



## Tema #2 – Renteudvikling og kreditgivning

De seneste års renteforhøjelser får gradvist større effekt på det finansielle system, men vores indtryk er meget klart, at der ikke i den vestlige verden er tale om panik. Vi vurderer derfor også, at virksomhederne ikke har oplevet nogen nævneværdige forringelser af kreditvilkår og kreditgivning i de seneste måneder. Også her bør der være tale om en stabilisering og en accept af en ny virkelighed med renter langt fra nul-renteniveauet. Det betyder også højere renteomkostninger – som hen over nogle år vil ramme de danske selskabers indtjening i takt med, at obligationslån skal fornyes med højere renter.

Faresignalerne er dog til at få øje på visse steder. Ejendomsmarkederne har det svært over det meste af kloden – særlig udtalt i Kina. Er retningen på renten ned herfra – og meget snart – vil det klart være positivt for sektoren. Det vil også reducere risikoen for, at tab på ejendomsmarkedet sætter gang i en ond spiral. Det er dog kun de færreste af de største danske virksomheder, der for alvor har eksponering mod ejendomsmarkedet – Rockwool er en undtagelse, og også bankerne kan blive ramt af stigende tab, hvis problemerne på ejendomsmarkedet tager til. Samlet forventer vi dog ikke, at renteudvikling og kreditgivning giver anledning til problemer hos de danske selskaber.

## Tema #3 – Forsyningskæder og øvrige omkostninger

Vi burde nok egentlig have givet det her regnskabstema overskriften ”lønomkostningsstigninger og forbedringer i forsyningskæden”. For virkeligheden er, at logistik-udfordringerne i Det Røde Hav kun meget kortvarigt gav forstyrrelser. Både rederier og virksomheder har vænnet sig til længere sejltider – og lidt højere omkostninger på grund af længere sejlads. Som sådan vurderer vi altså, at de sidste forstyrrelser i forsyningskæderne bør være stort set forduftet. De tilbageværende problemer, når det kommer til leveringstider og logistiske udfordringer, bør være få og meget spredte. Vi forventer således heller ingen nævneværdig fokus på dette fra selskaberne udover den positive effekt det har på produktionsplanlægning og effektivitet, at forsyningskæderne er normaliseret.

Mens forsyningsproblemerne ser ud til at være fortid, så viser en anden udfordring nu tænder. Godt nok er lønstigninger ud over normalniveauet gennemført sidste år også. Og reelt er lønstigningerne mange steder lavere i år end sidste år, men lønstigningerne er helt sikkert også blevet sværere at sende videre til kunderne på grund af økonomisk stilstand i Europa. Det sidste kan være kommet bag på enkelte, men virksomhederne har allerede fra årets begyndelse haft en god idé om lønstigningernes størrelse, og de bør derfor også være afspejlet i den omkostningsudvikling, der ligger til grund for 2024-prognoserne. Vores undersøgelse fra sidste år viste, at en lønstigning på 5% sænker resultatet før skat med 5% i de danske selskaber, hvis omkostningsstigningerne ikke kan sendes videre til kunderne.

## Tema #4 – Prognoser

Der blev taget rigtig godt imod 2024-prognoserne i januar-februar. Den økonomiske udvikling siden da peger på stort set uændrede vilkår i verdensøkonomien – altså vigtigst af alt; Ingen forringelser af den grundlæggende økonomiske udvikling og dermed også overordnet af markedsvilkårene.

Vi vurderer, at de danske selskaber (vanen tro) har spillet ud med prognoser, som bestemt nok er realistiske, men som også er lettere at overgå end det modsatte. De danske selskaber har derudover vænnet sig til en verdensøkonomi, der gradvist har mistet momentum igennem mange kvartaler, og det tab af momentum ser ud til at være afløst af status quo. Alt i alt peger det mod bedre vilkår for positive overraskelser i løbet af året, hvis stilen kan holdes.

Traditionelt ser vi færre op-/nedjusteringer af prognoserne i forbindelse med 1. kvartalsregnskaberne end halvårsregnskaberne, fordi selskaberne i forbindelse med halvårsregnskaberne i august naturligt har ”flere fugle i hånden og færre på taget” i indtjeningsmæssig forstand end i april/maj. Ambu har forskudt regnskabsår og leverede en opjustering i onsdags frem mod halvårsregnskabet d. 14. maj. Det er et godt eksempel på, at de danske selskaber er godt kørende. For den samlede gruppe af aktier, som vi har dækning af, forventer vi ingen nedjusteringer i den forestående regnskabssæson. Der vil formentlig være nogle få opjusteringer – vores bedste bud er 2-4 (inkl. Ambus), men der vil altså være langt imellem.

Til gengæld ser vi en robust indtjeningsudvikling – og vi forventer bestemt, at mange af vores efterfølgende aktieanalyser kan konkludere, at selskabet er kommet så godt fra start indtjeningsmæssigt i 2024, at der kan være lagt op til en opjustering op til halvårsregnskabet i juli/august.

### **USD vil ikke tage overskrifter – olieprisen vil nok ikke (endnu) – præsidentvalg i USA vil snart**

Olieprisen er steget ret markant mod udgangen af 1. kvartal 2024, og med eskaleringen af Mellemøst-konflikten er niveauet fortsat ca. 10% højere end det "normalniveau", som vi har oplevet i løbet af 2023. Fortsætter stigningerne kan det lægge nedadgående pres på den økonomiske vækst, men kun få af de danske selskaber, vi har analysedækning af (A. P. Møller – Mærsk er en undtagelse), har direkte eksponering mod oliepriserne.

Niveauerne på de vigtigste valutaer (især USD) har til gengæld ikke vist store udsving i forhold til sidste år og seneste kvartal, så vi forventer ikke stor opmærksomhed omkring dette i regnskaberne, selv om USD er steget lidt efterfølgende også.

Præsidentvalget i USA kommer til at tage en masse opmærksomhed hen over de næste måneder – især når sensommer bliver til efterår. Her og nu forventer vi ikke at, selskaberne vil give præsidentvalget stor opmærksomhed, men i takt med at vi kommer tættere på, og kandidaterne rigtig begynder at profilere sig med deres mærkesager, kan det hurtigt ændres.

### **Solide kvartalsregnskaber kan overbevise om senere opjusteringer**

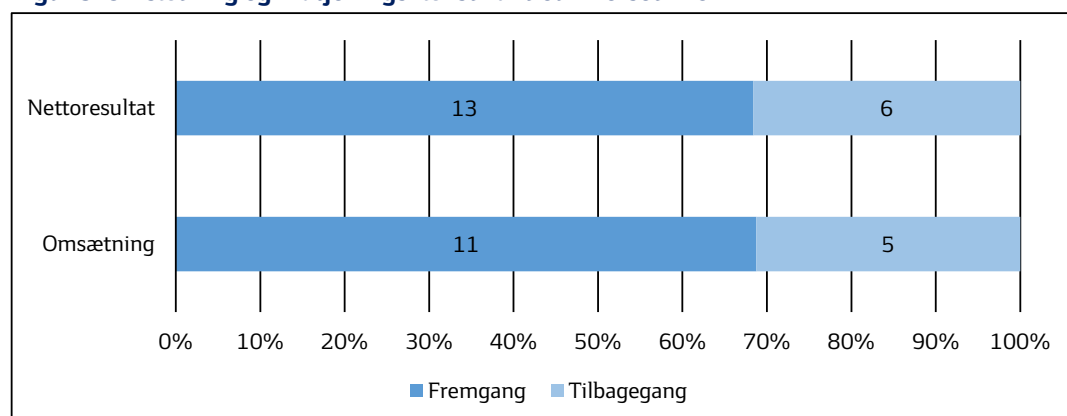
Det store spørgsmål er altid, om præstationerne i den kommende regnskabssæson kan trække danske aktier videre op – eller om de vil afspore den fine kursmæssige begyndelse på året.

Vi ser en høj sandsynlighed for, at stærke kvartalsresultater, der bliver fulgt op af positive kommentarer, kan løfte kurserne yderligere – især for de aktier, der kursmæssigt er kommet halvslojt eller dårligt i gang i 2024. De aktier, der har været kursraketter indtil nu i 2024, kan bestemt også fortsætte en positiv udvikling, men det kræver mere end bare at indfri forventningerne – der skal positive overraskelser til. Ikke nødvendigvis i form af opjusteringer – men så i form af meget stærke resultater, der kan tolkes som forløbere for senere opjusteringer.

### **Hvad skal vi forvente af danske selskaber i 2024?**

Vi forventer, at de danske selskaber i 2024 vil demonstrere høj kvalitet og indtjeningsfremgang som samlet gruppe. Aktuelt forventer vi en fremgang i resultatet før skat på ca. 13% i år – med stor fremgang i Ørsted, Novo Nordisk og Vestas beløbsmæssigt og med A. P. Møller – Mærsk som betydeligt negativt indslag. Samlet forventer vi indtjeningsvækst i 13 ud af 19 selskaber for året som helhed (se figur 3).

**Figur 3. Omsætning og indtjeningsvækst i aktieuniverset i 2024**



Kilde: Egne beregninger



### 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. 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 beskeden (lige nu ca. 13%). 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 – i hvert fald i 2023. En rimelig bredt funderet indtjeningsvækst herhjemme i 2024 vil stå 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.

**Figur 4. Kalender for regnskaber i Sydbanks aktieunivers**

| Selskab             | Dato       | Begivenhed          | Selskab         | Dato       | Begivenhed          |
|---------------------|------------|---------------------|-----------------|------------|---------------------|
| Tryg                | 17-04-2024 | 1. kvartalsregnskab | Ørsted          | 02-05-2024 | 1. kvartalsregnskab |
| Nordea              | 18-04-2024 | 1. kvartalsregnskab | Danske Bank     | 03-05-2024 | 1. kvartalsregnskab |
| DSV                 | 24-04-2024 | 1. kvartalsregnskab | Demant          | 06-05-2024 | Periodemeddelelse   |
| Carlsberg           | 30-04-2024 | Periodemeddelelse   | Coloplast       | 07-05-2024 | Halvårsregnskab     |
| Novo Nordisk        | 02-05-2024 | 1. kvartalsregnskab | Bavarian Nordic | 08-05-2024 | 1. kvartalsregnskab |
| Vestas              | 02-05-2024 | 1. kvartalsregnskab | Ambu            | 14-05-2024 | Halvårsregnskab     |
| Pandora             | 02-05-2024 | 1. kvartalsregnskab | Lundbeck        | 15-05-2024 | 1. kvartalsregnskab |
| A.P. Møller - Mærsk | 02-05-2024 | 1. kvartalsregnskab | Rockwool        | 15-05-2024 | 1. kvartalsregnskab |
| GN Store Nord       | 02-05-2024 | 1. kvartalsregnskab | FLSmidth        | 15-05-2024 | 1. kvartalsregnskab |
| Genmab              | 02-05-2024 | 1. kvartalsregnskab |                 |            |                     |

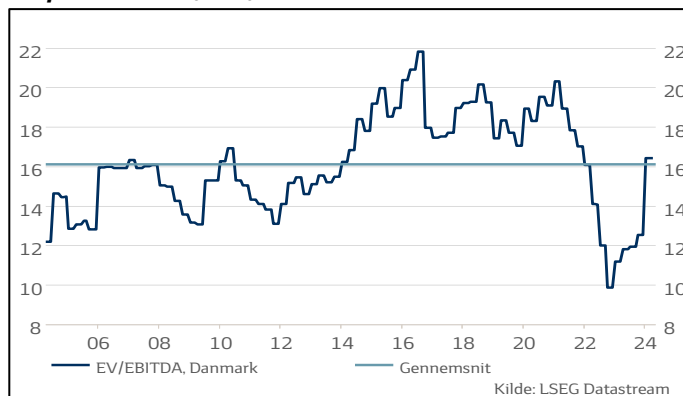
Kilde: Selskaberne



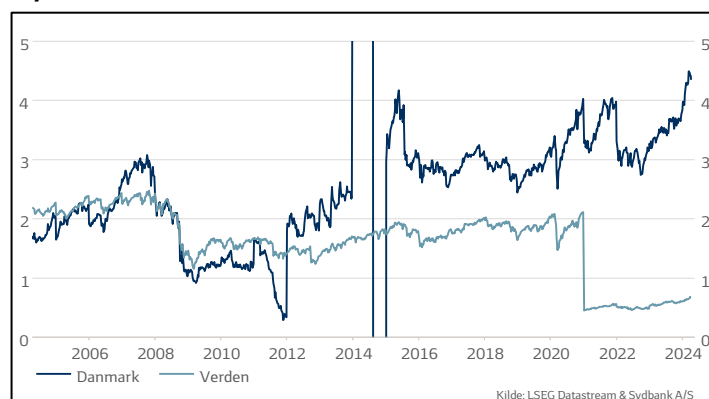
## P/E, Danmark



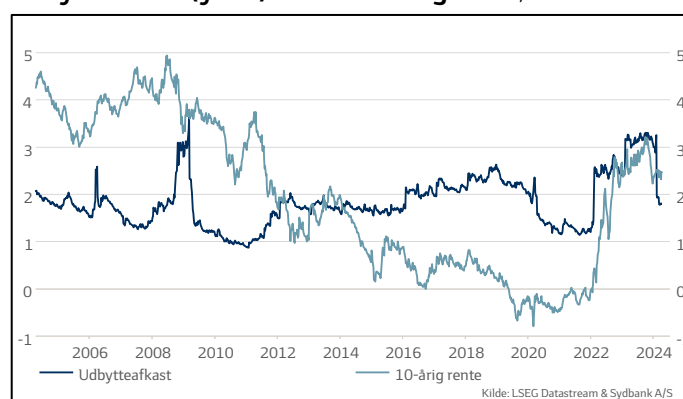
## EV/EBITDA - Danmark



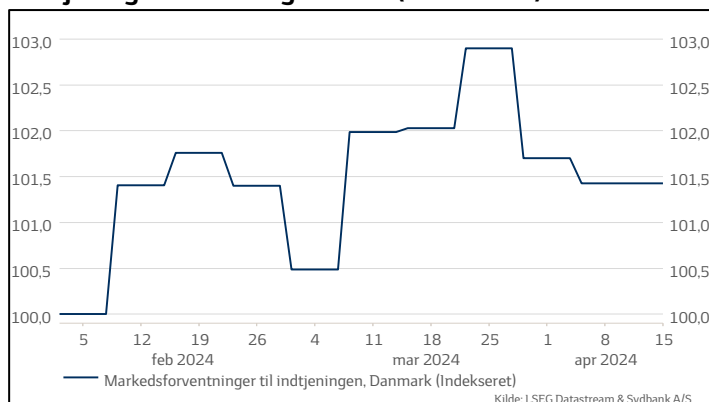
## K/I - Danske aktier



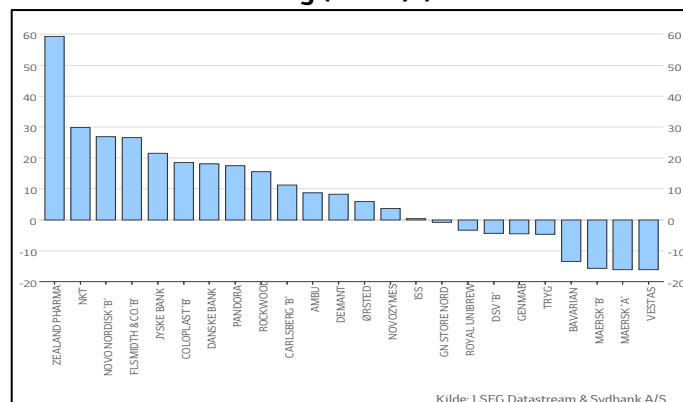
## Udbytteafkast (yield) kontra 10-årig rente, Danmark



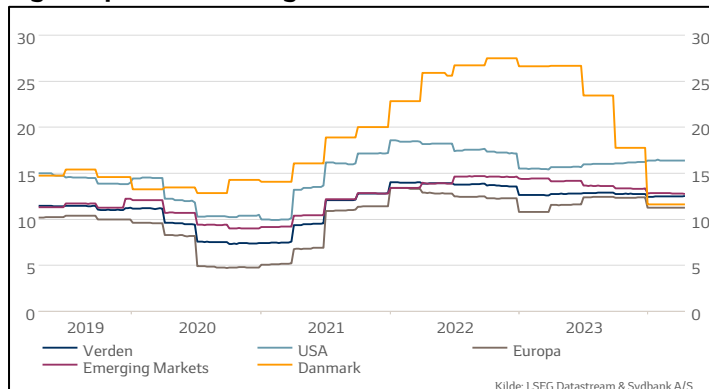
## Indtjeningsforventninger 2024 (Indekseret)



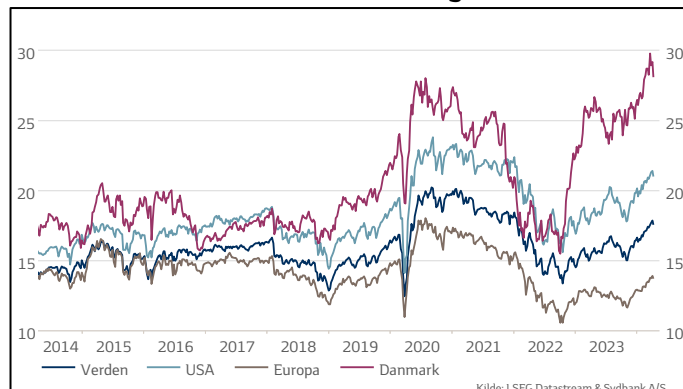
## År-til-dato-kursudvikling (C25 +/-)



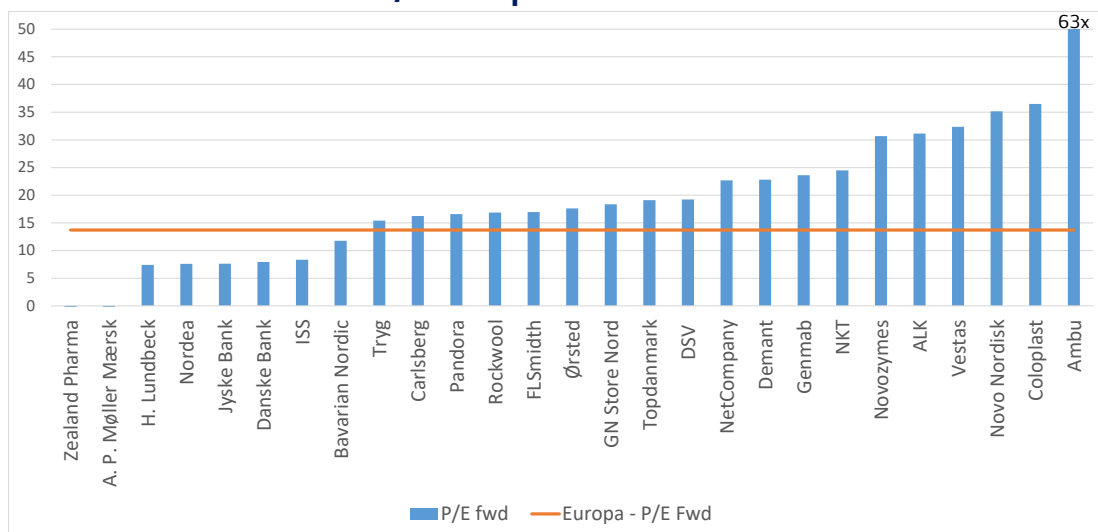
## Egenkapitalforrentning



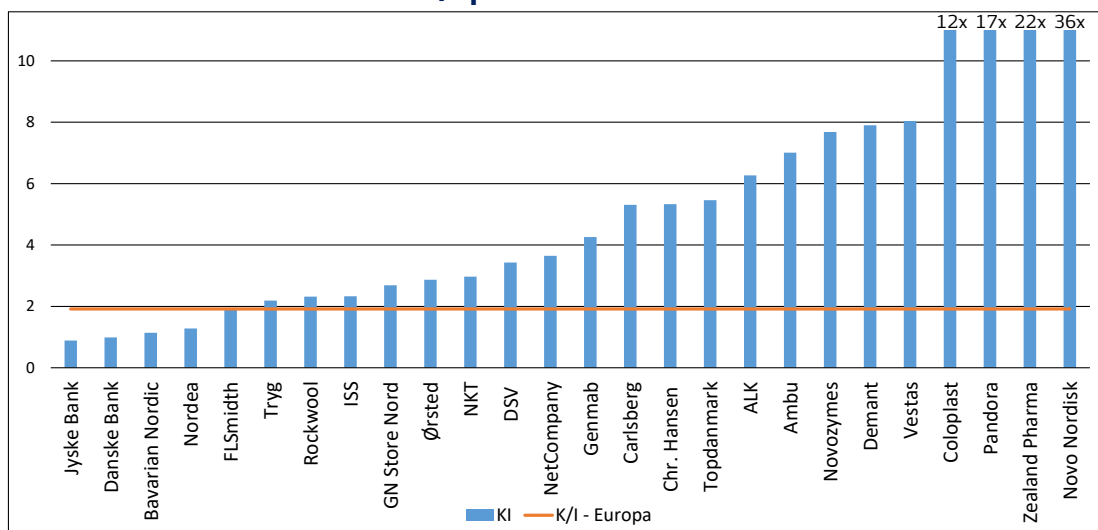
## Prisfastsættelse i forhold til andre regioner



## 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        | 17,0   | 20,7 | 15,5   | 12,8 | 13,4       | 8,7          | 30,8    |
| Cyklisk forbrug        | 19,8   | 25,6 | 13,2   | 12,3 | 10,9       | 13,0         | 16,3    |
| Stabilt forbrug        | 18,4   | 19,5 | 16,3   | 20,0 | 15,9       | 16,9         | 16,7    |
| Energi                 | 11,4   | 13,0 | 7,8    | 8,8  | 8,1        | 5,1          |         |
| Finans                 | 12,9   | 15,5 | 8,9    | 7,9  | 6,8        | 8,0          | 9,3     |
| Medicinal              | 18,5   | 18,5 | 16,8   | 25,9 | 26,6       | 15,6         | 33,6    |
| Industri               | 19,8   | 21,9 | 18,3   | 13,5 | 11,2       | 14,1         | 30,9    |
| Teknologi              | 27,9   | 28,0 | 27,4   | 17,8 | 17,3       | 21,7         |         |
| Kommunikation          | 19,0   | 19,6 | 13,6   | 14,8 | 15,1       | 11,6         |         |
| Forsyning              | 14,3   | 15,9 | 12,0   | 10,8 | 9,6        | 9,7          | 16,5    |
| Ejendomme              | 25,5   | 35,4 | 14,0   |      | 10,2       | 11,4         |         |
| P/E fwd - marked       | 19,6   | 21,0 | 13,7   | 12,2 | 11,6       | 9,0          | 28,1    |
| Sektorneutral P/E fwd* | 19,6   | 21,5 | 16,7   | 15,2 | 14,3       | 15,4         | 21,4    |

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 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<br>DSV<br>FLSmidth<br>Nordea<br>Pandora<br>Vestas                         | Rockwool                                       | A. P. Møller Mærsk |
| Defensive aktier | Carlsberg<br>Genmab<br>GN Store Nord<br>H. Lundbeck<br>Novo Nordisk<br>Tryg<br>Ørsted | Ambu<br>Bavarian Nordic<br>Coloplast<br>Demant |                    |

For en uddybning af alle anbefalinger samt en historisk anbefalingsoversigt for selskabet henviser vi til [www.sydbank.dk/investorplus](http://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 tapes 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.