



AKTIONÆREN

MAGASIN

LYNANALYSER

NETCOMPANY
BYGGMAX
NINTENDO
FALCON MOMENTUM

MASTER CLASS

LÆS REGNSKABER SOM
EN DETEKTIV



BORTE MED BLÆSTEN

Hvilken fremtid venter bankerne?



Vi aflyser alle fysiske møder – og mødes i stedet digitalt!

Dansk Aktionærforening følger nøje sundhedsmyndighedernes anbefalinger under corona-krisen. Det betyder, at alle foreningens arrangementer er aflyst, indtil det igen bliver tilladt og forsvarligt at mødes i større forsamlinger. Det gælder både arrangementer i lokalforeninger, i InvestorSkolen og på landsplan. Følg udviklingen på vores hjemmeside.

Til gengæld åbner vi for nye digitale tilbud som undervisning, foredrag og TV. Vi udsender mails med invitationer og oplysninger, og du kan også følge med i det ugent-

lige nyhedsbrev, som udkommer hver lørdag morgen.

Hvis du har købt billet til et arrangement eller kursus, vil din betaling gælde, når vi igen indkalder til arrangementet efter karantænen afslutning. Du behøver derfor ikke umiddelbart at foretage dig noget.

Hvis du ønsker din betaling retur, kan du sende en mail til daf@shareholders.dk med medlemsnummer, konto- og registreringsnummer samt oplysning om, hvilket arrangement du var tilmeldt, så tilbagebetaler vi beløbet.



HER ER EN LISTE OVER KOMMENDE ONLINE KURSER PÅ INVESTORSKOLEN:

- Skal jeg købe aktier nu?
- Find de bedste vækstaktier
- Ny på aktiemarkedet
- Knæk et regnskab

Læs mere og tilmeld dig på www.investorskolen.dk



HUSK AT SE MED PÅ DK4
ONSDAG KL 22.45 OG
TORSDAG KL 17.00,

NÅR VI SENDER FORENINGENS NYE INVESTORPROGRAM
"AKTIONÆRERNE" UD TIL HELE DANMARK.
PROGRAMMERNE KAN OGSÅ SES PÅ FORENINGENS HJEMMESIDE.

Store kursfald tester dig på mange måder. Lær af dem.

OLE SØBERG, formand, Dansk Aktionærforening, os@shareholders.dk

Siden januar 2020 har børskurser og mediernes fokus handlet om coronavirus – en udvikling stort set ingen forventede, da vi gik ind i 2020. Virusudbruddet er en tragisk udvikling for de alvorligt ramte og for familie og venner til dem, som ikke bliver raske igen, men sygdommen er forhåbentligvis ikke faretruende på samme måde som epidemier var det for 100 år siden.

Der er dagligt millionvis af investorer verden over, der bruger enorme mængder tid på at trawle gennem nyheder og udviklinger med henblik på at skabe gode investeringsafkast. Efter et godt 2019 sad mange med en god følelse i investeringsmaven, men i løbet af få dage siden slutningen af februar er mavefølelsen ændret til uro. Det gælder både for professionelle og for private investorer.

Styr forsigtigt, når der er is på vejen

Et generelt markedsfald på mere end 30 procent indenfor få dage hører til sjældenhederne, og i skrivende stund er det fortsat uklart, hvordan forløbet ender. Vi ved dog, at det ender før eller siden, og at verden vil fortsætte sin gang. Analogien til at køre bil på isglat vej gælder også på aktiemarkedet:

når det er svært at styre, gælder det om at holde retningen og ikke bremse eller dreje unødigt. Det øger kun risikoen for at køre galt.

Investering i aktier vil uundgåeligt give perioder med store udsving, og for at blive bedre til at passe dine egne investeringer kan det være en god idé at notere eventuelle handler og investeringsovervejelser. Skriv ned, så du senere kan gennemgå dine tanker, næste gang der kommer store bølgeskulp. Det er et enkelt investeringsværktøj, som er let at anvende for alle. Og det er jo en af de ting, Aktionærforeningen handler om: at dele viden og inspirere hinanden.

Brug værktøjerne og spred budskabet

Som formand for DAF er det efter min mening vigtigt, at Aktionæren er relevant og let at bruge som investeringsværktøj. Det samme gælder foreningens øvrige tilbud.

Medlemsundersøgelsen i 2019 viste, at medlemmerne sætter pris på investeringstips, så jeg håber, at du finder Aktionæren og DAFs øvrige aktiviteter inspirerende. Fortæl gerne familie og venner, at det blad, du nu har i hånden, er en god inspirationskilde til at følge dine investeringer og tage investeringsbeslutninger – både i gode tider og i perioder, hvor vejen er isglat.

God læselyst!



Når det er svært at styre, gælder det om at holde retningen og ikke bremse eller dreje unødigt.

VELKOMMEN



AKTUELT

- 4 Kort & Kontant
- 6 Fik du læst?
- 13 Påskequiz

ANALYSER

- 8 Brancheanalyse: Danske storbanker
- 16 Kåring af Årets Investeringsforeninger
- 30 Netcompany
- 32 Byggmax
- 33 Nintendo
- 34 Falcon Danske Aktier Momentum
- 35 Sådan gik det

VIDEN

- 14 Tips til årsopgørelsen
- 24 Bogomtale
- 26 Master Class: Læs regnskaber som en detektiv

FORENINGEN

- 36 Arrangementer
- 37 Foreningsnyt



Ifølge Finans.dk hamstrer flere investorer guldbarrer. Større guldraffinerier er lukket ned og mange passagerfly, der normalt transporterer guld, er ikke på vingerne.



Underholdning skal der til i en karantænetid.

Nedturens overraskende vindere

Blobadet på aktiemarkedet har ramt alle aktier. Og så alligevel ikke. Enkelte aktier lå ved redaktionens slutning faktisk over niveauet fra februar.

Ikke overraskende var virksomheder, der kunne tænkes at udvikle en behandling eller en vaccine mod covid-19 blandt vinderne. Det gælder de amerikanske vaccineproducenter, **Moderna** og **Inovio**, samt medicinalfirmaerne, **Regeneron** og **Gilead**, der

allerede er i gang med at teste lægemidler, der formodes at have en gavnlige effekt på covid-19-patienter.

En mere velkendt undtagelse fra marts massakren er streamingtjenesten **Netflix**, der har oplevet en mindre kursstigning ud fra logikken om, at hvis folk ikke kan komme på arbejde, i byen eller ud af hjemmet i det hele taget, så har de brug for underholdning derhjemme.

Den mest overraskende vinder er muligvis supermarkedskæden, **Walmart**, der ligesom Netflix heller ikke ligefrem er en overset aktie. Walmarks aktie satte ny rekord 18. marts. Baggrunden kunne være en flugt til sikre aktier: store købsbeslutninger bliver udskudt i en krisetid, men køleskabet skal fyldes op og hamstringsbølgen giver et – ganske vist midlertidigt – løft.

Aktiemarkedets turister i klemme

De negative renter, i nogle tilfælde beregnet på pensionskonti med indestående på blot 50.000 kroner, fik i starten af året mange privatpersoner til for første gang at kaste sig ud i aktieinvestering, ofte tilskyndet af deres bankrådgiver. Set i bakspejlet kunne timingen ikke have været værre.

Bankrådgiverne kan næppe bebrejdes noget, da ingen havde forudset de økonomiske effekter af det verdensomspændende virusudbrud. Hvis rådgiverne i øvrigt huskede at diskutere risikoprofil og investeringshorisont med kunden, kunne det faktisk – som situationen var dengang – være et glimrende råd at overveje at flytte en del af sin

opsparing fra kontanter over i aktier. Aktionærforeningens formand kaldte i bedste mening de nye aktieinvestorer for "aktiemarkedets turister", og han pegede faktisk på, at alle muligvis ikke var klar over risikoen.

Hvorom alting er, så er der – i modsætning til de danske turister, der strandede, da regeringer rundt omkring i verden lukkede grænserne – ingen hjælp at hente for at komme tilbage til udgangspunktet.

Den eneste trøst er, at aktiemarkedet altid er vendt de tidligere rekordniveauer. Den dårlige nyhed er, at ingen i dag kan sige noget kvalificeret om, hvornår det sker.

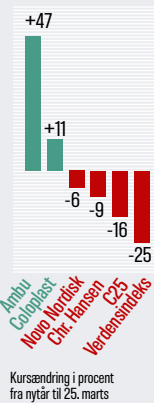


» Ud fra en kølig kalkulation er det godt nok nogle dyre liv «

Kjeld Møller Pedersen, professor og sundhedsøkonom, Syddansk Universitet. Om nedlukningen af Danmark for at bekæmpe coronavirus.

DANSKE AKTIER KLARER SIG GODT I NEDTUREN

Den store andel af defensive aktier har hjulpet det danske aktiemarked til at slippe relativt nådigt gennem aktiestormen. Nogle aktier er endda steget siden nytår.



Kursændring i procent fra nytår til 25. marts



Hvad er en kvart lufthavn værd?

Hvad er et butikcenter værd, når alle andre butikker end fødevarerforretninger og apoteker er lukkede på grund af påbud – og halvdelen muligvis ikke genåbner? Hvad er en kvart lufthavn værd, når ingen ved, hvornår trafikken vender tilbage til niveauet fra før coronakrisen – og om den overhovedet gør det?

Det er ikke akademiske spørgsmål for regnedrenge med tid til overs, men reelle spørgsmål som mange institutionelle investorer, herunder landets **pensionskasser** og **ATP**, er tvunget til at tage stilling til. Pensionskasserne er nemlig forpligtede til at kunne opgøre værdien af deres investeringer til brug, hvis et medlem ønsker at flytte sin opsparing, og i de seneste år er institutionernes interesse for alternative investeringer vokset eksplosivt.

"Alternative investeringer" er en rodekasse, der kan omfatte alt, hvad der ikke er noterede aktier eller obligationer. Især vindmølleparker, solcelleanlæg, infrastruktur som lufthavne og

motorveje, skovbrug, fast ejendom og private equity har været populære investeringsobjekter.

Mens det er relativt enkelt at beregne værdien af en vindmøllepark, fordi der som regel er aftalt faste afregningspriser mange år frem, så kniber det mere for andre typer af alternative investeringer. Selv fast ejendom kan være svær at vurdere, hvis huslejeniveau og udlejningsprocent falder dramatisk.

Har du unoterede aktier, kan du gøre dig samme overvejelser som pensionskasserne. Udgangspunktet for en vurdering er ofte sammenlignelige, børsnoterede aktier, og de er som bekendt faldet voldsomt.

Overvejer du at flytte din pensionsopsparing fra et selskab til et andet, skal du se dig godt for. Alternative investeringer udgør en større andel af investeringsporteføljerne, end du måske tror, og der kan være store forskelle i opgørelsesmetoderne for alternative investeringer fra et selskab til et andet.

Danmarks største investor, ATP, ejer sammen med en canadisk pensionskasse 58 procent af Københavns Lufthavn.



En ulykke kommer sjældent alene

Nedturen på aktiemarkederne har ramt investorerne dobbelt hårdt. Ikke blot er kurserne faldet, men flere virksomheder har sløjet udbyttebetaling og tilbagekøb, mens endnu flere har opgivet af udmelde forventninger om fremtidigt salg og indtjening. Begge dele er forstærket; fremtiden er blevet mere uforudsigelig på det seneste, og virksomhederne har brug for at polstre sig.

Desværre medvirker både de manglende udbytter og fraværet af information til at forstærke aktiekursernes fald. Det gælder ikke mindst for bankaktierne, hvor de gode direkte afkast i mange tilfælde var med til at lægge bund under kurserne for en sektor, der i forvejen havde sløje vækstudsigter.

Den manglende guidance for fremtiden gør det endnu sværere for investorerne at navigere, og det bliver heller ikke bedre af, at nogle generalforsamlinger er blevet udskudt, andre begrænset med hensyn til deltagerantal og flere forventes at følge trop.

Dansk Aktionærforening har opfordret de børsnoterede selskaber til at optrappe informationsindsatsen overfor de mindre aktionærer, så snart forholdene tillader det. Det kunne for eksempel være ved at invitere til investormøder rundt om i landet.

InvestorOrdbogen

FREE FLOAT

Udtrykket free float benyttes om aktier i frit omløb. Aktieposter ejet af fonde, staten, ledelsen samt majoritets- og krydsejerskaber indgår ikke i free float.



Blandt børsnedturens få vindere var den amerikanske it-virksomhed, **Zoom Video Communications**, der udvikler løsninger til web- og videokonferencer. Her er argumentet, at med restriktioner på rejseaktivitet og større forsamlings, ville efterspørgslen efter Zoom Video Communications' ydelser eksplodere, og aktien er steget 85 procent siden nytår.

En krølle på historien er, at virksomheden **Zoom Technologies**, som vel at mærke intet har med Zoom Video Communications at

gøre, har set sine aktier stige med knap 1200 procent siden årsskiftet. Zoom Technologies er et kinesisk holdingselskab, der blandt andet har investeret i udvikling af spil til mobiltelefoner.

Nogle investorer har tydeligvis ikke fulgt med på InvestorSkolen og sat sig ordentligt ind i, hvad de investerer i. På kort sigt har de været heldige, at der rent ud sagt er større amatører end dem selv, men nogen kommer til at sidde tilbage med Sorteper, og det bliver ikke sjovt.

Behovet for information er eksploderet i takt med uroen på aktiemarkedet og mange artikler på vores hjemmeside er læst af over 5.000 personer. Hvis du er gået glip af nogle af dem, får du her en oversigt over den seneste måneds mest populære artikler:

ARTIKLER

OLE SØBERG: HVORDAN NAVIGERER DU I AKTIESTORMEN?

Da jeg tiltrådte som formand i DAF, handlede det netop for mig om at hjælpe medlemmerne til at forstå risiko. "A calm sea doesn't make a skilled sailor" var temaet for min tale på første repræsentantskabsmøde. Den nuværende situation kræver, at man deler erfaring fra tidligere episoder med store kursfald forårsaget af hastig økonomisk opbremsning.



ARTIKLER

HVAD SKER DER NÅR MARKEDET VENDER OPAD IGEN?

Aktiemarkedene falder og falder, men på et tidspunkt rammer de bunden og vender derefter tilbage til - og passerer - det tidligere topniveau. Sådan siger erfaringen i hvert fald. Men hvor lang tid kan der gå, inden vi igen ser rekordniveauerne fra februar? Og hvor langt kan markederne falde, inden de vender?

BØRSKRÅK GIVER MULIGHEDER PÅ LANGT SIGT, MEN SID PÅ HÆNDERNE INDTIL VIDERE

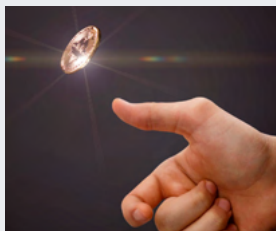
Den nuværende markedsuro har gjort aktier mere attraktive for de langsigtede aktieinvestorer. Men øget risiko for en global recession af endnu ukendt dybde, gør de kortsigtede aktieudsigter meget ustabile - trods massiv global lempelse af finans- og pengepolitik. Læs her hvilke typer aktier, du skal holde særligt øje med.



INVESTORVIDEN

GÆT IKKE PÅ RETNINGEN - SE PÅ ODDS I STEDET

"Hold op med at prøve at forudsige retningen på aktiemarkedet, økonomien, renter eller valg." Sådan lyder et berømt citat fra en endnu mere berømt investor, Warren Buffett. Det er sådan et citat mange kan se det rigtige i - "i fredstid". Men hvad gør du i urolige tider?



SUSPENSION AF INVESTERINGSFORENINGER - HVAD SKER DER?

I de seneste uger har du har muligvis oplevet, at du ikke har kunnet se kurser på nogle danske investeringsforeninger. Det er småirriterende, hvis du gerne vil følge med i kursudviklingen for din investering, og det er voldsomt irriterende, hvis du gerne vil købe eller sælge andele i foreningen.



HVORFOR ER DOW JONES VERDENS RINGESTE INDEKS?

Udviklingen i det amerikanske aktieindeks Dow Jones bruges ofte til at fortælle om temperaturen på aktiemarkedet, men i virkeligheden er indekset fuldstændigt uanvendeligt. Læs hvorfor, forstå hvorfor det alligevel bruges og find ud af hvilke indeks, du i stedet skal holde øje med.

SÅDAN KOMMER DU IGENNEM DIT FØRSTE BØRSKRÅK

Er du ny på aktiemarkedet og har du ikke tidligere oplevet en nedsmeltning på børsen? Forstår du ikke helt eksperternes råd om "is i maven"? Så er her et par ideer til at komme gennem den svære tid.



ANALYSER

STG: EN AKTIEOBLIGATION MED ET AFKAST PÅ 10,2%

Scandinavian Tobacco Group (STG) er en af de få aktier, som stort set er upåvirket af aktiemarkedets voldsomme kursfald i februar og marts. Aktien kan nærmest betragtes som en aktieobligation med et højt afkast.

PORTEFØLJER

DYST MELLEML AKTIVE OG PASSIVE FONDE: HVEM KLAREDE AKTIEUROEN I MARTS BEDST?

Det er i et uroligt marked, at de aktive fonde skal vise deres værdi ved at udvælge de bedste aktier. Nogle aktive fonde skuffer slemt, mens andre klarer sig pænt. Men hvad bliver det samlede resultat?

INVESTOR AKADEMIET 2020

INVESTOR
SKOLEN

Uddannelsesforløb

LEKTION

1

INTRODUKTION OG BØRSPSYKOLOGI

Vi undersøger og diskuterer børspsykologi og hvorfor du skal have en aktiestrategi.

LEKTION

2

ANALYSEVÆRKTØJER TIL AT UDVÆLGE AKTIER

Lær hvilke redskaber, der kan bruges til at vurdere og udvælge forskellige typer af aktier.

LEKTION

3

DIN AKTIESTRATEGI

Få klarhed over hvilke elementer og mål din helheds- og delstrategi kan indeholde.

LEKTION

4

OPSAMLING OG EVALUERING

Du får mulighed for at præsentere din strategi og få holdets feedback.

DET FÅR DU:

- Klarhed over dine muligheder og mål
- Færdigheder til at formulere og vedligeholde din personlige aktiestrategi
- Kompetencer til at vurdere børsnoterede selskaber og præsentationer
- Sparring på dine tanker inden du omsætter dem til praksis
- Et solidt netværk med andre private investorer.

**VI STARTER
NYE HOLD
IGEN TIL EFTERÅRET.**

**MELD DIG TIL
ALLEREDE NU!**

Diplom



Meld dig til på
www.investorakademiet.dk.

 Dansk
Aktionærforening

Hvorfor er der sket så lidt i finanssektoren efter krisen i 2008? Hvorfor ligger kursen på danske bankaktier så lavt? Og er der overhovedet nogen af dem, der er interessante som investeringsobjekter? Det er nogle af de spørgsmål, som Lau Svenssen tager op i denne brancheanalyse.

ER DER HÅB FOR DE DANSKE BANKER?



LAU SVENSSEN
Aktieanalytiker, Aktieinfo
info@aktieinfo.dk

Spørgsmålet i overskriften er ment seriøst og afspejler en eksistentiel krise i den danske banksektor. Finanskrisen i 2008 var ved at udrudere branchen, som kun overlevede takket være en ubegrænset garanti udstedt af den danske stat på vegne af hele landets befolkning.

Patienten overlevede - på nær 20 banker, hvor direkte redning blev opgivet. En evaluering af forløbet må konkludere: Linjen i indsatsen var "mindst mulig ændring", og man foretog ikke fra statens side initiativer til en strukturrationalisering af bankerne. I nogle tilfælde ydede man tværtimod særlig støtte for at kunne videreføre banker, som dybest set burde være faldet. Den gumpetunge danske aftaleøkonomi med interessegruppers indflydelse bag lukkede døre i politik viste sit grå ansigt.

Bankernes topfolk lovede dengang, at man som rimelig modydelse og tak for den enorme redningsoperation straks ville medvirke til fremme af vækst i samfundet ved ny kreditgivning. Sådan gik det bare ikke, og stagnation blev udfaldet. Det eneste område med ekspansion har været realkreditlån og aktierelateret forretning. Realkredit var allerede vævet tæt sammen med bankerne, men udgør ikke en vækstmotor for dansk produktion og beskæftigelse. Belåning af fast ejendom handler i meget højt omfang om kapitalisering af de stigende boligpriser og er dermed i virkeligheden finansiering af forbrug.

Bankerne er afkoblet økonomien

Bankerne er blevet selvbetjeningsbutikker med tilknyttet betalingservice, men de er i dag uden betydning for dynamikken i økonomien. De to afgørende produkter for indtjeningen er i dag formidling af realkreditlån og aktierelaterede aktiviteter som pensionsopsparing, investeringsforeninger og aktiehandel.

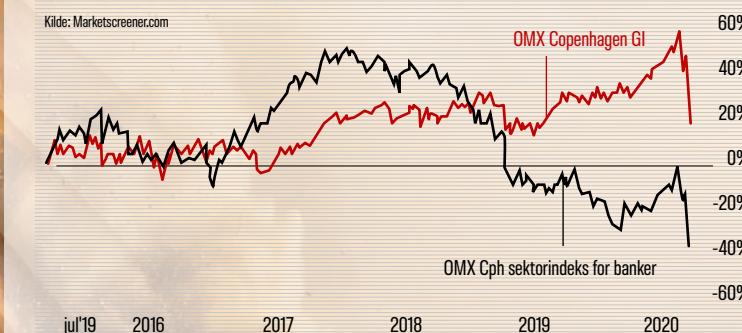
Det stagnerende bankudlån røber tomheden: mange steder er den største type af låntagere ikke virksomheder, men en gruppe benævnt "Finansiering og Forsikring" (og det er næppe forsikring, der udgør den største andel) suppleret af gruppen "Fast Ejendom (ikke private)". I tilgift har de største banker ivrig aktivitet med repo-belåning, der også er relateret til værdipapirer. Kort sagt har bankerne fået mindre og mindre kreditmæssig vægt. >>

LÆS OM:

- Danske Bank
- Jyske Bank
- Nordea
- Ringkjøbing Landbobank
- Spar Nord Bank
- Sydbank

BANKERNES NEDTUR STARTEDE I 2017

Ultralave renter og indsnævring af rentemarginalen har presset bankernes indtjening længe.



Indtjeningen i en bank bør komme fra renteindtægter, men denne type indtægter er faldende under pres fra nulrenter som følge af en ekstrem lempelig pengepolitik. Flere store virksomheder kan optage obligationslån til lavere rente end sin bank kan opnå. Bøtten er vendt på hovedet, og derfor er der indtjeningsmæssig krise blandt bankerne.

På toppen af det hele har EU lanceret en række stramninger af kravene til soliditet og kontrol. Det betyder låg på væksten, højere udgifter til compliance og dermed lavere rentabilitet. Ud over dette pres har bankerne været udsat for voldsom kritik for medvirken til hvidvask og skattemanipulationer. Konsekvensen er blevet en voldsom nedtur for næsten alle bankaktier.

Sydbanks krisemøde i september viste balladen

Nedturen kalder på modtræk, men det er endnu ikke sket. Et drama herom ser dog ud til at have udspillet sig i Syd-banks bestyrelse 17. september. Det endte i så dyb uenighed om bankens fremtidige udvikling, at formanden, næstformanden og to andre medlemmer nedlagde deres mandat. Resten af bestyrelsen fastholdt linjen med en tilkendegivelse af revurdering og opstramninger i banken. Krisen endte i status quo og tågesnak for at nedtone balladen.

Indtjeningskrisen rammer alle banker. Indførelse af negative renter på indlån er kun et plaster på såret. Det bliver formentlig en absurd parentes forårsaget af forskruet adfærd hos centralbankerne og mislykket politisk overformynderi i styringen af finanssektoren. Staterne reddede bankerne ud af den livstruende krise, men de er efter 11 år ikke kommet ud af respiratoren og tilbage på egne ben.

Højere renter eller fusioner er vejen frem

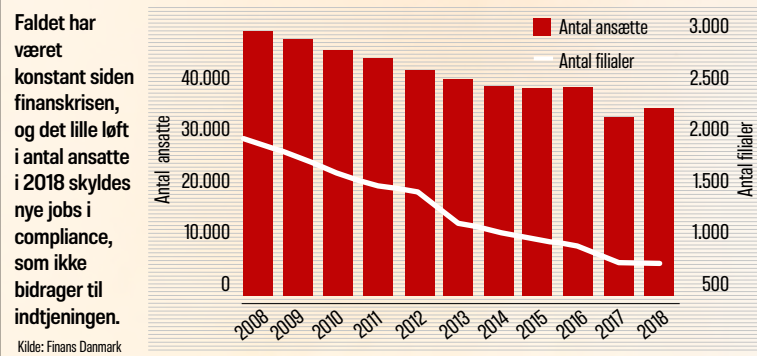
Der er to veje frem: en kovending med et spring opad i renteniveaet (som så kan udløse kurstab på obligationer og fornyede tab på udlån) eller en strukturændring af branchen, altså sammenlægninger. Førstnævnte vil kræve store økonomiske omvæltninger, og det skal udfolde sig i hele EU. Sidstnævnte kan tage fart ved pres fra aktionærernes side, herunder pensionskasser, eller ved et politisk initiativ.

Et forhold blokerer imidlertid for fusioner og opkøb: De to største banker melder pas. Danske Bank søger at kæmpe sig fri af fortidens rædselsfulde involvering i rekordstor hvidvask, mens Nordea, der har en nordisk profil med Sampo som ledende aktionær, ikke synes interesseret i flere danske detailkunder. EU vil næppe tillade højere markedsandele for nogen af de to banker.

Udenlandske banker er heller ikke parate til at gå ind på det danske marked, da de har travlt med egne vanskeligheder af samme art.

Den tredje spiller er Nykredit, som nu kan få en ny chance for at udvide sin relativt moderate position inden for rigtig

KONSTANT FALD I BÅDE ANTAL FILIALER OG ANTAL ANSATTE



bankvirksomhed. Lysten til denne form for ekspansion var til stede forud for Finanskrisen, men man fik gevaldige tømmermænd i 2008 efter det famøse opkøb af Forstæderens Bank, der satte rekord i dårlig timing.

Nykredits behov er at blive en landsdækkende bank, og her passer Spar Nord godt, eventuelt Sydbank. Jyske Bank er næppe relevant i denne sammenhæng, da det lave kurs/indre værdiforhold og det høje NEP-krav ville gøre det svært for banken at opnå tilstrækkelig vægt i et ægteskab med Nykredit. Jyske Bank kunne derimod opkøbe eller fusionere med mindre banker.

Potentialet er til stede. Er modet der også?

De store banker må gå foran og sigte mod en værdistigning ved at opkøbe egne aktier, reducere solvenskravet ved at slanke balancen, hæve priserne og reducere omkostningsbasen. De mindre banker kan prøve at fusionere med hverandre for at løfte indtjeningsniveauet eller lade sig købe.

Vejen væk fra stillingen som børsmarkedets discountvare kræver nytænkning og god vilje. Har topfolkene i de danske banker forstand på penge, eller er deres dagsorden snæversynet interesse i egne ledelseshverv og selvhævdende lokalpatriotisme? Tiden er kommet til at tænke stort.

Spørgsmålet er, om medlemmerne af bestyrelser og direktioner er parat til at lave tingene afgørende om? Den lave værdiansættelse på børsmarkedet afspejler dyb tvivl herom. Optimister ser det som en oplagt chance med stort potentiale, mens pessimisterne ikke har tillid til bankernes evne til nytænkning og derfor frygter status quo. ■

Lau Svenssen ejer aktier i Nordea og Jyske Bank.

» Bankerne er blevet selvbetjeningsbutikker med tilknyttet betalingservice, men de er i dag uden betydning for dynamikken i økonomien.

Regnskab og nøgletal for de seks største børsnoterede banker

Data per 19. marts 2020

Estimaterne for 2020 er meget usikre, ligesom det er uklart om de udmeldte udbytter vil blive godkendt på generalforsamlingerne.	Navn	Kurs	Børsværdi mia.kr.	Omsætning 2019 mia.kr.	Overskud før skat 2019 mia.kr.	Egenkapital 2019 mia.kr.	Kurs/Indre værdi ultimokurs	Price/Earnings ultimokurs	Price/Earnings 2020 estimat	Direkte afkast for 2019
	Nordea	34,80	140,9	64,5	15,6	229,6	0,93	19,1	7,4	8,6 %
	Danske Bank	72,10	62,2	45,0	13,0	156,3	0,59	6,5	9,0	11,8 %
	Jyske Bank	175,30	13,6	8,1	2,9	32,5	0,56	8,4	7,3	0%
	Ringkjøbing Landbobank	320,50	9,5	2,1	1,2	7,6	1,97	15,3	10,7	3,4 %
	Sydbank	93,20	5,5	3,9	1,0	11,0	0,76	10,4	8,5	6,1 %
	Spar Nord Bank	44,10	6,9	3,3	1,2	8,9	0,90	6,7	11,0	7,9 %

Euro omregnet til 7,47 kr. i Nordea. Estimater er udført af Aktieinfo med udgangspunkt i guidance men indregnet en begrænset negativ effekt fra Corona virus. Påvirkningen herfra er en stor usikkerhedsfaktor. Udbytter i Nordea og Ringkjøbing Landbobank er fragtet i børskurserne for de to banker, mens de øvrige banker ikke havde afholdt generalforsamling i 2020 ved redaktionens slutning.

6 BANKER I FOKUS



Nordea Børskode: NDA DK - ISIN FI4000297767

Stabil indtjening, men IT-plattform halter efter konkurrenterne

Nordea har klaret sig pænt igennem de hårde år, men er også udsat for stagnation. Tilvæksten foregår inden for boligfinansiering. Privatkunder får derfor øget vægt på bekostning af erhverv. Kapitalforvaltning er det andet lyspunkt, mens operationer i finansmarkedet presses af lav rente og kreditrigelighed.

Der er etableret en fælles IT-plattform for at få ensartethed. Topledelsen blev omgrupperet sidste år, hvorefter en ny og mere kundeorienteret strategi blev lanceret. Ønsket er, at Nordea igen skal opnå vækst - og indtjeningen skal så komme som resultat af den nye linje.

Aktiemæssigt er Nordea ikke en

dansk, men en bred, nordisk bank med vægt på stabile detailkunder. Børskursen på 34,80 giver en markedsværdi på 141 mia. kr. Egenkapitalforretningen er 8,1 procent (justeret), og målet er at opnå over 10 procent i 2022. Indre værdi før udbytte på 3 kroner er 58 kr.

KONKLUSION:

Aktien er en fornuftig, langsigtet placeringsmulighed med lav risiko.

Danske Bank Børskode: DANSKE - ISIN: DK0010274414

Et langt, sejt træk venter

Danske Bank presses af stagnations-syndromet på indtægtssiden og samtidig stiger udgifterne. Et internt forbedringsprogram skal øge rentabiliteten til en egenkapitalforrentning på 9-10 procent i 2023. I år ventes tallet kun at blive på mellem fem og seks procent, og måske må udbyttet sættes ned for 2020.

Det store balladepunkt er kaotiske forhold i den tidligere filial i Estland, hvor overtrædelser af regler, lovgivning og bindende konventioner ser ud til at have fundet sted i stort format. Store bøder må påregnes, hvortil kan

komme erstatningskrav. På toppen af det hele har nogle investorer lanceret krav med henvisning til fejlagtige oplysninger fra bankens side. Problemløserkomplekset har et uørt omfang og er endog inficeret med prækære politiske forhold, og her kan alt jo skifte på et øjeblik.

"Business as usual" er dybest set den nye ledelses linje, idet moradset i Estland påstås at være isoleret. Men det fjerner ikke det økonomiske ansvar, da der var tale om en filial af moderselskabet.

En ansvarlig nedtrapning af bankens enorme balancesum på 3.761 mia. kr. er ikke påbegyndt.

Ved en aktiekurs på 72,10 (inklusive udbytte) er børsværdien 62 mia.kr. Den justerede egenkapital i solvensopgørelsen er til sammenligning på 133 mia. kr.

KONKLUSION:

Vejen ud af problemerne bliver lang og besværlig. Aktien er en overvejelse værd i kraft af den lavere vurdering end andre banker.



Jyske Bank Børskode: JYSK - ISIN: DK0010307958

Kapitalkrav begrænser væksten

Jyske Bank rykkede for alvor opad i bankernes hierarki efter den gunstige overtagelse af BRFkredit i 2013. Realkredit er jo det afgørende produkt for privatkunder og har udgjort vækstmarkedet. Nu er den fest dog ved at ebbe ud, og det gælder for banken om at reducere risikoen ved at presse andelen af flexlån ned.

Den vigtigste konkurrent i forholdet til lokalbankerne er reelt Nykredit. Det nye NEP-krav er overraskende højt og vil begrænse væksten. Egenkapitalforrentningen er faldet fra et niveau på 10 procent til 7,1 procent i 2019, og guidance lyder på kun 6 procent i år. Indre værdi er 434, og heldigvis opkøbes egne aktier i stedet for udbyttebetaling. Beløbet er dog reduceret for at kunne håndtere NEP-kravet. Ved kurs 175 handles aktien til en voldsom discount med et kurs/indre værdi forhold på 0,40. Banken er havnet i en uholdbar situation, der kræver konstruktiv handling fra ledelsens side.

KONKLUSION:

Langsigtet køb, baseret på tillid til ledelsens evne til værdiskabende forandringer.



FOTO: SYDBANK

Sydbank Børskode: SYDB - ISIN: DK0010311471

Væksten er væk

Sydbank drives videre som før den eksistentielle krise i september, og aktiekursen er derfor atter under nedadgående pres. Indre værdi er på 179 efter udbytte. Børskursen på 93,2 giver et kurs/indre værdi på 0,52. Egenkapitalen blev sidste år forrentet med 7,5 procent og der skønnes samme niveau i år – før effekten af coronakrisen.

En indsats med opstramning og øget dynamik er indledt. Man har god dækning af kravene til kapital, og det giver handlefrihed med plads til vækst, men reelt har stagnationen bidt sig fast.

KONKLUSION:

Med lave aktienøgletal burde risikoen være lav, mens potentialet er indlysende. Aktien er derfor en langsigtet købsmulighed.

Spar Nord Bank Børskode: SPNO - ISIN: DK0060036564

Ikke så ringe endda



FOTO: SPAR NORD BANK

stiger. Forrentningen af egenkapitalen påregnes kun at blive otte procent i år, men det passer med målet på syv til ni procent i 2022.

NEP-lån for 7 mia. kr. ventes optaget, og det indebærer en ekstra udgift. Banken tvinges til at optage obligationslån, der slet ikke er brug for i forretningen.

Udlånsomfanget er lavt i forhold til egenkapitalen, og det samme gælder derfor det individuelle solvenskrav. Aktiens indre værdi er 72, hvoraf 3,5 udbetales i udbytte. Kurs/indre værdi ved kurs 44 er justeret på 0,59 og P/E(20E) er 11.

KONKLUSION:

Langsigtet køb.

Spar Nord Bank nyder godt af kundetilgang fra storbankerne. Aktiviteten voksede videre i 2019 med en fremgang på 10 procent. Hensættelser på udlån er minimale. Forrentningen af egenkapitalen (ROE) blev flot med 11,7 procent.

Marginerne er under pres, konvertering af realkreditlån vil næppe blive stor i år og udgifterne

Ringkjøbing Landbobank

Børskode: RILBA - ISIN DK0060854669

Klassens duks, men også dyr

Ringkjøbing Landbobank har særstatus ved at fremvise en solid økonomi på alle punkter. Samtidig præsterer man støt fremgang i aktivitetsomfanget.

Styrken ligger i omkostningsprocenten, der er nede på 38. Nettoebyrer dækker over 3/4 af udgifterne! Der er ikke tale om finansiell superperformance, men om forsigtighed og sund fornuft. Risikoprofilen er nemlig lav med et individuelt solvenskrav på kun 9,3 procent.

Styrken afspejles naturligvis i børskursen, som ligger højt og flot med et kurs/indre værdi forhold på 1,80. Egenkapitalen forrentes med 13,2 procent efter skat og niveauet forventes fastholdt i 2020. Det kan altså godt lade sig gøre at tjene penge på at drive bank her i landet.

KONKLUSION:

Rimeligt prissat kvalitetsaktie med P/E-tal på 10,7.

HVAD ER NEP?

Nedskrivnings-egnede passiver eller NEP er et nyt EU-krav, der har til hensigt på forhånd at sikre dækning af tab, så en rekonstruktion eller afvikling kan finde sted uden behov for statslig støtte. Tilsynsmyndigheden opgør et beløb for formodet tabsomfang, og banken skal kunne dække dette med:

Egenkapital
+ Hybridkapital
+ Særlig lånekapital
+ Efterstillede lån
med en NEP-klausul.

Kravet er højere end solvensgrundlaget og udgør dermed den reelle begrænsning af aktivitetens omfang.

FOTO: RINGKJØBING LANDBOBANK



AKTIONÆRENS PÅSKEQUIZ

Her er lidt at tænke over i påskedagene. Kan du svare rigtigt på alle seks spørgsmål, deltager du i lodtrækningen om 10.000 kroner med tilknyttet aktiedepot hos Alm. Brand Bank.

 Dansk
Aktionærforening
i samarbejde med

**Alm
Brand**

1

"Aktionæren" har fået nyt look i 2020.

RIGTIGT FORKERT

2

Loftet for indskud på aktiesparekontoen hæves fra 50.000 kr. til 100.000 kr. med virkning fra 1. juli i år.

RIGTIGT FORKERT

3

Dansk Aktionærforening kårer hvert år Danmark Bedste Investeringsforening i seks forskellige kategorier.

RIGTIGT FORKERT

4

Investering i aktier er uden risiko.

RIGTIGT FORKERT

5

Påskeharen lever på Påskeøen.

RIGTIGT FORKERT

6

Som medlem af Dansk Aktionærforening får du flere interessante medlemsfordele, blandt andet rabat på forsikringer hos Alm. Brand.

RIGTIGT FORKERT

Svar på spørgsmålene på
www.almbrand.dk/daf-vind
og deltag
i konkurrencen om

10.000 kr.

Svar senest 19. april 2020

SEKS GODE RÅD TIL ÅRSOPGØRELSEN 2019

Du har sikkert allerede modtaget din årsopgørelse for 2019. Har du aktier eller andre værdipapirer, er der god grund til at dobbelttjekke oplysningerne. Her er seks af de vigtigste punkter.



MORTEN NEUMANN JØRGENSEN
Manager i Skat, BDO Danmark
mne@bdo.dk



Er dine aktier i dansk depot korrekt registreret hos Skattestyrelsen?

Siden januar 2010 har Skattestyrelsen automatisk fået oplysning om de handler, som du foretager via din danske bank eller danske mægler.

Erfaringen viser dog, at selvom banken har indberettet de forskellige såkaldte virksomhedshandler ("corporate actions"), så er det ikke altid, at Skattestyrelsens system har alle registreringer, der skal til for at foretage en korrekt beregning. Der er eksempler på, at systemet slet ikke foretager beregning, hvorfor eventuelle gevinster slet ikke medtages i

sammentællingen.

Derfor er det vigtigt, at du kontrollerer, at oplysningerne i Skattestyrelsens værdipapirsystem er korrekte, da du ellers kan ende med et forkert tal for din aktieavance eller -tab.

Du finder værdipapirsystemet under din årsopgørelse, "Ret årsopgørelsen"/"Oplys nu". Derefter går du til rubrik 66 og trykker på ikonet med lommeregneren. Se billede nedenfor og se illustration af værdipapirsystemet på næste side.

Har du handlet på et af de

mindre, ikke-regulerede markeder som First North, Aktietorget eller OTC, er der ikke beregnet gevinst eller tab, selv om handlerne typisk er registreret hos Skattestyrelsen.

OBS!

Bruger du DeGiro som mægler, skal du selv taste alle dine handler ind i Skattestyrelsens værdipapirsystem inden 1. juli 2020.

Gevinst eller tab på aktier, der er optaget til handel på reguleret marked, fra aktiebaserede investeringsbeviser med minimumsbeskatning og investeringsbeviser i akkumulerende investeringsforeninger, der ikke er investeringsselskaber
Rubrik 66 ?

	Skriv beløb	kr.
--	-------------	-----



Har du depot i udlandet?

Når du har depot i udlandet, skal du være opmærksom på, at Skattestyrelsen ikke kender til dine handler og udbytter deri. Af den årsag skal du selv oplyse og indtaste handler og udbytter samt eventuel indeholdt udbytteskat. Dette gælder alle værdipapirtyper. Husk at medtage kontantkontoen som en konto i udlandet under "Udenlandsk indkomst og formue".

I forlængelse heraf gælder en utrolig vigtig tidsfrist, som du skal overholde. Hvis du ikke har oplyst/selvangivet årets anskaffelser i udenlandske depoter til Skattestyrelsen inden 1. juli i det efterfølgende år, vil du miste retten til at få fradrag for eventuelle tab. Har du

ikke registreret en handel, før fristen er udløbet, vil et tab ikke være fradragsberettiget, mens en gevinst uagtet vil være skattepligtig.

Den samme frist og konsekvens gælder også, hvis du handler gennem mægleren DeGiro.

Bemærk afslutningsvis den potentielle lagerbeskatning på udenlandske investeringsforeninger, fonde og ETF'er og den detalje, at der med al sandsynlighed vil være tale om kapitalindkomst i stedet for aktieindkomst. Skattestyrelsen har dog lavet en positivliste over investeringsforeninger, fonde, ETF'er m.m., der beskattes som aktieindkomst i stedet for kapitalindkomst fra og med 2020.

Har du spørgsmål om skat vedrørende aktier eller andre værdipapirer? Eller generelle spørgsmål til din årsopgørelse? Du kan altid ringe til Morten Neumann Jørgensen på 2429 5018 eller sende en mail.

SPECIELT OM TAB PÅ UNOTEREDE AKTIER

Tab ved salg af aktier på uregulerede markeder og generelt unoterede aktier omregnes til skatteværdi og fratrækkes i dine beregnede skatter. Du behøver derfor ikke have positiv aktieindkomst for at udnytte dit tab.



Køb og salg af unoterede aktier og anparter

Definitionen – efter danske regler – af unoterede aktier/anparter er: aktier/anparter, der ikke er optaget til handel på et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet. Det gælder derfor i princippet alle privatejede aktie- og anpartsselskaber.

Skattestyrelsen får ikke automatisk besked omkring køb og salg af unoterede aktier og anparter, og af den årsag er du selv forpligtet til at oplyse herom.

Selskabet er forpligtet til at indberette eventuelle udbytter og løn til Skattestyrelsen, hvorfor du blot skal tænke på køb og salg. I sidste ende er du dog selv ansvarlig for, at oplysningerne på din årsopgørelse er korrekte.



Arv og gaver

Værdipapirer, som skifter ejer ved arv og gaveoverdragelser, følger de almindelige regler vedrørende afgift af arv og gaver. For modtageren anses det skattemæssigt for et køb, hvorfor det skal registreres hos Skattestyrelsen, da det ikke registreres automatisk.

Disse ændringer skal du selv indberette inden fristen 1. juli i det efterfølgende år.



Aktieafløsning

Som udgangspunkt sørger din arbejdsgiver for at indberette din aktieafløsning til Skattestyrelsen. Aktieafløsningen kan omfatte blandt andet gratisaktier, optioner eller aktiekøb med rabat, og beskatningen er ved favørelementet som almindelig lønindkomst.

Det er dog ikke altid tilfældet, at det indberettes. Typisk sker det ikke, hvis din arbejdsgiver ikke er dansk. Du bør derfor selv kontrollere, at indberetningen hos Skattestyrelsen stemmer overens med dine lønsedler – og i givet fald selv sørge for at oplyse herom.

Du skal desuden være opmærksom på, at Skattestyrelsen ikke nødvendigvis får oplysning om ejerskabet af aktierne som følge af aktieafløsning. Se mere herom, og hvorfor det er vigtigt at registrere ejerskabet til aktierne korrekt, under punkt 1.

Hvis din arbejdsgiver ikke er dansk, vil du stort set altid være nødt til at registrere aktierne hos Skattestyrelsen i værdipapirsystemet. Dette skal gøres inden fristen 1. juli i det efterfølgende år for at være sikret retten til et eventuelt tabsfradrag. Se mere herom under punkt 2.



Er du fraflyttet Danmark?

Ejer du en portefølje af aktier eller investeringer i det hele taget med kursværdi på over 100.000 kr. på fraflytningstidspunktet, bliver du omfattet af de danske fraflytningsbeskatningsregler. I så fald skal du lave en fraflytningsopgørelse. Du kan vælge at anmode Skattestyrelsen om henstand med betaling af fraflytningsskatten.

OBS!

Fraflytningsbeskatning indtræder, hvis din fulde skattepligt ophører, eller hvis du anses for skattemæssigt hjemmehørende i et andet land end Danmark.

SKATTESTYRELSENS SKEMA TIL INDTASTNING AF HANDLER

Aktier og andre værdipapirer der beskattes efter reglerne om aktieindkomst.

Navn ? 1	Dato ?	Antal ?	Salgssum ?	Kobesum ?	Gevinst/tab ?
COLOPLAST A/S B AKTIE ? 2	31-12-2019				0,00 ? 3
NOVO NORDISK A/S B AKTIE ?	31-12-2019				0,00
AMAZON.COM	31-12-2019				0,00
Obligationsbaserede investeringsbeviser, minimumsbeskattede.					
Navn ?	Dato ?	Antal ?	Salgssum ?	Kobesum ?	Gevinst/tab ?
NI MELLEMLANGE OBLIGATIONER KL	31-12-2019				0,00

Godkend og afslut

Fortryd

Køb og salg ? 4

Køb fra tidligere år ? 5

1 Klik på cirklen med spørgsmålstegn for at se flere oplysninger om din handel.

2 Et rødt ikon advarer om en corporate action med betydning for din skat. Ikonet kan også betyde, at Skattestyrelsen mangler oplysninger. Klik på ikonet for at se mere.

3 Klik på blyant-ikonet for at rette oplysningerne.

4 Når du er færdig med at indtaste, rette og kontrollere skal du trykke her.

5 Hvis der er handler i år eller i tidligere år, hvor registrering mangler, skal du trykke her og registrere de manglende handler.

RELEVANTE TIDSFRISTER

1. maj
2020

Frist for at rette i årsopgørelsen 2019

Frist for at rette fejl i årsopgørelsen 2016

1. juli
2020

Frist for den udvidede selvangivelse

Frist for indbetaling af restskat

Frist for oplysning om anskaffelse af værdipapirer m.m.

BÅDE KENDTE OG MINDRE KENDTE NAVNE BLANDT DANMARKS BEDSTE INVESTERINGSFORENINGER

Det er ikke ligegyldigt, hvilken investeringsforening du vælger. Der er stor forskel på afkast, risiko og omkostninger – selv for fonde, der umiddelbart ligner hinanden. Vi har vægtet det hele sammen og kårer her Danmarks bedste investeringsforeninger i seks kategorier.



STEEN BECH ANDERSEN
redaktør og journalist
sba@shareholders.dk

ULRIK DALL
konsulent, cand.polit.
ulrik.dall@mail.dk

Hvordan vælger du den bedste investeringsfond? Hvis du spørger din bank, vil de formodentlig foreslå dig en håndfuld af bankens egne investeringsforeninger, men reelt findes der hundredvis af fonde at vælge i mellem. Efter harmoniseringen af skattereglerne per 1. januar er udenlandske ETF'er blevet mere interessante og valgmulighederne kan herefter tælles i tusinder.

Trods den udenlandske konkurrence og højere administrationsomkostninger er danske investeringsforeninger fortsat relevante på grund af lavere omkostninger til handel og depot. For mange vil det også være et argument, at information og rapportering foregår

på dansk. Og der er som sagt mange fonde og investeringsforeninger at vælge i mellem. I vores kåring af Danmarks bedste investeringsfond, som er den 15. i rækken, indgår 326 fonde, efter at fonde med under fem års levetid er sorteret fra.

Flere gengangere – både i top og bund
Fondene er inddelt i to hovedgrupper, Aktiefonde og Obligationsfonde, som hver især er delt op i tre undergrupper på basis af risikoen i de enkelte fonde. Vurderingen er sket ud fra tre kriterier, nemlig afkast, risiko og omkostninger. Selv om det historiske afkast i princippet ikke siger noget om det fremtidige afkast, er det alligevel interessant at

konstatere, at flere fonde bider sig fast i toppen, mens andre hænger fast i bundplaceringerne.

En anden konstatering er, at der er stor forskel på top og bund, så det er langt fra ligegyldigt hvilken fond, du vælger. For eksempel har den bedste globale fond i kategorien Aktier/Lav Risiko (BLS Invest Globale Aktier) givet 2,6 gange mere i afkast over fem år end den dårligste globale aktiefond (BankInvest Basis Globale Aktier Akk.) – på trods af en lavere risiko!

Og selv blandt de fem bedste fonde i hver kategori er der store forskelle i afkast og risiko.

Omkostningerne er vigtige, men ikke altafgørende

En tredje konklusion er, at selv om omkostningerne betyder noget, skal du ikke stirre dig blind på den årlige omkostningsprocent (ÅOP). I to ud af de tre aktiekategorier har vinderen en klart højere omkostningsprocent end de nærmeste konkurrenter. Til gengæld er omkostningsprocenten meget lav for vinderen af den tredje kategori, da det drejer sig om en passiv indeksfond, så der er ingen entydig sandhed.

Endelig er det interessant at se, at vinderne af de tre aktiekategorier er fuldstændigt forskellige. En fond med danske aktier tager førstepladsen i lavrisikogruppen. Blandt mellemrisikofondene investerer vinderen i amerikanske vækstaktier og en fond med fokus på russiske aktier ligger i spidsen for gruppen med højest risiko. ■



kåret af



Aktive contra passive fonde

En kamp i kampen er opgøret mellem aktive fonde og passive fonde. De seneste tre år har vi kørt en dyst mellem de to typer af fonde, der indtil videre har givet en klar føring til de passive fonde. I konkurrencen om at blive Danmarks bedste investeringsforening er billedet derimod det omvendte, da de aktive fonde sætter

sig på 13 ud af 15 Top 5-placeringer blandt aktiefondene. Denne fordeling følger billedet fra tidligere år, som det ses i tabellen.

Men hvorfor klarer de aktive fonde sig bedre i denne kåring end i dysten mellem aktive og passive fonde? Forklaringen er, at mens afkastene på de passive fonde klumper sig

sammen omkring markedsafkastet, er der større spredning i afkastene på de aktive fonde. De bedste aktive fonde vil derfor næsten altid klare sig bedre end de passive fonde. Problemet er, at der er relativt få aktive fonde, der slår markedet, og at det er yderst vanskeligt på forhånd at afgøre, hvilke aktive fonde, der vil klare sig bedst.



På vores hjemmeside www.shareholders.dk og i det ugentlige nyhedsbrev kan du følge med i, hvordan porteføljen af aktive fonde klarer sig mod porteføljen af passive fonde.

Oversigt over top fem-placeringer ved de seneste tre års kåringer				
Kåring	AKTIEBASEREDE FONDE		OBLIGATIONSBASEREDE FONDE	
	Aktive fonde	Passive fonde	Aktive fonde	Passive fonde
2020	13	2	15	0
2019	10	5	14	1
2018	14	1	15	0

AKTIER

LAV RISIKO



LÆS

side 18

MIDDEL RISIKO



også
Nr.1
i 2019

side 19

HØJ RISIKO



side 20

OBLIGATIONER

LAV RISIKO



også
Nr.1
i 2019

side 22-23

MIDDEL RISIKO



side 22-23

HØJ RISIKO



side 22-23

Ulrik Dall og Steen Bech Andersen ejer investeringsbeviser udstedt af fem henholdsvis tre fonde for et samlet beløb under 11 henholdsvis 9 procent af deres værdipapirbeholdninger. Historiske resultater er ingen garanti for det fremtidige afkast. Hverken forfatterne eller Dansk Aktionærforening påtager sig noget ansvar for tab opstået som følge af investeringsbeslutninger med baggrund i denne analyse. Du kan se alle tal i undersøgelsen på vores hjemmeside www.shareholders.dk.



BLS Invest Danske Aktier

Oprettet
26. februar 2008

Formue 3. marts 2020
1.135 mio.kr

Investeringsstrategi
Aktiv

Akkumulerende / udbyttebetalende
Årligt udbytte

Morningstar rating
☆☆☆☆

Største positioner
• Danske Bank
• Novo Nordisk
• Carlsberg
• SimCorp
• Ringkjøbing Landbobank

ISIN DK0060188902

www.blsinvest.dk

BLS vipper BLS af tronen

BLS Danske Aktier skubber sidste års vinder, BLS Globale Aktier, ned på andenpladsen. Fondene ligger klart foran trods høje omkostningsprocenter.

Selv om BLS Danske Aktier er ny på førstepladsen i gruppen af lavrisikofonde, så er BLS Invest ikke helt ukendt for læsere af Aktionæren. Sidste år vandt kapitalforvalterens globale aktiefond nemlig gruppen, mens den danske afdeling kom ind på fjerdeplads. Også i 2018 var de to BLS-fonde på Top 5.

Meget tyder altså på, at de to forvaltere, Peter Bundgaard og Anders Lund, har en usædvanligt sikker hånd, når det gælder udvælgelse af aktier. Efter en karriere hos flere danske banker og børsrådgivere sprang de to partnere i 2008 ud som selvstændige porteføljevaltere og etablerede BLS Invest.

I modsætning til mange andre kapitalforvaltere tilbyder BLS kun to afdelinger (ganske vist både i en akkumulerende og en udbyttebetalende version), og de to topplaceringer må derfor siges at være så meget desto mere bemærkelsesværdige.

Begge afdelinger er meget snævre med blot 10-15 aktier i den danske afdeling og 25-30 aktier i den internationale afde-

ling. Ingen af afdelingerne arbejder med et egentligt benchmark.

Høje omkostninger hænger sammen med højt afkast

Afdelingerne adskiller sig også fra gennemsnittet ved at have relativt høje omkostninger. Det skyldes, at en del af aflønningen til porteføljevalteren er resultatafhængig. Gode afkast medfører gode indtægter til forvalterne.

Udadtil er de to forvaltere meget diskrete, men det fremgår dog af hjemmesiden, at investeringer i bedste Warren Buffett-stil sker med en "uendelig tidshorison". Begge afdelinger forsøger at finde virksomheder, der kan "generere frie pengestrømme og vedvarende har en forrentning af den investerede kapital, som ligger over gennemsnittet for tilsvarende selskaber."

BLS fokuserer også på ledelsens kvalitet og vurderer nøje om forretningsmodellen er "solid, attraktiv og holdbar".

Et besøg på BLS' hjemmeside kan i øvrigt anbefales, da den indeholder udførlige analyser af porteføljevirkomhederne.



Forvaltere:
Peter Bundgaard og Anders Lund



Forvaltere:
Jacob Loiborg

Passiv fond genvinder guldet

Det var i sig selv usædvanligt, at en passiv fond vandt denne kategori i 2019, og det er dermed endnu mere usædvanligt at samme fond gentager kunststykket i år. Og det er ikke, fordi fonden investerer i små, ukendte aktier.

Vinderen Sparinvest INDEX USA Growth er en passivt forvaltet fond, og fonden vandt også sidste år. Det er ikke mindst de senere års kraftige kursstigninger i de amerikanske teknologiaktier, der har medvirket til succesen.

De største positioner er velkendte navne som Apple, Microsoft og Amazon.com, så det kan muligvis overraske nogen, at andre, især aktive fonde, ikke har gjort det mindst lige så godt.

Chefporteføljevalter hos Sparinvest, Jacob Loiborg, forklarer, at vækstaktier har været et vindertema i de senere år, og da fonden netop er overvægtet i vækstaktier – ikke i forhold til sit referenceindeks, men i forhold til det generelle marked – har afkastet været formidabelt. De aktive fonde har ikke haft samme overvægt i vækstaktier. Og som et spejlbillede af udviklingen i Sparinvest INDEX USA Growth har passive fonde baseret på et indeks for valueaktier givet et mindre godt afkast i 2019.

"Jacob Loiborg understreger, at det naturligvis er glædeligt, at fonden har givet sine investorer et godt afkast, men fordi det drejer sig om en passiv fond, bør succesen også måles på evnen til at følge fondens benchmark. Han pointerer dog, at en stor og vigtig del af arbejdet er at vælge de rigtige benchmarks: "For eksempel er vi vanvittigt godt tilfredse med vores afkast og risikoudvikling i Sparinvest INDEX Minimum Risiko."

Sparinvest INDEX USA Growth investerer ikke i samtlige aktier i benchmarkindekset, men sammensætter porteføljen på basis af en statistisk analyse, der udpeger aktier med samme karakteristika hvad angår kursudvikling og risikoprofil. Målet er dog at følge udviklingen i indekset så tæt som muligt. Der anvendes ikke optioner eller andre finansielle instrumenter til at skabe syntetiske positioner.

Risikoen målt på standardafvigelse er i den høje ende, men til gengæld er omkostningerne lave.



Sparinvest INDEX USA Growth

Oprettet
18. maj 2001

Formue 3. marts 2020
892 mio.kr.

Investeringsstrategi
Passiv

Akkumulerende / udbyttebetalende
Årligt udbytte

Morningstar rating
☆☆☆☆

Største positioner
• Apple
• Microsoft
• Amazon.com
• Facebook
• Alphabet

ISIN DK0010298272

www.sparindex.dk

AKTIER LAV RISIKO Standardafvigelse på afkastet: under 12,5 %

Fond	Børskode	Årligt afkast i procent			Standardafvigelse på afkastet (risiko) i procent	Omkostningsprocent (ÅOP) i procent	DAF-point
		1 år	3 år	5 år			
TOP							
BLS Invest Danske Aktier	BLKDA	30,85	17,66	16,21	10,66	3,77	134
BLS Invest Globale Aktier	BLKGA	30,89	18,09	16,10	11,94	3,74	128
Nordea Invest Global Stars KL	NDIGSTKL	33,80	15,82	12,53	12,45	1,67	99
Nordea Invest Danske aktier fokus KL	NDIDAFKL	29,14	9,52	14,51	12,40	1,61	87
C WorldWide Globale Aktier Etik Klasse Udloddende	CWIGAEBL	34,86	15,00	10,95	12,14	1,91	85
BUND							
BankInvest Basis Globale Aktier Akk. A	BAIBGAAGA	21,30	4,00	6,13	12,35	1,77	-2
Lån & Spar Invest Europa Classics	LSIEUC	15,95	2,16	2,94	11,59	1,94	-29
Danske Invest Nye Markeder Small Cap, klasse DKK d	DKINMSC	15,54	3,29	2,23	11,84	2,19	-33

Fakta

Gruppen af aktiefonde med lav risiko omfatter 68 fonde. Det er i høj grad kategorien "globale aktier", der fylder i denne gruppe. Den indeholder 36 fonde med lav risiko, mens der er 16 fonde med danske aktier. De to øverste pladser går til

BLS Invests to afdelinger i kraft af deres høje afkast for de seneste fem år.

Også Nordea Invest er godt placeret med to fonde blandt de fem øverste.

Bundplaceringen går til fonde med markant lavere afkast i alle de viste

perioder. Lån & Spar Invest Europa Classics har bidt sig fast i bunden og slutter næstsidst ligesom i 2019.

Der er meget store forskelle mellem topfondene og bundfondene i denne gruppe. Som investor skal man se sig for!

AKTIER MIDDEL RISIKO Standardafvigelse på afkastet: mellem 12,5 % og 14,5 %

Fond	Børskode	Årligt afkast i procent			Standardafvigelse på afkastet (risiko) i procent	Omkostningsprocent (ÅOP) i procent	DAF-point
		1 år	3 år	5 år			
TOP							
Sparinvest INDEX USA Growth KL	SPIUSGKL	39,13	17,24	14,93	14,05	0,58	128
Danske Invest Danmark Indeks Small Cap, klasse DKK d	DKIDKISC	24,55	13,17	16,55	12,78	0,46	118
Nordea Invest Nordic Small Cap KL	NDINSCKL	36,59	11,48	15,05	12,52	1,52	107
Sydinvest BRIK A DKK Akk	SYBRIKADKKAKK	28,62	15,63	13,80	14,46	2,17	91
PFA Invest Danske aktier	PFIDKA	31,56	10,60	13,91	12,53	1,13	90
BUND							
Sparinvest Value Europa KL A	SPIVEUKLA	17,96	4,50	6,50	14,02	2,12	-12
BankInvest Emerging Markets Aktier A	BAIEMAA	16,97	7,27	5,45	14,25	2,25	-12
Jyske Invest Europæiske Aktier KL	JYIEUAKL	22,77	1,55	3,31	13,06	1,96	-30

Fakta

Gruppen omfatter 74 fonde og er dermed største gruppe, både målt på antal og på investeret formue. De fire store kategorier er danske, europæiske, globale og emerging markets-aktier. De udgør to tredjedele, mens resten er fordelt på en række

mindre kategorier.

Top 5 er en pose blandede bolsjer med vidt forskelligt fokus. Nummer fire, Sydinvest BRIK Akkumulerende, vandt kategorien Aktier / Høj risiko sidste år, mens er i år rykket en risikoklasse ned. De 91

DAF-point ville have indbragt Sydinvests fond en andenplads i højrisikogruppen.

Bundproppen, Jyske Invest Europæiske Aktier, endte på samme plads sidste år. Fælles for de tre bundplaceringer er lave afkast og høje omkostninger.



Formuepleje Rusland

Oprettet 9. december 1997

Formue 3. marts 2020 121 mio.kr.

Investeringsstrategi Aktiv

Akkumulerende / udbyttebetalende Årligt udbytte

Morningstar rating ☆☆☆

Største positioner • Sberbank • Gazprom • Lukoil • Magnit • Alrosa

ISIN DK0010237809

www.formuepleje.dk

Det blæser ikke altid koldt fra øst

Dette er gruppen, hvor du kan hente et højt afkast, men hvor du også løber en større risiko. Årets vinder, Formuepleje Rusland, er et godt eksempel på dette.

Efter et dårligt år i 2018 kom gruppen af højrisikofonde stærkt tilbage sidste år. De bedste højrisikofonde har leveret meget høje afkast i 2019 og vinderen, Formuepleje Rusland, har alt, hvad man forventer af en aktiefond i denne gruppe: flot afkast, høj risiko og høje omkostninger. Samlet giver det en førsteplads med stor afstand til sølvmedaljevinderen.

Formuepleje Rusland styres af en porteføljeformidler med base i Skt. Petersborg og investerer i selskaber, som enten er hjemmehørende, optaget til handel eller har deres hovedaktiviteter i Rusland eller tidligere sovjetrepublikker, eksempelvis Kasakhstan eller Ukraine.

Investeringsstrategien tager udgangspunkt i Ruslands politiske og økonomiske udvikling for at vurdere, hvordan det påvirker de forskellige sektorer. Porteføljen er bredt eksponeret med fokus på veldrevne selskaber.

Risiko og omkostningsniveau er højt

i Formuepleje Rusland - også i forhold til konkurrenterne - men det mere end opvejes af et godt afkast i 2019, der afspejler næsten tilsvarende kursstigninger på det russiske aktiemarked.

Leif Hasager, der er investeringsdirektør hos Formuepleje, forklarer, at den relativt høje risiko i fonden ikke er overraskende: "Det russiske aktiemarked er meget volatilt, fordi politik spiller en stor rolle. Udenlandske investorer går i høj grad ind og ud af markedet baseret på politiske begivenheder og vurderinger, som kan svinge kraftigt og dermed også give kraftige udsving på aktiemarkedet."

De øvrige fonde i Top 5 repræsenterer tre forskellige kontinenter, så guldet var sidste år at finde på mange markeder.

Bundproppen fra Wealth Invest lå næstsidst i 2019, så her er der ikke meget at glæde sig over. Lave afkast og høje omkostninger som i dette tilfælde er et dårlig miks for investeringer.



Forvalter: Leif Hasager, Investeringsdirektør i Formuepleje

AKTIER		Standardafvigelse på afkastet: højere end 14,5 %					DAF-point
HØJ RISIKO		Årligt afkast i procent			Standardafvigelse på afkastet (risiko) i procent	Omkostningsprocent (ÅOP) i procent	
Fond	Børskode	1 år	3 år	5 år	5 år	2019	
TOP							
Formuepleje Rusland	FPIRUS	37,61	9,51	19,49	18,30	2,81	107
Handelsinvest Fjernøsten AK	HAIFJ	27,37	14,67	12,43	15,67	1,99	70
SEBinvest AKL Europa Small Cap P	SEIESCP	33,06	12,32	11,95	14,66	1,66	69
Handelsinvest Nordamerika AK	HAINAM	28,30	10,66	11,87	15,08	1,58	56
Danske Invest Europa Small Cap, klasse DKK d	DKIEUSC	31,67	11,93	11,47	15,84	1,86	55
BUND							
BIL Danmark Danske Small Cap aktier KL A	BDIDSCAKL	3,60	-4,82	7,78	15,07	2,44	-52
Jyske Invest Indiske Aktier KL	JVIINAKL	4,53	5,49	4,15	17,59	2,11	-54
Wealth Invest SK Invest Far East Equities	WEIFEE	9,71	1,02	1,09	14,74	2,18	-66

Fakta

Gruppen af højrisiko-aktier er forholdsvis lille med blot 36 fonde. Det er en meget blandet gruppe, generelt præget af aktier fra eksotiske lande som Brasilien, Kina, Rusland, Latinamerika og Østeuropa. Der er store kursudsving for denne type aktier.

DAF'S INVESTERINGSFORENINGSPRISER 2020 METODEN BAG UDDELINGERNE

Læs hvordan Dansk Aktionærforening kårer årets bedste investeringsfonde

Se vindere af OBLIGATIONER på næste opslag

Som udgangspunkt har vi som investorer tre overordnede mål for vore investeringer, uanset om det gælder aktier, obligationer eller noget helt tredje:

- Højt afkast
- Lav risiko
- Lave omkostninger

De tre mål vil ofte stride mod hinanden, så derfor vægter vi succeskriterierne sammen. Det gør vi ved at omregne afkast, risiko og omkostninger til et antal point - DAF-point - og det gælder om at få så mange DAF-point som muligt. I vores beregning indgår de tre mål på følgende måde:

Afkast: I de data, vi har modtaget fra Fund-Collect, kan vi se afkast for henholdsvis ét år, tre år og fem år. I vores model vægter de nyeste afkast mest, så antallet af DAF-point ikke alene skabes af resultater langt tilbage i tiden. Afkast det seneste år indgår således tre gange, mens afkast for fem år siden kun indgår én gang. Afkast opgøres på grundlag af den indre værdi i den enkelte investeringsfond og beregnes efter omkostninger, så andelen af årets omkostninger fragår i den indre værdi.

Risiko: Risikoen måles ved standardafvigelsen på afkastene målt over fem år. Jo mere kurserne har svinget, desto større er standardafvigelsen og dermed risikoen.

Omkostninger: Afkast er beregnet efter omkostninger. Alligevel har vi medtaget omkostninger særskilt i formelen. Man kunne dermed sige, at vi medregner omkostninger to gange. Begrundelsen er, at fremtidige afkast er usikre, mens omkostningerne vil blive afholdt. Derfor vil man alt andet lige foretrække en fond med lave omkostninger.

Vi anvender ÅOP som mål for omkostningerne. ÅOP står for "årlige omkostninger i procent" og indeholder kort fortalt alle omkostningskomponenter såsom administrationsomkostninger, indløsningsfradrag og emissionstillæg under en forudsætning om en investeringsperiode på syv år.

De meget udskældte formidlingsprovisioner, hvor investeringsforeningerne betaler bankerne for rådgivning af kunderne, indgår også i ÅOP.

SÅDAN UDREGNER VI DAF-POINT

Kun børsnoterede fonde, der har eksisteret i mindst fem år, kan få point.

De tre elementer i beregningen er afkast, risiko (målt ved standardafvigelsen) og omkostninger.

DAF POINT =

(afkast 1 år + afkast 3 år + afkast 5 år) - 5 x standardafvigelse - 5 x årlige omkostninger (ÅOP)

NB: afkastene for tre og fem år er akkumuleret afkast efter tre og fem år, altså inkl. rentes rente

Opdeling efter stigende risiko		
AKTIER/ OBLIGATIONER	RISIKO	DE 3 STØRSTE KATEGORIER I GRUPPEN
Aktier	Lav risiko	68 fonde
	Standardafvigelse på afkastet: Under 12,5 procent	Globale aktier (36) Danske aktier (16) Europæiske aktier (10)
	Middel risiko	74 fonde
Obligationer	Lav risiko	28 fonde
	Standardafvigelse på afkastet: Under 2 procent	Korte danske obligationer (13) Øvrige danske obligationer (11) Øvrige obligationer (3)
	Middel risiko	71 fonde
Obligationer	Høj risiko	36 fonde
	Standardafvigelse på afkastet: Over 14,5 procent	Fjernøstige aktier (8) Emerging markets aktier (7) Kinesiske aktier (3)
	Høj risiko	49 fonde
Obligationer	Høj risiko	49 fonde
	Standardafvigelse på afkastet: Over 5,5 procent	Investment Grade obligationer (14) Non-Investment Grade obligationer (14) Blandede fonde (obligationer og aktier) Lav aktieandel (8)
	Standardafvigelse på afkastet: Over 5,5 procent	Emerging markets obligationer (15) Blandede fonde - balanceret (11) Blandede fonde - fleksibel (6)

Opdeling: Kun fonde, der har eksisteret i fem år eller længere, indgår i vores sammenligning. Dette kriterium er indført for at understrege vigtigheden af gode resultater over en længere periode.

I alt indgår 326 fonde - en lille stigning i forhold til sidste år. Fondene opdeles normalt efter deres investeringsområde, eksempelvis danske aktier eller europæiske aktier. Brancheforeningen Finans Danmark opererer med 36 sådanne kategorier.

Vi grupperer fondene i seks grupper efter fondens risiko. Det betyder, at der i en gruppe, for eksempel Aktier - Lav risiko, kan være vidt forskellige investeringsområder repræsenteret, men det afspejler netop risikoen blandt investeringsfondene.

Opdelingen, som er vist i tabel 1, er valgt, så der er et passende antal fonde i hver gruppe.

Vores risikogrænser fastsættes årligt, fordi udsvingene i afkast ændrer sig fra år til år. Således er risikoen samlet blevet lidt højere i forhold til året før, både for obligationsfonde og for aktiefonde.

De tilgængelige data omfatter investeringsforeninger, der er medlem af Finans Danmark eller indrapporterer data til Finans Danmark. De investeringsforeninger, der ikke indrapporterer data, indgår således ikke i sammenligningerne. Endvidere har vi kun medtaget børsnoterede fonde, fordi de er bedst tilgængelige for private investorer. ■

MAJ INVEST TAGER FEMTE SEJR I TRÆK

Alle investeringsforeninger, uden undtagelse, skriver i deres salgsmateriale, at historiske afkast ikke er nogen garanti for fremtidigt afkast. Det er da også rigtigt, men når investeringsforeningen Maj Invest Danske Obligationer vinder sin kategori for femte år i træk, begynder det at ligne et mønster.

Kategorien Obligationer / Lav risiko adskiller sig fra de øvrige kategorier i denne kåring ved stor stabilitet i toppen. Vinderen, Maj Invest Danske Obligationer, sætter sig på førstepladsen for femte år i træk, mens både nummer tre, Danske Invest Engros Kommuner 4, og nummer fem, SEBinvest Mellemlange Obligationer, var blandt de højst placerede sidste år. Nykredit Invest Korte obligationer Akkumulerende, der klemmer sig ind på andenpladsen i kraft af sin lave omkostningsprocent, var fraværende fra sidste års Top 5, men indtog også andenpladsen i 2018, så også her er der tale om en vis stabilitet.

Forklaringen på denne stabilitet er de ultralave renter. Når fondene ikke kan tage en stor risiko, må de holde sig i den korte ende af rentekurven, hvor afkastet er tæt på nul og dermed ikke kan rykke meget i den samlede stilling fra år til år. Det ses også af det lave antal DAF-point og den lave spredning i feltet, ikke kun i Top 5, men også mellem top og bund.

Stabiliteten gælder også i bunden, hvor Alm. Brand Invest, Korte Obligationer ETIK sidder solidt på bundplaceringerne.

Vinderne fra 2018 vender tilbage i mellemrisikogruppen

Anderledes ser det ud i mellemrisikogruppen. Her er de fem bedste investeringsfonde allesammen nye i forhold til sidste års liste. Og så er de alligevel ikke helt nye. De tre bedste fonde lå alle i toppen for to år siden og Nordea Invest European High Yield Bonds KL generobrer sin førsteplads fra 2018.

Denne gruppe af investeringsfonde

har mulighed for at tage større risici ved at gå længere ud af rentekurven og ved at investere i virksomhedsobligationer. Det afspejler sig også i spredningen i antal DAF-point, der er klart større end i lavrisikogruppen.

Vinderen hører til gruppen af fonde med virksomhedsobligationer med høj risiko – og fonden vinder med flotte afkast, moderat risiko, men også lidt højere omkostninger end gennemsnittet. To fonde i vindergruppen hører til de blandede fonde, hvor selv en lille aktieandel i denne periode giver et løft i afkastet. De har en risiko over gennemsnittet.

Fondene i bunden adskiller sig især med markant lavere afkast end vinderne, og der er faktisk tale om nedslående lave afkast efter fem år.

Imponerende afkast i højrisikogruppen i 2019

Den sidste kategori, højrisikobligationer, har givet afkast, der i 2019 kan konkurrere med afkastet på aktiefondene, og det er ikke helt tilfældigt. Tre af vinderfondene, herunder årets nummer et, Formuepleje Pensions-Planner Balance, hører nemlig til i kategorien "Blandede balanceret", hvor aktieandelen udgør mellem 35 procent og 65 procent af formuen. Resten er investeret i obligationer.

Set over en femårig periode halter obligationsfondene med høj risiko dog klart efter aktiefondene med hensyn til afkast, men risikoen har også været markant lavere.

Bundplaceringerne har alle givet meget dårlige afkast, der slet ikke opvejes af lavere risiko og lidt lavere omkostninger. ■

» Set over en femårig periode halter obligationsfondene med høj risiko dog klart efter aktiefondene med hensyn til afkast, men risikoen har også været markant lavere.

På shareholders.dk kan du se hvilke fonde, der har klaret sig bedst under aktieuroen – aktive eller passive fonde.



Forvaltere:
Gustav Smidth

Morningstar rating ☆☆☆



Forvaltere:
Torben Skødeberg, Sandro Naef og Henrik Østergaard Pedersen

Morningstar rating ☆☆☆



Forvaltere:
Rene Rømer, Erik Bech og Otto Friedrichsen

Morningstar rating ☆☆☆☆☆

OBLIGATIONER

Standardafvigelse på afkastet: under 2 %

LAV RISIKO

Fond	Børskode	Årligt afkast i procent			Standardafvigelse på afkastet (risiko) i procent	Omkostningsprocent ÅOP i procent	DAF-point
		1 år	3 år	5 år			
TOP							
Maj Invest Danske Obligationer	MAJDKO	0,62	1,17	1,70	0,99	0,26	7
Nykredit Invest Korte obligationer Akk.	NYIKOA	1,13	1,21	1,35	0,96	0,21	6
Danske Invest Engros Kommuner 4	DKIENGK4	1,30	1,52	1,38	1,21	0,37	5
Nordea Invest Korte obligationer KL	NDIKOKL	1,12	1,13	1,18	0,87	0,33	5
SEBinvest Mellemlange Obligationer	SEIMOB	0,59	1,55	1,72	1,59	0,48	4
BUND							
HP Invest, Korte Danske Obligationer - KL A	HPIKOKL	0,11	0,60	0,49	0,59	0,42	-1
Lån & Spar Invest Obligationer	LSIOBL	1,12	0,84	0,87	1,23	0,54	-1
Alm. Brand Invest, Korte Obligationer ETIK	ALIKOB	0,74	0,52	0,34	1,05	0,41	-3

Fakta

Kategorien Obligationer - lav risiko består af 28 fonde. De fleste hører til kategorien Korte Danske Obligationer.

Vinderen Maj Invest Danske Obligationer havde et halvdårligt afkastår i 2019, men vinder alligevel førstepladsen igen i år.

Det er gode afkast, moderat risiko og lave omkostninger, der giver topplaceringerne.

For de bundplacerede fonde ses markant lavere afkast sammenlignet med vinderne samt lidt højere omkostninger.

OBLIGATIONER

Standardafvigelse på afkastet: mellem 2 og 5,5 %

MIDDEL RISIKO

Fond	Børskode	Årligt afkast i procent			Standardafvigelse på afkastet (risiko) i procent	Omkostningsprocent ÅOP i procent	DAF-point
		1 år	3 år	5 år			
TOP							
Nordea Invest European High Yield Bonds KL	NDIEHYKL	10,27	4,38	4,83	3,53	1,19	27
Nykredit Invest Balance Defensiv	NYKBD	10,78	4,58	4,59	4,22	1,06	24
Gudme Raaschou European High Yield	GRIEHY	10,64	4,24	4,56	4,14	1,34	21
PFA Invest Balance A	PFIBAA	10,72	3,81	4,75	4,82	0,94	20
Jyske Invest Virksomhedsobligationer KL	JYVIRKKL	12,24	3,89	4,33	4,26	1,46	19
BUND							
SEBinvest AKL Global Tactical Credit (Muznich) P	SEIGTCP	5,86	0,94	0,50	3,44	1,57	-14
Danske Invest Globale Lange Indeksobl., klasse DKK d h	DKIGLIO	4,64	0,62	1,44	5,11	0,77	-15
Sydinvest International A DKK	SYIINTADKK	2,58	-0,62	0,09	5,25	0,77	-29

Fakta

I denne gruppe er der tilsammen 71 fonde, og formuemæssigt er det også den største obligationskategori. Flest fonde i gruppen hører til kategorierne Virksomhedsobligationer. Desuden indgår en række kategorier med middel risiko, herunder fonde med mellemlange danske obligationer og kategorien "Blandede", som kan have en lav aktieandel.

OBLIGATIONER

Standardafvigelse på afkastet: højere end 5,5 %

HØJ RISIKO

Fond	Børskode	Årligt afkast i procent			Standardafvigelse på afkastet (risiko) i procent	Omkostningsprocent ÅOP i procent	DAF-point
		1 år	3 år	5 år			
TOP							
Formuepleje PensionPlanner Balance	FPIPPB	22,34	8,46	7,79	8,72	1,66	44
Formuepleje PensionPlanner Vækst	FPIPPV	24,68	9,26	8,52	10,63	1,88	43
Nordea Invest Basis 4 KL	NDI4KL	21,37	6,74	7,18	8,15	1,56	36
PFA Invest Balance B	PFIBAB	18,04	6,38	6,94	7,73	0,97	35
Investin, Optimal Livscyklus 2030-40	INIOLC	17,24	6,51	6,24	7,48	0,71	33
BUND							
SKAGEN Tellus A - DKK	SKITEL	3,07	0,43	1,15	6,01	0,80	-24
SKAGEN Avkastning - DKK	SKIAVK	2,97	-0,62	0,35	6,93	0,50	-34
Maj Invest Kontra	MAJKON	-0,56	-1,08	0,75	6,63	1,55	-41

Fakta

Denne gruppe indeholder 49 fonde. Flest er fra kategorien "Blandede", det vil sige fonde, der kan investere i både aktier og obligationer. Desuden er der mange fonde med statsobligationer fra såkaldte højrentelande, som er økonomisk ustabile lande som Brasilien, Rusland og Tyrkiet.



Fængslende fortælling om NOVO NORDISK

I en ny bog fortæller Hanne Sindbæk historien om menneskene, videnskaben og det usædvanlige samfundsmæssige engagement bag Danmarks største erhvervsucces, Novo Nordisk – og alle udfordringerne undervejs mod toppen.

For hundrede år siden var diagnosen "sukkersyge" ikke meget bedre end en dødsdom. Dengang bestod den mest lovende behandling af strenge kostplaner, der med lidt held kunne forlænge patienternes liv – hvis de da ikke sultede ihjel.

I 1921 fandt en ung læge i Canada omsider frem til sygdommens årsag. Men én ting var at vide, at diabetes opstår fordi bugspytkirtlen ikke producerer nok af stoffet insulin. Det næste skridt – at fremstille insulin i tilstrækkelige mængder til at hjælpe de mange lidende – virkede derimod nærmest umuligt.

En gave til menneskeheden

De største fremskridt fandt sted i Danmark, hvor et hold af dygtige mennesker med forskerparret August og Marie Krogh i centrum fik til opgave at grundlægge en produktion af insulin til hele Skandinavien. Gav produktionen overskud, så skulle pengene finansiere yderligere forskning eller være til anden form for nytte for diabetespatienter.

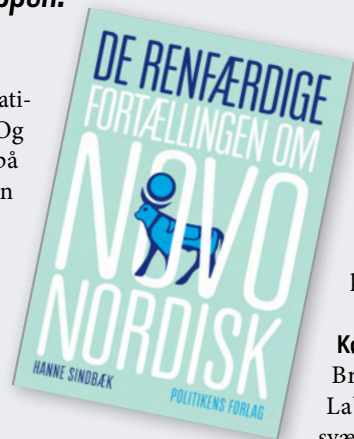
Marie havde kort forinden selv fået

den frygtede diagnose, så motivationen var til at tage og føle på. Og det faglige grundlag var også på plads: August havde i 1920 fået en Nobelpris i medicin.

Under ledelse af den geniale, men vanskelige Dr. Hagedorn, og finansieret af apoteker og fabrikant August Kongsted, kunne det nystartede Nordisk Insulinlaboratorium således i 1923 sende sit første produkt på markedet.

De driftige jyske brødre

Succeshistorien ramte et skarpt sving året efter, da Hagedorn mistede besindelsen og fyrede farmaceuten Thorvald Pedersen efter et skænderi. Den beslutning kom han til at fortryde. August Krogh havde nemlig i mange år været dybt afhængig af Thorvalds bror, maskinmesteren Harald, der var ekspert i at opfinde smart laboratorieudstyr og bygge mere effektive maskiner til at lette produktionen af insulin. Og nu var Harald blevet så hidsig over den dårlige behandling af sin bror, at han sagde sit job op i protest.



Hanne Sindbæk:
De renfærdige - Fortællingen om Novo Nordisk

Antal sider: 461

Forlag: Politikens Forlag

Udgivet: 2019

Pris: 384,95 kroner (med forsendelse)

saxo.com

Ikke nok med at Nordisk pludselig mistede to centrale medarbejdere på én gang. De to brødre gik straks ud og startede deres egen virksomhed. Nu skulle de vise, hvem der kunne lave den bedste insulin!

Købmænd mod idealister

Brødrenes Novo Terapeutisk Laboratorium skulle gøre livet svært for Nordisk Insulinlaboratorium i mange år fremover. Novo startede som en beskedent familievirksomhed, hvor selv børnene hjalp til, så godt de kunne, og varerne blev leveret på cykel.

Men så tog udviklingen fart. For brødrene havde andre ambitioner end blot at levere insulin til trængende sukkersygepatienter. De ville tjene penge, først og fremmest på insulin, men snart udvidede de produktporteføljen med andre lægemidler, enzymer og snart sagt alt, de kunne finde på. En årgang solgte de sågar barbermaskiner.

Strategien lykkedes. Med tiden voksede Novo sig mange gange større end Nordisk Insulinlaboratorium, der stæ-

digt holdt fast i idealet om almennyttig fremfor profit for profittens skyld.

Det skal i øvrigt nævnes, at man også hos Novo tidligt grundlagde en fond med formålet at yde bistand til sociale, humanitære og videnskabelige formål.

Et perfekt ægteskab

I 80'erne var fusioner højeste mode. Både hos Novo og hos Nordisk Insulinlaboratorium var man – af vidt forskellige grunde – også begyndt at spekulere på at lægge fjendskabet bag sig og slå pjalterne sammen. Men kunne det overhovedet lade sig gøre at få to så forskellige virksomheder til at gå i samme retning?

Hos Novo tog man sig af medarbejderne som var de familie, og i ledelsesteamet var man drevet af åbenhed. Hos Nordisk var man på mange områder ikke nået meget videre end Hagedorns fortolkning af oplyst enevælde. Strategien og værdierne var også vidt forskellige.

I 1989 var fusionen imidlertid en realitet, og de bange anelser blev gjort til skamme. Arkitekterne bag fusionen

var nemlig så fremsynede, at de holdt fast ved, at visioner, ledelse og firmakultur ikke handlede om, at en stor virksomhed opslugte en mindre. Nej, nu var man Novo Nordisk: Halvt Novo, halvt Nordisk. Det etiske og det kommercielle skulle være to sider af samme sag.

Og et par lykkelige skilsmisser

Efterhånden blev det tydeligt, at arven fra Novo betød, at man forsøgte at gabe over for meget. Efter sammenlægningen af de to virksomheder producerede den nye virksomhed med navnet Novo Nordisk et bredt udvalg af insulin, enzymer, kosttilskud, lykepiller og meget andet. Det var simpelthen for spraglet.

Den gamle vision bag Nordisk fik nyt liv, og ledelsen besluttede, at nu skulle virksomheden koncentrere sig om dét, den var god til. Og det var at hjælpe diabetikere.

I 1995 blev alt-mulig-forretningen Ferrosan derfor solgt fra, og i 2000 fik enzyndivisionen sit eget liv og blev udskilt under navnet Novozymes.

Et skridt foran udviklingen

Hos Novo Nordisk tænker man langsigtet. Der kan gå fem, ti, femten eller tytte år, før et udviklingsprojekt er klar til at komme på markedet. Intet må derfor risikere at sætte virksomhedens rygter over styr. Det er én af grundene til, at etik og bæredygtighed fylder så meget. En anden er, at det samfundsmæssige engagement løber som en rød tråd gennem virksomhedens historie.

Fortællingen om det danske mirakel fortsætter ufortrødent. Og som altid bliver det historien, der sætter kursen.

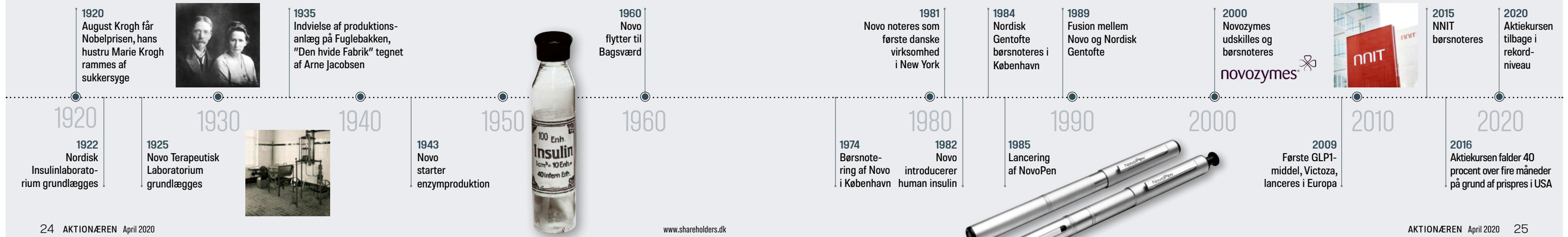
Pilgtlæsning for Novo-investorer

Har du aktier i Novo Nordisk, så skylder du nærmest dig selv at læse *De Renfærdige* for at få et mere komplet billede af, hvad det egentlig er for en virksomhed, du er med-ejer af.

Bogen kan også varmt anbefales dig, der interesserer sig for ledelse i globale selskaber, videnskabshistorie eller gerne vil vide mere om vilkårene i medicinalindustrien. ■



Novo Nordisk hovedkvarter i Bagsværd symboliserer, at ringen er sluttet og at Novo og Nordisk igen er én virksomhed. De tre indhak i cirklen giver indtryk af et stiliseret insulinmolekyle og glastaget i midten minder om en cellemembran.



Medlemmer af Dansk Aktionærforening får **20% RABAT** Angiv rabatkoden "NOVO20" ved bestilling på saxo.com

LÆS REGNSKABER SOM EN DETEKTIV

ILLUSTRATION: ØIVIND HOVLAND

Regnskaber er meget mere end tal, og regnskabsanalyse er ikke kun et spørgsmål om at regne nøgletal ud. Ofte ligger det mest interessante måske slet ikke i tallene, men i ændringer i regnskabsprincipper eller i ledelsens omtale af regnskabstallene.



PETER HARRINGTON
Finansforeningen | CFA Society Denmark
Peter@finansforeningen.dk

Regnskabsanalyse er en tidskrævende disciplin, og har man ikke analytiske forudsætninger, kan en investeringsbeslutning være et udfordrende arbejde at gå i gang med. Men det kan læres via en række relativt enkle værktøjer, som skaber overblik over vigtige sammenhænge i et selskabs resultatopgørelse, balanceposter og pengestrømme.

Hvad er Forensic Accounting?

Indenfor regnskabsanalyse findes en særlig disciplin der hedder "forensic accounting". Denne form for analyse har historisk afsæt i afdækning af mistænkelige eller kriminelle forhold omkring selskaber og deres regnskabspraksis. "Forensic accounting" forbinder man oftest med påvisning af svindel til brug for bevisførelse i retssager. Holder man sig strikt til den type af regnskabsanalyse er udfordringen, at man udforsker uregelmæssigheder, EFTER en hændelse er indtruffet. Som investorer vil vi gerne kende vigtige, kursdannende forhold, INDEN regnskabsmæssige udfordringer bliver alment kendt og priset ind i aktien.

Kendte regnskabsskandaler

Regnskabsskandaler som dem i boksen nedenfor samt Enron, Tyco og vores egen Nordisk Fjer er ekstremt sjældne. De var alle sager, som bød på store lovovertrædelser og brud på almindeligt anerkendte regnskabsstandarder.

Derimod er større eller mindre grad af regnskabsmanipulation langt mere almindeligt og ligger som regel indenfor lovens eller regnskabsprincippernes bogstav.

Det gælder derfor om at kende til værktøjer, ændret adfærd eller andre tegn, som indikerer, at selskabets ledelse forsøger at kamuflere problemer.

Forståelse af adfærd er en afgørende faktor

Ændringer i ledelsens adfærd over tid er måske den vigtigste årsag til at investorer bør optræde vagtsomt, have kritisk sans og søge information fra troværdige, uvildige kilder.

Mange selskaber manipulerer – måske et stærkt ord – i en vis udstrækning sine regnskabstal for at sikre, at budgetter balancerer, at incitamentsprogrammer belønnes og at markedet velvilligt stiller finansiering til rådighed.

Kreativ bogføring, ændret regnskabspraksis eller "gradbøjning" er der ikke noget nyt i. Faktorer som grådighed, konkurrence, vækstmuligheder (eller mangel på samme), desperation, manglende moral >>



Ændringer i ledelsens adfærd over tid er måske den vigtigste årsag til, at investorer bør optræde vagtsomt, have kritisk sans og søge information fra troværdige, uvildige kilder.

Fire kendte regnskabsskandaler

■ Toshiba 2014

Den japanske elektronikvirksomhed overvurderede sin indtjening med over 1 mia. dollars. Selskabet bogførte for lave omkostninger på langsigtede forretningsprojekter. Toshiba's ledelse lagde massivt pres på sine underordnede for at de skulle nå deres salgsmål. Dette pres fik nogle ansatte til at maskere og udskyde driftstab eller fremrykke bogføring af omsætning.

■ Olympus 2011

Producenten af medicinsk og optisk udstyr gennemfører regnskabssvindel for over 1,7 mia. dollars ved at oprette falske investeringsselskaber, som herefter købte dårlige kundeengagementer til bogførte værdier. På den måde blev tabene kanaliseret ud af balancen. Meningen var, at investeringsselskaberne skulle holde de dubiøse engagementer, til markederne igen vendte. Tilbagebetaling til Olympus skulle ske via oppustede omkostninger til fusioner og opkøb.

■ Satyam 2009

Selskabets ledelse manipulerede den bogførte omsætning ved hjælp af falske fakturaer, fiktive kundeengagementer, fiktive bankopgørelser og falske skattemæssige indkomstopgørelser.

■ WorldCom 2002

Selskabets ledelse anvendte stærkt opskruede værdier af aktivmassen for over 11 mia. dollars.

eller blot dårlig dømmekraft kan få en ledelse til at anlægge nye forudsætninger for deres regnskabstal.

Der er også et enormt pres fra aktiemarkedet for, at selskabet leverer både kort- og langsigtede resultater. Forestil dig selv i stillingen som topchef i et børsnoteret selskab, hvor du hver tredje måned bliver stillet til ansvar og målt op imod aktiemarkedets forventninger.

Fordi forensic accounting normalt kræver en meget betydelig regnskabsforståelse, uddannelse eller certificering, vil jeg nedtone det "kriminaltekniske" og i stedet anlægge en bredere terminologi ved at pege på uddrag af værktøjer, som den almindelige regnskabsinteresserede investor kan benytte eller bør være opmærksom på.

Hold øje med ændret adfærd

Når du kender selskabets forretningsmodel, bør du i princippet starte med at analysere adfærden hos dem, der udfærdiger regnskaberne, nemlig ledelsen. Du skal være på vagt overfor tegn på ændringer i ledelsens opførsel – hvad de fremhæver, og hvad de ikke fremhæver. Hvorfor holder ledelsen op med at rapportere noget, som de måske frivilligt rapporterede tidligere? Målet er at finde ændringer i regnskabspraksis afledt af ændret adfærd. Når du først har fundet det, er vi ved de to vigtigste spørgsmål, du bør stille: Hvorfor? Og hvorfor nu?

Hvis du falder over ændringer eller uklarheder i forhold til tidligere regnskabspraksis og ikke kan finde et tilfredsstillende svar, bør du undersøge forholdene i dybden. Og søg efter svarene hos troværdige og uvildige kilder. Tag som hovedregel udgangspunkt i, at selskabets kommentarer ikke altid er uvildige.

Den slags analyse kræver indsigt i selskabet. Forstår du selskabets forretningsmodel? Hvordan har virksomheden klaret sig historisk? Hvordan reagerer selskabet overfor nye og eksisterende konkurrenter? Hvordan udvikler selskabets nøgletal sig? Det er bare ganske få af de forhold, du bør kende til.

Udover regnskabsanalyse, er tidsserie- og tværanalyser meget almindelige at benytte. Du kan også vælge



Man skal være på vagt overfor tegn på ændringer i ledelsens opførsel – hvad de fremhæver, og hvad de ikke fremhæver.

at beregne normaliserede regnskabstal, historiske udsving på vigtige regnskabsposter og sammenligne tal med selskabets vigtigste konkurrenter. Og vær opmærksom på, at ændrede regnskabsprincipper eller reklasificeringer af regnskabsposter, kan ændre forudsætningerne for tidsserieanalyser, tværanalyser, værdiansættelser og nøgletalsanalyser.

Tiderne skifter

I gamle dage var værdiansættelse af for eksempel industrivirksomheder oftest baseret på værdien af fysiske aktiver som maskiner, lagre, inventar og produktionsfaciliteter. Det var nemmere. I dag består aktiverne i højere grad af immaterielle aktiver. Det mindsker gennemskeligheden og gør dermed værdiansættelse langt mere udfordrende.

Da regnskaber i vid udtrækning bygger på ledelsens estimater, skøn og forudsætninger, skal en regnskabskyndig have styr på områder som patenter, goodwill, værdi af brands, medarbejderkontrakter, kundebaser og kundeloyalitet. Alt sammen immaterielle aktiver uden fysisk substans, hvilket i mange tilfælde gør det svært at forholde sig til.

De tre eksempler i boksene til højre viser alle ændringer i regnskabspraksis, som dækkede over forhold, der fik indflydelse på kursudviklingen, og som måske kunne have været spottet forinden.

Eksemplerne viser vigtigheden af at forstå virksomhedens forretningsmodel og fra hvilke kilder, selskabet henter sin omsætningen. Årsagen er, at omsætning indgår i mange forskellige nøgletal, som fortæller om selskabets udvikling og tilstand.

En dybere forståelse får du ved nøje at studere, hvilke kriterier selskabet eller branchen lægger til grund ved opgørelse af omsætning og omkostninger, fordi den forståelse er afgørende for, hvordan pengestrømmene (cash flows) normalt opfører sig. ■

En udvidet udgave af artiklen vil være tilgængelig på shareholders.dk i løbet af april.

3 EKSEMPLER TÆT PÅ

Det er ikke kun i fjerne lande og eksotiske regnskaber, at der er spændende ting at finde for en regnskabsdetektiv. De tre eksempler i boksene viser ændringer i regnskabspraksis hos velkendte danske og svenske virksomheder – ændringer med indflydelse på kursudviklingen og forhold, som måske kunne være spottet forinden.



1 Vestas må ændre regnskabspraksis

Vestas meddelte i oktober 2010, at selskabet efter ikrafttrædelse af nye regnskabsstandarder i januar 2010 ville overveje at ændre praksis for bogføring af igangværende arbejder. Ændringen ville medføre, at visse projekter fremover skulle indtægtsføres i resultatopgørelsen, når risikoovergang til køber har fundet sted. Inden da blev indtægt fra projekterne indregnet i takt med opførelsen baseret på færdiggørelsesgraden.

Vestas anvendte frem til 2010 en mere aggressiv metode end de fleste andre i branchen til at bogføre omsætning. Denne praksis er ofte blevet kritiseret for at indeholde et for stort element af skøn fra ledelsens side. Det betyder, at regnskabsstallene i perioder kan afvige fra den økonomiske realitet.

Efter en ændring i regnskabspraksis i 2010, gav ændringen så store udfordringer med udmeldte forventninger for 2011, at ledelsen afstod fra at komme med forventninger til omsætning, overskudsgrad og pengestrømme i 2011. Aktien faldt i dagene efter meddelelsen med over 15 procent.

Eksemplet viser, at den opmærksomme iagttagelse måske kunne have lagt andre forudsætninger til grund for opgørelse af omsætningen, allerede da den ny regnskabsstandard blev kendt.

2 ISS Pres på marginerne hos ISS

mio.kr.	2015	2016	2017	2018	
Omsætning	79.579	79.137	73.577	73.592	
Vækst i omsætning	7,4%	-0,6%	-7,0%	0,0%	
Driftsresultat	4.533	4.566	4.236	4.226	
Vækst i driftsresultat	9,2%	0,7%	-7,2%	-0,2%	udfladning af margin
Overskudsgrad	5,7%	5,8%	5,8%	5,7%	
Andre varedebitorer	1.677	1.992	1.988	2.797	
Vækst i andre varedebitorer	15,7%	18,8%	-0,2%	40,7%	
Andre varedebitorer ift omsætning	2,1%	2,5%	2,7%	3,8%	stigende tendens

I 2018 ændrede ISS regnskabspraksis ved at begynde at kapitalisere omkostninger op til indgåelse af en kontrakt og bogføre disse omkostninger under andre varedebitorer. Ændringen medvirkede til, at driftsmarginerne blev udjævnet efter flere år med en faldende tendens.

Samtidig observerede man et spring i andre varedebitorer relativt til omsæt-

ningen: fra 2,7 procent i 2017 til 3,8 procent i 2018. Det resulterede i en tendens til øget udfaldning af driftsmarginen, fordi kapitalisering af omkostninger fjerner dem fra resultatopgørelsen og i stedet påvirker balancen via arbejdskapitalen. Aktiekursen steg umiddelbart efter regnskabet, men faldt i dagene efter, hvilket dog sagtens kan tilskrives andre forhold.



3 Forældede kollektioner hos Hennes & Mauritz

mio. svenske kroner	Q4-2015	Q1-2016	Q2-2016	Q3-2016	Q4-2016	Q1-2017	Q2-2017	Q3-2017	Q4-2017	
Bruttomargin	57,5%	52,0%	57,6%	54,0%	57,0%	52,1%	57,1%	51,4%	55,4%	
Udvikling i bruttomargin (år-til-år)	-2,9%	-3,2%	-1,8%	-1,8%	-0,5%	0,1%	-0,4%	-2,6%	-1,5%	negativ udvikling
Lagerdage (antal dage omsætning på lager)	111	109	113	136	128	131	131	132	130	stigende tendens
Varelager i forhold til følgende 6 måneders salg	27%	26%	25%	31%	32%	32%	32%	34%	34%	stigende tendens
Varekreditorer i forhold til varelager, ultimo	24,2%				22,9%				21,4%	faldende tendens

Hennes & Mauritz (H&M) har en uhyre sæsonbetonet forretningsmodel og havde i flere år kæmpet med kollektioner, som enten slog fejl eller blev solgt med betydelige rabatter. H&M var samtidig sen til at komme med på

e-handelsbølgen sammenlignet med konkurrenterne. Kigger man på tallene, så stiger lagerdagene, samtidig med at vareindkøb relativt til varelager falder. Det indikerer, at kollektionerne, som jo på dette tidspunkt

er bogført som varelager, kan være forældede. Forbrugere valgte ganske enkelt andre detailhandlere, og det underbygges af den stigende lagerbeholdning i forhold forward-salget. Udviklingen i bruttomargi-

nerne er ligeledes faldende. Fra ultimo 1. kvartal 2015 til udgangen af 2017 faldt aktiekursen over 50 procent, hvilket den opmærksomme regnskabslæser kunne have en mistanke om ville ske.

TJEKLISTE FOR ADFÆRD DU BØR VÆRE OPMÆRKSOM PÅ

- Hvad fortæller selskabets ledelse til markedet? Og hvad fortæller de ikke?
- Hvilke frivillige oplysninger bliver ikke længere oplyst?
- Hvis der er ændringer i, hvad selskabet oplyser, så spørg: Hvorfor denne ændring? Og hvorfor sker det nu?
- Forstå selskabets forretningsmodel.
- Undersøg og forstå, hvis selskabets model afviger fra branchens.
- Kend ledelsens incitamentsprogrammer, ambitioner, motivationer og baggrund.
- Kend regnskabsmæssige poster og sammenhænge, som har indflydelse på aktiens værdiansættelse.
- Vær kritisk overfor selskabets udmeldinger og søg information fra uafhængige og uvildige kilder.
- Vær altid opmærksom på, at regnskaber meget ofte bygger på estimater.

NETCOMPANY

PER JUUL
Juul Value Invest A/S
per@juulvalueinvest.dk



Fokuseret it til tiden

Netcompany har skabt stærke resultater som leverandør af komplekse it-løsninger, og der er stadig plads til masser af vækst. Det seneste kursfald har gjort aktien til et godt køb.



FOTOS: NETCOMPANY

Netcompany har haft en imponerende vækst. De sidste fem år er omsætningen i gennemsnit steget 31 procent om året og indtjeningen 24 procent om året. Samtidig er selskabet meget lønsomt. Sidste år tjente Netcompany 16 kroner for hver 100 kroner i omsætning.

Netcompany leverer større it-projekter til private og især offentlige kunder. Virksomheden står blandt andet bag det nyligt lancerede skole-netværk, Aula, samt borger.dk og Motorregistrets it-plattform.

Nye markeder

Når et selskab har brug for få anlægsaktiver – som Netcompany – så er investering i vækst relativt billig. Og hvis selskabet arbejder i et marked, der vokser, vil væksten ofte være ganske lønsom.

Når man så tilmed vinder markedsandele, kan det blive eksplosivt. Netcompany arbejder med en ufravigelig målsætning om at levere den aftalte kvalitet til aftalt tid og aftalt pris. Det er populært blandt kunderne.

Der er dog ét "aktiv" som Netcompany har brug for mere og mere af i takt med den voksende omsætning – og det er medarbejdere. Sidste år steg antallet af fuldtidsmedarbejdere med 23 procent, og sådan har billedet været i flere år. Det kan være en udfordring at få firmaets sjæl til at følge med, når medarbejderstaben fordobles omtrent hvert tredje år.

Det bliver en endnu større udfordring, når væksten nu også foregår i flere lande. Det er ofte svært at overføre en succesfuld forretningsmodel til nye markeder. Det kræver en mål-

Netcompanys hovedkvarter ligger på Grønningen i København, men kunderne findes overalt i landet og i stigende grad også udenfor Danmark.

rettet indsats, og Netcompany har stort fokus på den enkelte medarbejders udvikling og karriere for at kunne tiltrække og fastholde de ombejlede it-eksperter.

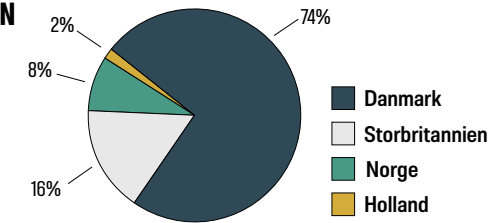
Fornyset vækst

Selskabet har ikke direkte konkurrenter i den forstand, at ingen it-virksomheder laver præcis det samme. De fleste konkurrenter er større koncerner, der også tilbyder andre ydelser og derfor måske ikke har Netcompanys område som hovedfokus. Det er en styrke, at Netcompany er fuldt fokuseret på en attraktiv del af markedet.

Selskabets forventning var ved aflæggelsen af årsregnskabet, at omsætningen vil vokse med 18 til 20 procent i år, mens resultatet – som følge af stigende marginer – vil vokse

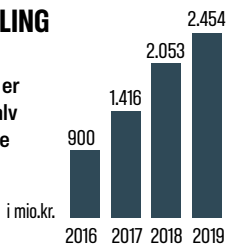
OMSÆTNINGSFORDELINGEN 2019

Netcompany ekspanderer i udlandet, men Danmark er fortsat vigtigste marked.



OMSÆTNINGSUDVIKLING 2019

Netcompanys omsætning er vokset med omkring en halv milliard kroner om året i de seneste tre år.



endnu mere. Analytikerne forventer, at indtjeningen vil stige hele 62 procent de næste to år. Det er nok en tand optimistisk.

Netcompany tjener dog reelt mere end bundlinjen siger. Det hænger sammen med, at når Netcompany køber et selskab, afskrives købsprisen over en årrække og bogføres som en udgift i regnskabet. Men det er ikke penge, der skal op af lommen, blot et regnskabsmæssigt krav. Logikken er, at det tilkøbte selskabs værdi langsomt eroderer, ligesom værdien af en bil eller en fabrik reduceres ved brug. Men et godt, tilkøbt selskab vil ofte blive mere og mere værd med tiden, idet selskabets indtjening vil stige. Investeringen vil reelt medføre en indtægt – ikke en udgift.

Kursfald har gjort aktien interessant

Kursen er faldet 39 procent fra toppen i midten af februar og det har i mine øjne sendt aktien ned i et attraktivt område. Price/Earnings (P/E) er lige nu knap 21, og det er attraktivt, hvis den forventede vækst blot nogenlunde realiseres.

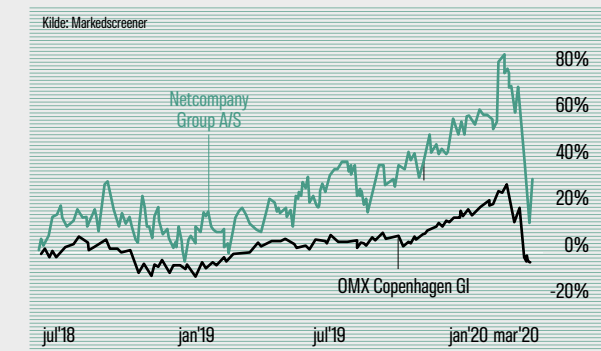
Ud over en attraktiv pris, så er det mit gæt, at Netcompany kun rammes moderat af corona-krisen. De private kunder vil formentlig udsætte nogle projekter og holde igen med nye. Modsat kunne man forestille sig det offentlige sætte gang i flere investeringer i digital infrastruktur, som hurtigt tjener sig hjem. ■



Netcompany arbejder med en ufravigelig målsætning om at levere den aftalte kvalitet til aftalt tid og aftalt pris.

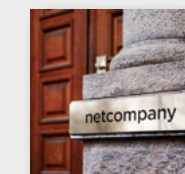
OM VIRKSOMHEDEN

Netcompany blev grundlagt i år 2000 og udvikler komplekse, såkaldte næste-generations it-løsninger, der ofte udgør kernen i kundens it-system. Kunderne findes især i den offentlige sektor. Aktien blev børsnoteret i juni 2018. Selskabet har 2.300 ansatte i seks lande.



AFKAST SIDEN BÖRSINTRODUKTIONEN

Netcompany
+ 31%
OMX Cph Large Cap
- 4%
Data per 20. marts, 2020



Börskode
NETC

ISIN
DK0060952919

www.
netcompany.com

Per Juul og/eller Juul Value Invest A/S ejer aktier i Netcompany.

OPTIMISTEN

mener, at Netcompany er en langsigtet vinder på et attraktivt marked. De historiske resultater beviser forretningsmodellens styrke. God lønsomhed og høj vækst gør aktien til et godt køb

PESSIMISTEN

mener, at Netcompanys forretningsmodel ikke er tilstrækkelig unik, og at den høje vækst risikerer, at få selskabet til at knage i fugerne. Det bliver kun værre af, at fortsat høj vækst kræver ekspansion på nye og dermed mere risikofyldte markeder. Derudover finder pessimisten, at nøgletallene er for krævende.

Netcompany og tre konkurrenter

Data per 18. marts 2020

	Kurs	Markedsværdi (mia kr.)	Omsætning (mia.kr.)	Nettomargin	Egenkapitalforrentning	Soliditet	Payout ratio	EPS-vækst, p.a., to år frem	P/E
Netcompany (Danmark)	224,6 DKK	11.028	2.947	18,3%	24%	57%	17%	27,1%	20,6
TietoEVRY (Finland)	18,2 EUR	15.973	22.435	5,6%	12%	32%	90%	20,3%	12,9
Accenture (USA)	151,15 USD	656.004	314.025	11,0%	33%	48%	41%	9,7%	19,3
DXC Technology (USA)	9,31 USD	16.144	134.564	-9,1%	-20%	31%	Neg.	Neg. til pos.	Neg.

Nøgletal er beregnet ud fra analytikerforventninger for 2020 ifølge MarketScreener.com.



Laveste pris nogensinde – men er det billigt?

De gode tider i byggebranchen er ikke slået igennem hos svenske Byggmax Group, der arbejder inden for lavprishandel med byggeartikler. Faktisk er aktien faldet 67 procent siden oktober 2019. Er det en købsmulighed?

Regnskabet for 2019 viser fremgang på top- og bundlinje. Således steg omsætningen med 3,3 procent, mens overskuddet efter skat steg med 2,7 procent. Den moderate fremgang skal ses i lyset af, at der er åbnet 11 nye butikker, mens to butikker er lukket ned. Det gode nyhed er, at overskudsgraden fastholdes omkring fire procent.

Resultaterne ligger langt under Byggmax' finansielle mål fra 2017, nemlig en årlig salgsvækst på 10 til 15% (+3,3% i 2019) og en EBITA-margin på syv til otte procent (5,1% i 2019).

I 2017 var indtjeningen per aktie på 3,18 svenske kroner svarende en P/E på 17. I 2019 har der været en indtjening per aktie på 2,32 svenske kroner og P/E ligger dermed lige under 10.

Den lavere indtjening per aktie afspejler vanskelige konkurrenceforhold og deraf nødvendigheden af til stadighed at skabe vækst ved at udvide antallet af butikker.

Byggmax kan følge flere vækstspor. Et er at vokse på de eksisterende markeder. En anden mulighed er indtrængning på det danske eller tyske marked. Det vil dog kræve betydelige ressourcer at løbe i gang. E-handel er også under udvikling.

Der er konkrete planer om at udbygge butiksnettet, primært i Norge, mens Danmark mangler, hvis kæden skal være til stede i hele Skandinavien. Sidst der var optræk til, at selskabet ville etablere sig i Danmark, var i 2015, men her var udfordringen bl.a. en navnestrid, hvor en mindre dansk byggevarerforretning ved navn Byggmax ikke ville skifte navn eller tillade svenske Byggmax at bruge deres navn i Danmark.

For 2020 har Byggmax planer om at opgradere og udvide 30 nuværende salgssteder samt en målsætning om 10 nye butikker, hvoraf halvdelen i et mindre format.

Generelt er der imidlertid overkapacitet af byggemarkeder. Netop konkurrencen gør, at flere kæder ekspanderer – nogle ved opkøb, andre ved at åbne nye afdelinger. Det er grundlæggende forklaringen på, hvorfor det i mange år har været svært for Byggmax – ligesom for de fleste andre i branchen.

Lave nøgletal

Et eksempel på den konsolidering, der sker i branchen, er den store konkurrent Stark Groups opkøbet af Saint-Gobain Building i Tyskland i 2019. Efter opkøbet driver Stark mere end 400 byggemarkeder og har fordoblet sin omsætning til 32 mia. kr. I den sammenhæng er Byggmax en mindre spiller med en omsætning på godt 3,6 mia. kroner.

Den lave aktiekurs betyder, at pris-sætningen målt på P/E er historisk lav. Det samme gælder kurs/indre værdi (K/I), der viser, at man betaler 92 øre for hver kronens egenkapital. I 2018 var K/I på 1,45, altså umiddelbart billigt blandt andet fordi værdien af brandet "Byggmax" ikke er indregnet i egenkapitalen. Konkurrenten Byggma handler dog til en endnu lavere K/I værdi, og det samme gælder for Saint-Gobain.

Det direkte afkast ligger på 4,6 procent, og det er selskabets politik at udbetale mindst 50 procent af overskuddet. Det høje udbytte burde lægge bund under kursen.

Aktien er i første omgang velegnet som en investering med en horisont på et halvt års tid. I en byggemarkeds-kæde er indtjeningen helt naturligt størst i andet og tredje kvartal, hvor byggeaktiviteten er størst. Kursen er historisk lav, foråret nærmer sig, og det kan være en købsmulighed, der i så fald skal vise sit værd i løbet af et par kvartaler. ■

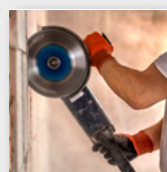
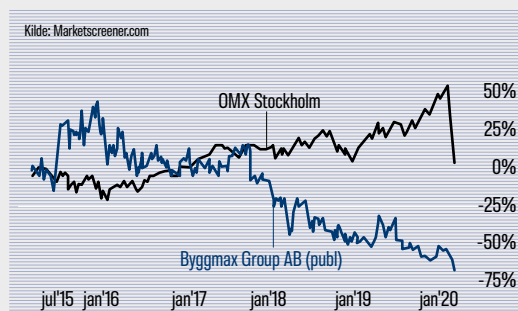
OM VIRKSOMHEDEN

Byggmax har i øjeblikket 116 butikker i Sverige, 46 butikker i Norge og 10 i Finland. Målet er at være bedste og billigste discountforretning inden for byggeprodukter som træ, gulve, gips, cement, isolering, vinduer, døre og maling. Koncernen, der i 2019 omsatte for godt 3,6 mia. kr., har været børsnoteret i Sverige siden 2010.

5 ÅRS AFKAST

Byggmax
- 64 %

OMX Stockholm
+ 9 %



Børskode
BMAX

ISIN
SE0003303627

www.
byggmax.com

Torben Udsen
ejer ikke aktier
i Byggmax.

OPTIMISTEN

har blik for de gunstige nøgletal, herunder at aktiekursen er på sit laveste nogensinde. Hun ser derfor ikke risikoen som særlig stor: aktien har aldrig været billigere, og med udsigt til en god udbyttebetaling er tiden den rigtige for køb af aktien.

PESSIMISTEN

fokuserer på den hårde konkurrence og vurderer, at det bliver svært at udvide uden for de tre lande, hvor selskabet er etableret i dag. Risikoen for at efterspørgslen efter byggematerialer er ved at toppe, ser pessimisten også som en udfordring.

Udvalgte nøgletal for Byggmax og tre konkurrenter

Data per 12. marts 2020

	Kurs	Børsværdi	Omsætning (mia. kr.)	Bruttomargin	Driftsoverskud (EBIT)	Overskudsgrad (EBIT-margin)	Kurs/indre værdi	P/E 2018	P/E 2019	P/E 2020
Byggmax	22,68 SEK	955 mio.kr.	3,6	32,1%	159 mio.kr.	4,4%	0,92	15	10	9
Byggma	81,00 NOK	367 mio.kr.	1,2	N/A	49 mio.kr.	4,1%	0,64	7	11	N/A
Home Depot	190,59 USD	1.400 mia. kr.	736	34,1%	106 mia.kr.	14,4%	neg.	18	22	18
Saint-Gobain	24,00 EUR	96 mia. kr.	318	N/A	25 mia.kr.	8,0%	0,66	38	14	7

Kilde: Marketscreener.com. Regnskabstal er for 2019. Kurs, K/I og P/E er opgjort på skæringsdagen.



NINTENDO

Stadig helt sin egen!

Kapløbet om at udvikle nye computerspil og digitale gadgets er benhård. Men japanske Nintendo er ikke som andre spiludviklere og lader sig ikke ryste. De forsøger hele tiden at finde på nye måder at spille på – uanset hvad der ellers foregår i branchen.

Man får ikke forudsigelighed hos Nintendo. De forsøger ganske vist at videreudvikle deres forskellige konsoller og succesfulde spil, ikke mindst spil baseret på den ikoniske Mario-figur.

For nogle år siden begyndte de – nærmest modvilligt og ifølge mange mindst fem år for sent – at dykke tåen i det gigantiske marked for mobil- og onlinespil. Desuden kan eksterne partnere nu udvikle spil til Nintendos konsoller. At Nintendo først går den vej nu, skyldes frygt for at miste kontrol med produktudviklingen.

Nintendos tidligere, og nu afdøde CEO, Satoru Iwata, var selv spiludvikler tilbage i 1980'erne og stod personligt i spidsen for al spiludvikling helt frem til sin død i 2015. Hans mantra var, at man bedst kontrollerer kvaliteten af spiloplevelsen ved at hardware og software bliver udviklet sammen fra grunden.

Man så det senest i 2017, da Nintendo lancerede Switch-konsollen. Mange rystede på hovedet. Der var næsten ingen spil til Switch'en, hvilket gik imod al sund fornuft i spilbranchen. Men hardware-konceptet var til gengæld smart tænkt. Stationær konsol og flytbar gameboy i en og samme enhed. Såre simpelt. Det sikrede stor anvendelighed for målgruppen af børn under ti år. Nintendo har solgt over 50 millioner Switch konsoller siden lanceringen og indtjeningen blev seksdoblet allerede første år. Det illustrerer potentialet ved at tænke ud af boksen.

Yderligere potentiale i Nintendo Switch

Nogen frygter, at Nintendos nuværende produktsucceser synger på sidste vers, men der er stadig potentiale tilbage. I Kina, der er verdens største marked for spil, er man først lige begyndt at sælge Switch'en i samar-

bejde med den kinesiske teknologigigant Tencent. På kort sigt er man dog ramt af coronakrisen, der har forsinket leverancerne af Switch'ens delkomponenter.

Enegang kræver penge på kistebunden

Nintendos enegang har ind imellem kostet dyrt. Da salget af mobil- og onlinespil eksploderede i midten af 10'erne, havde Nintendo underskud, fordi de ikke ønskede at gå den vej.

Konsekvensen af den slags stædighed er ofte at blive udkonkurreret eller opkøbt. Det skete ikke for Nintendo.

Selskabets soliditet er legendarisk. En meget stor del af deres bogførte egenkapital består af en gigantisk kontantbeholdning på omkring 80 mia. kroner! Så der er råd til fejltagelser og opportunistisk udvikling af nye produkter.

Billig aktie der ikke følger markedsudviklingen

Konkurrenterne Electronic Arts og Activision Blizzard har fokus på at forlænge levetiden af deres eksisterende spil. Det giver en letforståelig og forudsigelig økonomisk udvikling, som mange investorer godt lide.

Forudsigeligheden betyder dog, at de to aktier er dyrt prisfaste sammenlignet med Nintendo. Hvis man korrigerer for den store kontantbeholdning, handler Nintendos aktie til en Price/Earnings på omkring 12, eller cirka halvdelen af de to konkurrenters aktier.

Ud over en lav prisfaste sættelse skal man ikke underkende betydningen af at være anderledes som selskab. Det kan give god mening at have en aktie i porteføljen, der ofte udvikler sig helt uafhængigt af alle aktiemarkedets sædvanlige trends og konjunkturer. ■

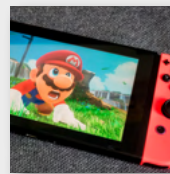
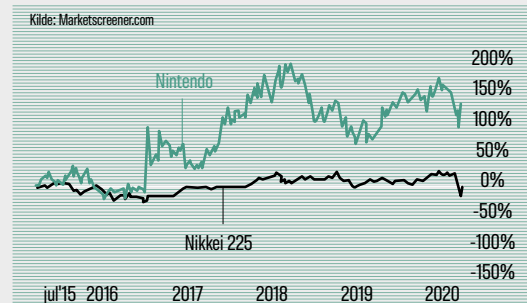
OM VIRKSOMHEDEN

Nintendo har siden etableringen i 1889 arbejdet indenfor vidt forskellige dele af underholdningsindustrien, men begyndte i 1980'erne at udvikle de video- og konsolspil, som selskabet i dag er kendt for. Selskabet har hovedsæde i Kyoto i Japan, hvor cirka halvdelen af de godt 6000 ansatte arbejder som spiludviklere.

AFKAST 5 ÅR

Nintendo
+131%

Nikkei 225
-8%



Børskode
7974.JP

ISIN
JP3756600007

www.
nintendo.co.jp/ir/en/

Aktien kan også handles som ADR i New York.

Henrik Ekman
ejer aktier i
Nintendo

OPTIMISTEN

Lavt prisfaste aktie og betydeligt potentiale for salg af Switch-konsollen i Kina. Generelt stort uudnyttet potentiale ved at sælge spil online, ikke mindst i Kina. Selskabet er ekstremt velkonsolideret, hvilket giver stor fleksibilitet til at udvikle nye produkter. Selskabets aktie følger ikke sædvanlige trends i aktiemarkedet og økonomien.

PESSIMISTEN

Nintendo befinder sig relativt sent i sin nuværende produktcyklus. Udvikling af nye produkter er påkrævet, hvilket selskabet historisk har været langsomt til. Meget konservativ virksomhedskultur, muliggjort af en ekstrem solid balance, som nogle aktionærer mener i højere grad bør udloddes.

Nintendo, Electronic Arts og Activision er de tre store, rene spiludviklere

Data per 19. marts 2020

	Børskurs	Børsværdi mia.kr.	Omsætning mia.kr.	Bruttomargin	Overskudsgrad	ROIC (5 års snit)	ROE (5 års snit)	Kurs/Indre værdi	P/E 2020E konsensus	EVE/EBITDA	Direkte afkast
Nintendo (JPN)	37230 JPY	295	80	45,5%	24,7%	7,8%	8,0%	3,2	19,3	10,6	2,70%
Electronic Arts (USA)	90,2 USD	188	34	73,2%	30,4%	21,7%	27,9%	5,0	26,6	12,3	0%
Activision (USA)	54,2 USD	291	44	67,7%	24,8%	8,1%	12,0%	3,3	28,5	14,4	0%

Kilde: Marketscreener

FALCON DANSKE AKTIER MOMENTUM

JENS ELKJÆR
Konsulent, HD(F)
elkjaer@postkasse.com



Afkast og risikospredning

Er du risikovillig og langsigtet investor, kan denne fond, som historisk har leveret både højt afkast og høj volatilitet, være et supplement til din aktieinvesteringer. Fonden kan samtidig anvendes til at øge risikospredningen i porteføljen.

Falcon Danske Aktier Momentum er en dansk, aktiebaseret investeringsforening startet i 2012. I 2015 blev der åbnet op for eksterne investorer, og i 2017 blev afdelingen børsnoteret. I 2018 ændredes investeringsmandatet fra kun at omfatte C25 aktierne til alle Large Cap-aktier på Nasdaq København.

Porteføljemanager er René Engell, der har været tilknyttet fonden siden 2012 og hovedarkitekt bag afdelingens momentumbaserede investeringsstrategi. Afdelingen investerer typisk i 25 til 30 selskaber. Hver sjette uge tages der stilling til omlægning af 25 procent af porteføljen. De overlappende delporteføljer reducerer timingsrisikoen ved omlægninger og indsnævrer dermed udfaldsrummet for det fremtidige forventede afkast. Denne strategi skulle gerne mindske risikoen for tilbagefald i fonden og skabe et bedre langsigtet afkast. Målt over et år bliver cirka 60 procent af porteføljen skiftet ud.

Momentum er en af de faktorer, hvor der er akademisk belæg for muligheden for et merafkast i forhold til markedet. Andre faktorer er value, kvalitet, størrelse og lav volatilitet.

Udgangspunktet for momentuminvestering er, at aktier der er steget eller faldet meget inden for det seneste halve til hele år, har tendens til henholdsvis at blive ved med at stige eller falde det følgende halve til hele år. Momentuminvestering går derfor ud på at købe tidligere vindere, og sælge eller undgå at købe tidligere tabere.

Samfundsansvar og etik

Selv om afdelingen har eksisteret i mere end otte år, har den endnu ikke fået tildelt stjerner fra Morningstar, da den

endnu ikke har været børsnoteret i tre år. Fonden er tildelt tre glober af Morningstar med hensyn til bæredygtighed, hvilket svarer til en etisk risiko lidt under middel.

Fokuseret portefølje giver større udsving

Målet er at opnå et langsigtet afkast over indekset Copenhagen Large Cap GI, som fonden har slået i seks af de seneste otte år. I 2019 gav fonden et afkast på 29,3 procent mod 28,9 procent for referenceindekset. Målt over de seneste fem år har fonden leveret et akkumuleret afkast på 69,8 procent, hvilket er væsentligt over benchmark.

Afdelingen henvender sig til den risikovillige investor med lang investeringshorisont, og som kan acceptere større kursudsving end aktiemarkedet generelt, da fonden investerer i en koncentreret portefølje. Målt over de seneste fem år har fonden haft større udsving end benchmark og en tendens til at underperforme i faldende markeder.

Ideel til udjævning af risiko

Fonden kan naturligvis købes alene, men også anvendes i kombination med en aktieportefølje, som er investeret i valueaktier, og hvor der ønskes et bedre forventet risikojusteret afkast og/eller øget risikospredning af den samlede aktieportefølje. Undersøgelser viser en signifikant, negativ samvariation mellem value- og momentumstrategier. Går det godt for den ene strategi, går det typisk mindre godt for den anden.

Med en årlig omkostningsprocent (ÅOP) på 1,59 procent ligger afdelingen lidt højere end gennemsnittet. Medianen for tilsvarende, aktivt forvaltede danske afdelinger er på 1,50 procent. ■

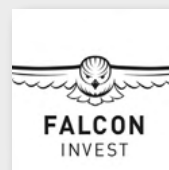
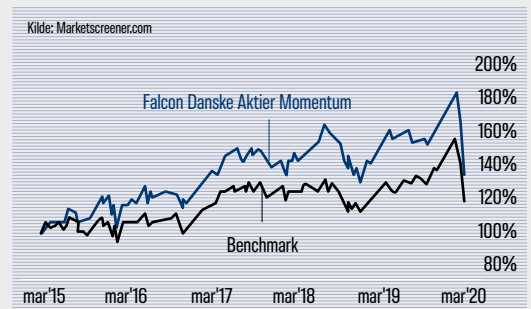
OM INVESTERINGSFORENINGEN

Falcon Danske Aktier Momentum investerer i danske aktier på baggrund af en momentumbaseret investeringsstrategi. Porteføljen sammensættes af selskaber, der har givet de bedste afkast de seneste 6-12 måneder. Afdelingen investerer i 25-30 selskaber.

5 ÅRS AFKAST

Falcon Danske Aktier Momentum
+35%

Benchmark
+20%



Børskode
FIIDKM

ISIN
DK0060854313

www.
falconinvest.dk

Jens Elkjær ejer ikke andele i Falcon Danske Aktier Momentum.

OPTIMISTEN

ser fondens momentumstrategi som et godt langsigtet alternativ eller supplement til andre danske investeringsfonde. På trods af Corona-krisen tror optimisten på, at den globale økonomi på længere sigt kan opretholde en tilfredsstillende vækst.

PESSIMISTEN

frygter, at udbredelsen af coronavirus vil medføre en længere global recession i verdensøkonomien, hvilket kan medvirke til fortsat negative aktiemarkeder, hvor der er risiko for, at fonden vil klare sig dårligere end sit benchmark som følge af en den højere volatilitet.

Falcon Danske aktier Momentum og tre konkurrerende investeringsforeninger

Data per 28. februar 2020

Investeringsforening	Forvaltningsstil	Kurs 29.02.2020 (kroner)	Afkast i alt			Sharpe Ratio over 3 år	Årlige Omkostninger i procent	Risiko (standard-afvigelse over 3 år)	Rating hos Morningstar Stjerner (afkast)	Rating hos Morningstar Glober (bæredygtighed)	Akkumulerende/udbyttebetalende
			seneste år	seneste 3 år	seneste 5 år						
Falcon Danske Aktier Momentum Akk.	Aktiv	111,75	13,80%	26,00%**	69,80%**	0,56**	1,59%	14,20%**	na***	🌟🌟🌟	Akkumulerende
Danske Invest Danmark Akk.	Aktiv	763,40	8,07%	15,42%	41,41%	0,47	1,39%	11,02%	☆☆☆☆	🌟🌟🌟	Akkumulerende
Nykredit Invest Danske aktier Akk.	Aktiv	308,20	11,33%	18,83%	51,90%	0,53	1,32%	11,62%	☆☆☆☆	🌟🌟🌟	Akkumulerende
SEB AKL Danske Aktier Akk. P	Aktiv	271,50	4,36%	11,29%	34,43%	0,35	1,72%	11,41%	☆☆☆☆	🌟🌟🌟	Akkumulerende
Median for sammenlignelige fonde *)			9,39%	17,88%	43,64%	0,49	1,50%	11,63%			

Kilde: Investering Danmark, www.finansdanmark.dk, *)Median: Medianen er beregnet på grundlag af aktive og frit tilgængelige danske investeringsforeningsafdelinger under Investering Danmark, **) Oplyst af Fondsmæglerelskabet Falcon Invest A/S da der endnu ikke findes 3 og 5 års statistik hos Investering Danmark, ***) Afdelingen modtager først rating fra Morningstar i september 2020 når den har været børsnoteret i 3 år

SÅDAN GIK DET

Hvordan er det gået for de aktier, Aktionæren analyserede for fem år siden? Her kan du læse, hvad analytikerne skrev i april 2015 – og hvordan det er gået siden.

Nr.3
2015



Kursdata:
25-27.03.2015
til 24.03.2020

DISNEY

Magien blev væk



Det skrev vi

Per Juul, Juul Value Invest

"Udviklingen kan måske ikke fortsætte i samme takt, og derudover er en P/E på 22 ganske høj – også i historisk sammenhæng. Kun én gang i de seneste ti år har P/E ligget højere, da man nåede op på godt 23 i 2005. Siden har den højeste P/E været knap 20, og under finanskrisen kom den helt ned på 9,0, ligesom P/E så sent som i 2011 nåede ned i 9,3 ved kurs 29.

Selv om Disney er absolut topkvalitet, som formentlig fortsat vil vokse, og prisen ikke er højere end mange andre kvalitetsaktier lige nu, så taler historien for, at der vil opstå bedre købstidspunkter senere."

Disney

-7%

S&P 500
+19%

Hvorfor gik det som det gik?

Det har været teknologiaktierne og især de såkaldte FAANG-aktier, der har drevet opturen på det amerikanske aktiemarked. Aktier i andre sektorer, herunder Disney, har haft svært ved at følge med, og faktisk blev Disney også hårdere ramt end teknologiaktier som Microsoft, Amazon og Alphabet ved kursfaldet i marts. Det skyldes blandt andet, at koncernens

forlystelsesparker vil blive hårdt ramt, hvis folk på grund af forbud eller blot manglende lyst til at samles i større grupper holder sig væk.

Oveni har Disney gennem mange år haft udfordringer med sin tv-kanal, ESPN, der er presset af blandt andre Netflix.

Per Juul så altså rigtigt, da han anbefalede at afvente køb.

ROCKWOOL

Rockwool B

+33%

OMX C20

+8%

Det skrev vi

John Stihøj, Ejer af Aktieinfo:

"Selskabets målsætning om en overskudsgrad på 11 procent kan formentlig opnås i løbet af to til tre år. Hvis ledelsen klarer denne opgave, er upside i aktien betydelig. Vækstmulighederne er nemlig enorme (...) og aktivitet og indtjening forventes at stige i de kommende år (...) et godt langsigtet køb trods et højt P/E-niveau."

Hvorfor gik det som det gik?

Aktien har oplevet både op- og nedture og var i september 2018 oppe over 2800. Siden er kursen faldet, men der er stadig en pæn gevinst. Og John Stihøj holder fast. I martsnummeret gav han igen en klar købsanbefaling på baggrund af attraktive nøgletal og potentialet inden for energibesparelser og grøn omstilling.

Læs vores
analyser
online på
bit.ly/
DAFanalyser

Telenor

-10%

Oslo OMX 20 GI

+13%

TELENOR

Det skrev vi

Thorleif Jackson, Aktieanalytiker, Jackson Familieinvest

"Jeg vil gætte på, at Telenor de næste 5-10 år vil levere højere vækst i omsætning, indtjening og udbytter end konkurrenterne, og (...) derfor også vil handle med en præmie om fem og om ti år. (...) Alt i alt synes jeg, at Telenor ligner en rimeligt prissat branchevinder og dermed en god langsigtet investering."

Hvorfor gik det som det gik?

Thorleif Jackson fik ret i, at Telenor fortsat handler med en præmie til for eksempel svenske Telia. Desværre er der samtidig sket det, at teleselskaber i dag ikke står højt på investorens liste over foretrukne sektorer, så uanset Telenors kvaliteter er aktien ikke fulgt med det generelle marked. Konkurrencen er hård, kundeloyaliteten lille og forude venter massive investeringer i 5G-teknologi.

VEST

AALBORG

Generalforsamling hos Lokalforening Nordjylland med fagligt oplæg.

27. april kl. 17.30 – 20.30

Dagsorden ifølge lokalforeningens vedtægter med efterfølgende fagligt indlæg om den aktuelle situation for aktieinvestering.

Sted: BDO, Visionsvej 51, 9000 Aalborg

Adgang: Medlemmer 100 kr., ikke-medlemmer 200 kr.

INVESTOR
SKOLEN

INVESTOR
AKADEMIET

Find dato og tid
i din by på
investorskolen.dk

ØST

ROSKILDE

DAF Roskilde – April møde med Per Juul fra investeringselskabet Juul Value Invest

16. april kl. 19 – 21

Den kendte analytiker, investor, forfatter og skribent Per Juul besøger lokalforeningen i Roskilde. DAFs medlemmer kender Per Juul fra hans artikler og analyser i Aktionæren.

Sted: Trekronerskolen, "Cafeteriet", Trekroner Allé 1, 4000 Roskilde
Adgang: Medlemmer 50 kr., ikke-medlemmer 100 kr.

BRØNDBY STRAND

Michael Friis Jørgensen, Axel Steuch og Lars Persson - Oplæg om teknisk analyse og makroanalyse

27. april kl. 17 – 21.30

Michael Friis Jørgensen præsenterer en aktuel makroanalyse, mens Axel Steuch og Lars Persson fortæller om deres teknisk analyser med systemet Vikingen.

Sted: Strandens Forsamlingshus, Strandskolevej 296, 2660 Brøndby Strand
Adgang: Medlemmer 160 kr., ikke-medlemmer 200 kr.

ROSKILDE

DAF Roskilde maj møde - En alternativ tilgang til markedet med Jens Løgstrup, chefstrateg i PP Capital.

14. maj kl. 19 – 21

Med over 30 bestyrelsesposter i danske selskaber, deraf et par børsnoterede, og en stribe direktørjob bag sig er Jens Løgstrup et kendt erhvervsnavn med base i Roskilde. Vi inviterer til en snak om aktier og strategi.

Sted: Trekronerskolen, "Cafeteriet", Trekroner Allé 1, 4000 Roskilde
Adgang: Medlemmer 50 kr., ikke-medlemmer 100 kr. Bindende betaling.

VEST

Fyn
Niels Tovgaard
Telefon 30 24 78 70
ntovgaard@gmail.com

Midt/Vest
Johan Winther Rasmussen
Telefon 30 33 16 63
midtvest@shareholders.dk

Nordjylland
Poul Ø. Andersen
Telefon 40 19 06 05
po40190605@gmail.com

Sydvest
John Christensen
Telefon 20 90 41 04
john.christensen7682@hotmail.com

Sønderjylland
Henrik Bork Steffensen
Telefon 22 15 96 25
hbs@rosetechnology.dk

Trekant
Jørgen Damsgaard
Telefon 23 63 11 10
jd@jdasr.dk

Aarhus
Torben Udsen
Telefon 52 30 40 69
udsen@post5.tele.dk

ØST

Furesø
Morten Karnøe
Telefon 44 48 51 98
karnoe@mail.dk

København City
Michael Thøgersen
Telefon 30 36 51 47
thogersen@mail.tele.dk

København Nord
Kim Madsen
Telefon 20 45 97 20
kmebit@gmail.com

København Vestegn
Finn Jørding
Telefon 30 24 72 99
finn@joerding.dk

Nordsjælland
Anders Nørskov
Telefon 22 13 19 59
anders.norskov123@gmail.com

Roskilde
Torben Stig Andersen
Telefon 46 37 38 49
roskilde@shareholders.dk

Storstrøm
Claus Clausen
Telefon 55 72 48 12
claus.clausen@bigfoot.com

Vestsjælland
Jan Henriksen
Telefon 40 83 10 88
jh.lak@post9.tele.dk

Unge Aktionærer
Peter Flindt Heckermann
Telefon 60 38 36 18
ua@shareholders.dk

FORENING OG FÆLLESSKAB
I EN KRISETID



Seneste nummer af Aktionæren bragte vi en artikel med overskriften "Nye tider starter i 2020" om udviklingen i Dansk Aktionærforening. Ingen af os kunne forudse de nye tider, der pludselig blev virkelighed med den globale corona-krise. Det har påvirket os alle, at Danmark er lukket ned, at sundheden er truet, og at verden omkring os er ramt af kaotiske tilstande. Det gælder også for økonomien og for vores investeringer. Samfundsøkonomien er under pres, renterne er på vej op, og aktiemarkedet har vist sig fra sin værste side.

Som forening har vi heldigvis fortsat et stærkt og godt formål at arbejde for. Og behovet for inspiration og oplysninger om opsparing og investering er måske endnu større nu end før. Vi har således også fået mange nye medlemmer, siden krisen satte ind midt i marts, og vi vil gøre alt for at gøre både nye og gamle medlemmer tilfredse med foreningens arbejde.

Helt konkret har vi den seneste måned sat gang i en række initiativer, som vil gøre os mere synlige og relevante - både for jer og for de virksomheder og det samfund, som vi arbejder med.

■ **Vi frigiver løbende nye artikler** på vores hjemmeside, hvor eksperter giver deres bud på corona-krise, og hvordan du bedre navigerer i den.

■ **InvestorSkolen** er nu startet online, og flere kurser vil blive udbudt digitalt i den kommende tid.

■ **Vi har som forening talt de private investorers stemme** i medier som TV2 News, Børsen og Millionærklubben.

■ **Vi har fuldført vores mission om at nå ud til flere danskere med vores nye tv-program "Aktionærerne"**, som alle medlemmer kan se gennem link fra vores

hjemmeside eller hver onsdag 22.45 og torsdag 17.00 på tv-kanalen dk4 (foruden genudsendelser).

■ **Vi har trods forsamlingsforbuddet fastholdt vores deltagelse** i mange børsnoterede selskabers generalforsamling. I stedet for at møde op har vi sendt oplæg med kommentarer og spørgsmål til selskaberne.

■ **Vi tog allerede før krisen initiativ til en ny tænketank** om "Investorkulturen 2025" og indbød Dansk Erhverv, Nasdaq og Finans Danmark til dialog. Her sætter vi fokus på, hvilke vilkår der er særligt

vigtige for fremtidens investorkultur. Dette arbejde bliver endnu mere relevant, når vi vender retur til en normal hverdag.

■ **Arbejdet med at udvikle en ny hjemmeside** med bedre adgang til vores mange analyser, artikler og tilbud fra lokalforeningerne er oprioriteret, så vi hurtigere kommer i luften.

■ **Vi fortsætter Dansk Aktionærforenings forandringsrejse**, og vi håber, at I vil hjælpe os med at udvikle og støtte fællesskabet i foreningen - både lokalt og nationalt - for at gøre vores stemme endnu stærkere.

Aktionærdemokratiet ramt af corona

De traditionsrige generalforsamlinger har fundet nye veje gennem krisen

De børsnoterede selskaber havde kun lige akkurat skudt generalforsamlings-sæsonen i gang, da corona-krisen lukkede Danmark ned.

Først lød meldingen fra selskaberne, at man ville indskrænke serveringen og opfordre folk, til ikke at tage gæster med. Men i takt med at regeringen indførte et reelt forsamlingsforbud, valgte de fleste selskaber at gennemføre deres generalforsamlinger via webtransmission.

Det betød at aktionærene kunne stemme digitalt, og at der mange steder var mulighed for på forhånd at fremsende indlæg og stille spørgsmål, som blev oplæst af dirigenten. Det har Dansk Aktionærforening gjort ved de fleste generalforsamlinger, så aktionærdemokratiet er holdt i hævd.

Novozymes og Pandora var to af de selskaber, der nåede at gennemføre med fuldt program. Hos Carlsberg var der den 16. marts blot tre fremmødte aktionærer i Glyptoteket, mens seancen

blev sendt på web-transmission. Dagen efter valgte Danske Bank som et af de første selskaber at udskyde deres generalforsamling på ubestemt tid. Denne udsættelse kan hænge sammen med, at banken har lidt mere på agendaen end de fleste andre for tiden.

En anden storbank, Nordea, har også meldt ud, at de udsætter deres generalforsamling til maj.

For de to banker – og for andre banker – er der mulighed for, at de planlagte udbytter til aktionærene bliver sløffet og pengene i stedet lagt til side som en del af kriseberedskabet til den kommende tid.

Lokalforeninger ramt af forbud

Også i Dansk Aktionærforening har vi mærket forsamlingsforbuddet. Enkelte lokalforeninger nåede at gennemføre generalforsamlingen på traditionel vis, mens mange afholdt deres årlige generalforsamlinger uden fremmøde, men dog således at beretning og regnskaber kom frem til medlemmerne i god tid.

Enkelte lokalforeninger har valgt at udsætte generalforsamlingen til efter corona-krisen. Fælles for alle foreningens lokalbestyrelser er, at de vil vende tilbage med nye stærke arrangementer, så snart det er muligt. ■

Ringkjøbing Landbobank var en af de få banker, der nåede at afholde generalforsamling – og udbetale udbytte.



InvestorSkolen har vokseværk

Det har længe været et ønske, at InvestorSkolen kunne breddes ud og dække større dele af Danmark – ikke kun landets to største byer. På grund af forsamlingsforbuddet er der allerede taget initiativ til live webinarer.

Sidste år blev der afholdt enkelte kurser i Aalborg, og dette gentages i år, hvor kurset "Ny på Aktiemarkedet" finder vej til Nordjyllands hovedstad den 11. maj.

Ligeledes er InvestorAkademiet blevet udvidet, og i år starter der også et hold i Herning. Akademiet, der allerede har haft stor succes i både København og Aarhus, skiller sig ud ved at være et forløb over to måneder, hvor kursisterne har mulighed for, i sparring med andre investorer, at skrive og styrke deres egen aktiestrategi med udgangspunkt i diskussion og undervisning. Holdet starter den 15. april i Herning, og der er stadig ledige pladser.

Sidst, men ikke mindst, kan vi løfte sløret for et helt nyt ESG-kursus. I første omgang udbydes kurset til maj i København og i Aarhus, men vil, hvis interessen er til stede, blive breddt ud til andre byer i efterårssemesteret. Kurset imødekommer den voksende gruppe af investorer, der sætter etiske, bæredygtige og sociale forhold højt, når der skal vælges investeringer. Kurset vil således lægge op til debat om bæredygtighed, men også give dig en konkret værktøjskasse til, hvordan du kan vurdere konkrete selskaber - uden at blive offer for grønvask.

Læs mere om kurserne og meld dig til på www.investorskolen.dk

Vil du rejse med Dansk Aktionærforening?

Først gik turen til Oslo, så til Tórshavn og i efteråret var vi i Hamborg.

Rejserne har været til stor glæde for de deltagende, der udover at komme på virksomhedsbesøg og rundvisninger hos

interessante børsnoterede selskaber, også har haft mulighed for at lære andre medlemmer at kende på tværs af Danmark.

Vi vil gerne blive ved med at tilbyde rejser til vores medlemmer, og derfor leder vi nu efter frivillige som har lyst til at arbejde med rejseplanlægning og kommunikation. Vi ønsker

derfor at danne et rejseudvalg, som sammen med foreningens sekretariat skal arrangere, markedsføre og afvikle en eller to årlige rejser af cirka tre dages varighed.

Rejserne vil hovedsageligt ske inden for Europa, og udvalgets arbejde bliver at finde destinationer og sammensætte et spændende program. Som medarrangør får du selvfølgelig mulighed for at deltage i rejserne med rabat, og står du med ansvaret for at afvikle rejsen, kommer du med helt gratis.

Vi søger både en tovholder til udvalget og et til tre menige medlemmer, der ønsker at hjælpe med koordinering, planlægning og eksekvering. Meget af arbejdet kommer til at foregå over mail og telefon, og det er derfor ikke afgørende, hvor i landet du er bosat. Du skal til gengæld kunne overholde deadlines.

Har du lyst til at være med i rejseudvalget, eller vil du bare høre mere, så kontakt Bolette på bum@shareholders.dk.



STOR ANALYSE

5G - MEGET MERE END MOBILTELEFONI



INVESTORVIDEN

Hvad ændrer sig permanent efter coronakrisen?

INVESTORVIDEN

Farerne ved passiv investering

INVESTORVIDEN

Er en stærk økonomi lig med et stærkt aktiemarked?

NÆSTE NUMMER

udkommer
18. til 22. maj 2020

Dansk Aktionærforening

Amagertorv 9, 3. sal · 1160 København K
Telefon 45 82 15 91 (mandag - torsdag 9 - 16 · fredag 9 - 15)
e-mail: daf@shareholders.dk

AKTIONÆREN

30. årgang · Nummer 3

REDAKTION

Mikael Bak, direktør, ansvarshavende redaktør
Steen Bech Andersen, chefredaktør og journalist
Andrea Jepp, grafisk designer
Christina Bruun Andersen, redaktionsassistent
Jakob Kappel Petersen, journalist
Bolette Uiff-Møller, lokalforeningsjournalist
Frederik Clausen, korrekturlæser

BLADUDVALG

Ulrik Dall · Per Juul · Ole Søeberg

Foto: Shutterstock

ANNONCER

Filip Wallfält: fw@shareholders.dk

Tryk KLS PurePrint A/S

Læsertal 54.000 (2. halvår 2015)
ifølge Index Danmark/Gallup

ISSN 1398-0610

Aktionæren udkommer ni gange årligt.
Citater fra artikler er tilladt med kildeangivelse.

Redaktionen er afsluttet 27. marts 2020



PurePrint® by KLS
Produceret 100% bionedbrydeligt af KLS PurePrint A/S



BESTYRELSE

Formand
Ole Søeberg
MBA, Finance & International
Management
os@shareholders.dk

Næstformand
Ricky Wilke, professor

Christian Lauridsen
cand.merc., commercial manager

Elisabeth Siwicz von Staffeldt
Master fra CBS
med speciale i marketing

Flemming Kjærulf
civilingeniør, civiløkonom

Inger Kehlet
virksomhedskonsulent

Niels Mengel
direktør, cand polit.

Torsten Jansen
journalist

REPRÆSENTANTSKAB

Formand
Liselotte Bartholin
lba@procudan.com

Repræsentantskabet er foreningens højeste myndighed. Det består af op til 36 medlemmer, valgt direkte ved urafstemning blandt samtlige medlemmer. Alle lokalforeninger er desuden repræsenteret.

Bestyrelsen vælges af repræsentantskabet. Bestyrelsesmedlemmerne er valgt for to år ad gangen. Bestyrelsen vælger af sin midte formand og næstformand.

Analysen i Aktionæren er udtryk for skribenternes vurdering af investeringerne lige nu. De kan ikke erstatte individuel rådgivning. Undersøg og vurder altid selv de investeringer, du overvejer, ud fra din investeringsstrategi, risikovilje og tidshorisont.

Skribenters synspunkter og anbefalinger svarer ikke nødvendigvis til Dansk Aktionærforenings holdninger. Dansk Aktionærforening og skribenterne kan ikke påtage sig ansvaret for eventuelle tab, som du måtte pådrage dig ved at følge anbefalinger i Aktionæren.

Produkter og leverandører omtalt i annoncer er normalt ikke kontrolleret, godkendt eller anbefalet af Dansk Aktionærforening.

Bank | Forsikring | Pension

Alm
Brand

Hvor meget ved du om Dansk Aktionærforening og investering?

Test din viden på
almbrand.dk/daf-vind

Du kan vinde **10.000 kr.**
på et depot i Alm. Brand*

*Vi trækker lod blandt alle med flest rigtige svar. Præmien er indkomstskattepligtig, og vinderen skal selv angive beløbet på sin selvangivelse. Læs mere om betingelserne på: almbrand.dk/daf-vind/konkurrencebetingelser.