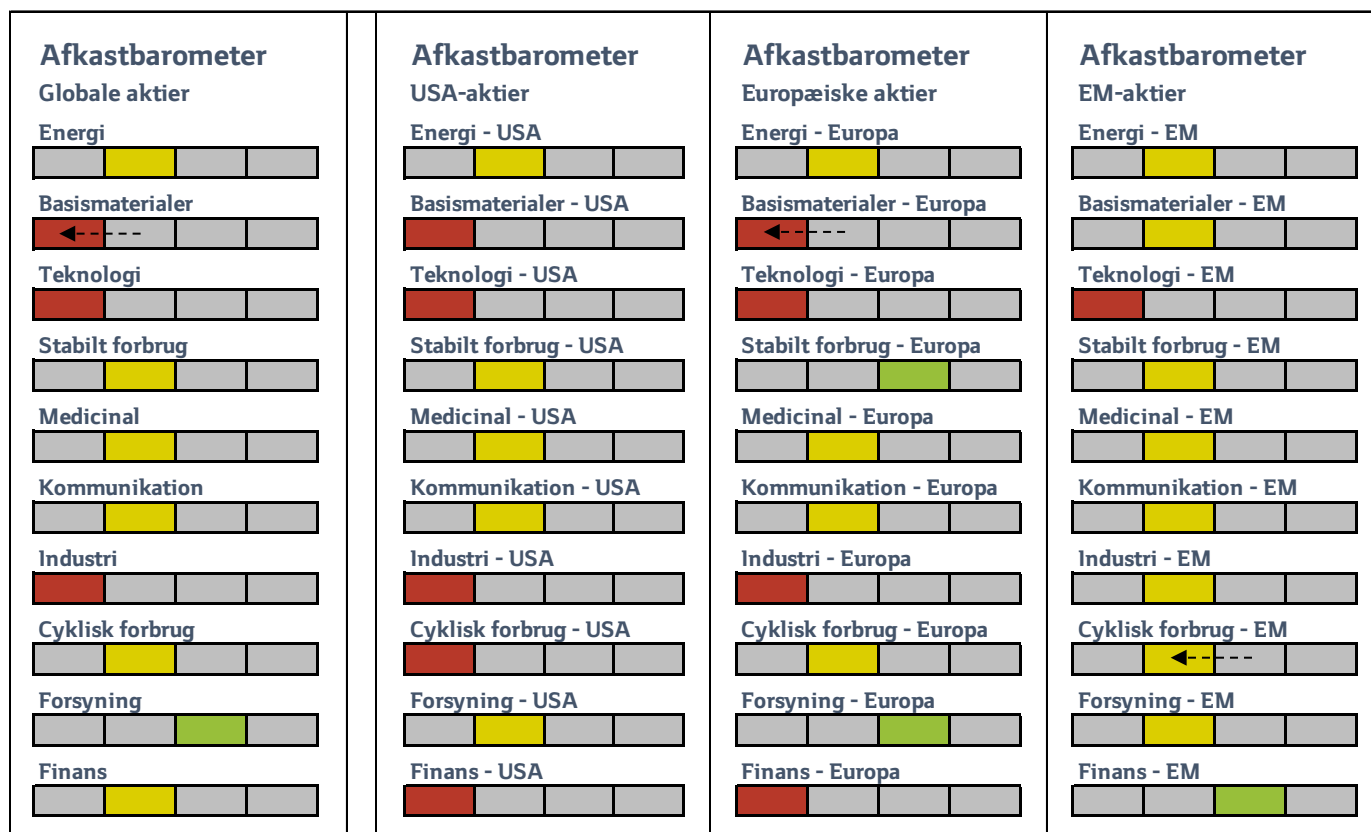
Indtjeningsforventninger 2024 (indekseret)



Indtjeningsforventninger 2024 (indekseret)



SEKTORSTRATEGI



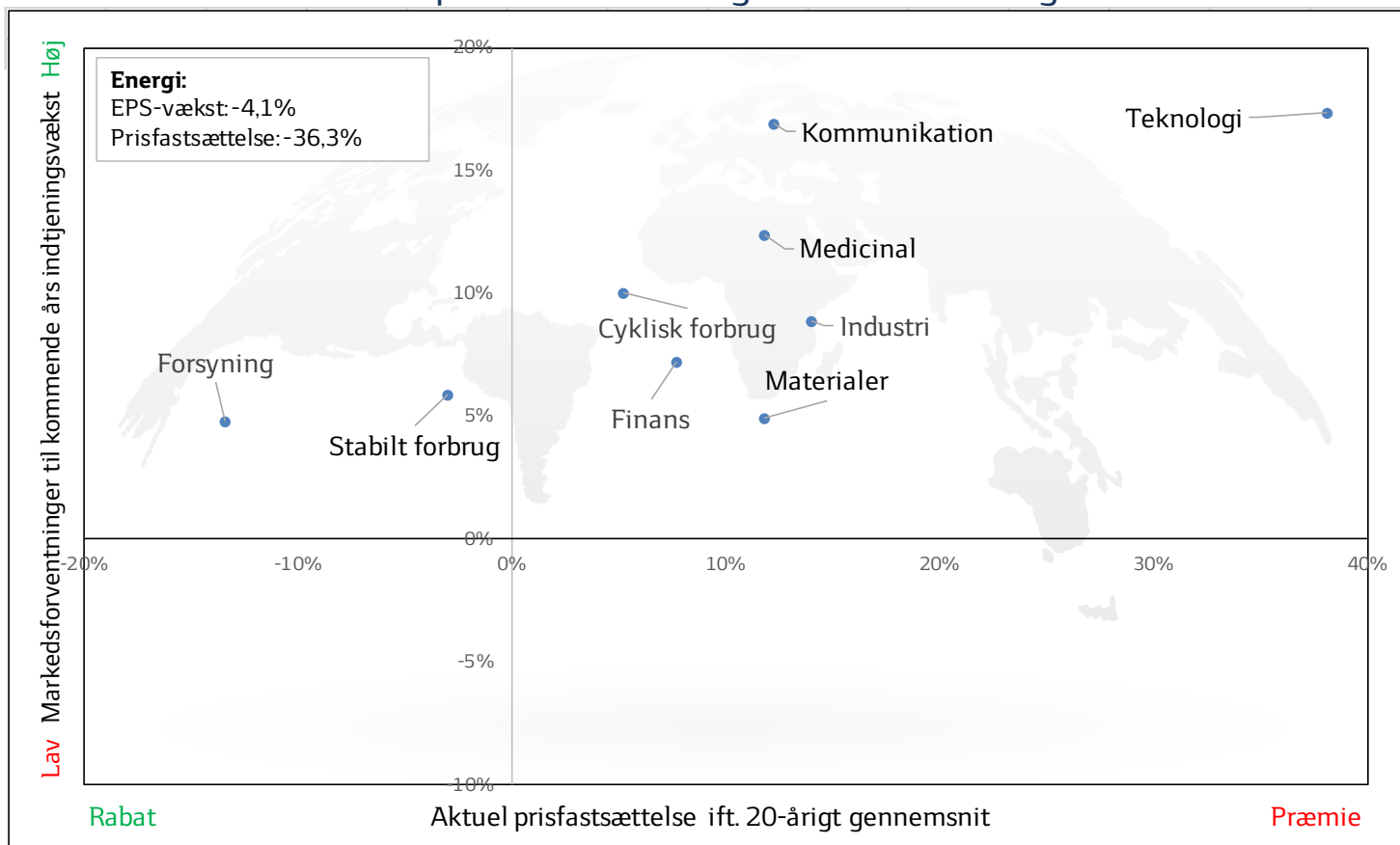
Anm.: Sektoraftkastbarometrene er baseret på kvantitativ analyse og historiske aftkastsammenhænge. Vi benytter gennemsnitlige 1-årige historiske aftkast (måleperiode på 20 år) afhængig af prisfastsættelsen (P/E fwd., P/E, P/EBITDA (K/I for Finans), P/Cashflow) på købstidspunktet og den aktuelle prisfastsættelse i forhold til den historiske prisfastsættelse (Vi har pr. ultimo april 2022 øget vægtingen af 'aktuel prisfastsættelse' i forhold til den historiske prisfastsættelse til 75% fra 40% i modellen.) På grund af GICS-ændringer d. 6. december 2018 gælder det ikke i Teknologi, Kommunikation og Cyklisk forbrug, hvor vi udelukkende benytter aktuel prisfastsættelse i forhold til den justerede historiske prisfastsættelse. Historiske aftkast er ingen garanti for fremtidige aftkast. Resultaterne vægtes og kombineres med aftkastpotentialet i forhold til de aktuelle konjunkturer (se figur side 10). Vores Sektoraftkastbarometre indgår som et af mange input i vores vurdering af aftkastbarometrene på regionerne. Pile markerer ændringer i aftkastbarometre i forhold til seneste udgave af AktieStrategi. Ændringerne skyldes fortrinsvis ændringer i prisfastsættelsen eller forskydninger i vores vurdering af sektorens attraktivitet i den aktuelle/forventede økonomiske cyklus. Vores overordnede aftkastforventninger afspejler en situation, hvor nervøsiteten for recession bliver mere udtalt i forlængelse af opstramningen af pengepolitikken. Derfor har vi indstillet bedømmelsen af den økonomiske cyklus i SektorStrategi til "Recession". Sektoraftkastbarometrene afspejler ikke kvalitative, strukturelle sektorspecifikke forhold, der kan få aftkastet til at afvige væsentligt fra det historiske mønster. Kilde: Egne beregninger

Bemærkninger til SektorStrategi

Sektor	Bemærkninger til indtjeningsudvikling / aktieaftkast	Rentefølsomhed ↑
Energi	Afhængigt af udvikling i olieprisen. Påvirket af miljødagsorden/forsyningssikkerhed.	↑
Basismaterialer	Afhængigt af udvikling i råstofpriser. Delvist påvirket af miljødagsorden.	↑
Teknologi	Afhængigt af digitaliseringstrends, investeringslyst og selskabernes effektiviseringsplaner.	↓
Stabilt forbrug	Ofte overlegent aktieaftkast i perioder med økonomisk tilbagegang.	↓
Medicinal	Letpåvirkeligt af nyhedsflow om medicinalpriser i USA.	↓
Kommunikation	Afhængigt af teleinvesteringer og forbrugernes medieforbrug.	↓
Industri	Afhængig af investeringslyst, erhvervstillid og forbrug.	↑
Cyklisk forbrug	Afhængigt af forbrugertillid og syn på formue, jobsikkerhed mm.	↑
Forsyning	Kan være meget afhængigt af lande- eller regionsspecifikke forhold. Rentefølsom.	↓
Finans	Stigende renter gavner indtjeningspotentialet. Kan tabene holdes nede?	↑

Anm.: Bemærkningerne er ikke udtømmende og repræsenterer meget overordnede vurderinger af forhold, der aktuelt - og i fremtiden må forventes at påvirke aftkastet. Mange andre forhold påvirker også aktieaftkastet. Sammenhæng mellem aktieaftkast og renteudvikling er illustreret (med pile, op/ned) for en situation med rentestigninger. Sammenhængen er ikke entydig og kan variere markant afhængig af placering i rentestigningscyklussen. Sammenhængen varierer desuden afhængig af årsag til rentestigningerne. Historiske aftkast er ingen garanti for fremtidige aftkast. Kilde: Egne beregninger.

Sektorprisfastsættelse og vækstforventninger



Forklaring: Aktuell prisfastsættelse er målt som rabat i forhold til den gennemsnitlige prisfastsættelse over de seneste 20 år – målt ved P/E 12M Fwd. Indtjeningsvæksten er markedsforventningerne til vækst i resultatet pr. aktie i det kommende år.

Kilde: LSEG Datastream

Sydbanks Top3: Novo Nordisk, Tryg, Lundbeck

Forklaring til afkastbarometer



Rødt: Negativt eller meget lavt positivt afkast
Gult: Positivt afkast, lavere end historisk niveau
Grønt: Positivt afkast omkring historisk niveau
Mørkegrønt: Positivt afkast over historisk niveau

Ordforklaring:

P/E: Aktiekurs / Nettoresultat pr. aktie

P/E 12M Fwd = "Fremtidig P/E" = Aktuell aktiekurs / Forventninger til nettoresultat pr. aktie i de kommende 12 måneder

EV/EBITDA: Enterprise Value (= Den samlede værdi af selskabet på gældfri basis) / EBITDA

VIX-indekset: Indeks for de forventede i kursudsving i S&P500-indekset i den kommende måned.

Risikopræmie: Merafkast investor forventer på aktier i forhold til statsobligationer. Alt andet lige giver lav risikopræmie høje aktiekurser.

Udbytteafkast: Udbytte pr. aktie / Aktiekurs

K/I: Børsværdi / Værdien af den bogførte egenkapital.

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 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 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	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.