



# AktieUgebrevet

- værdifuld læsning hver uge

## Storinvestorer tvinger Vestas til ledelsesskift

Vi købte i denne uge Vestas til Spekulationsporteføljen, da vi forventer et skift i topledelsen allerede nu på torsdag. Som bekendt kom en overraskende stor nedjustering forleden, som efter det oplyste især skyldes udskydelse af kundeordrer, højere omkostninger til produktmodning end forventet og produktionsvanskeligheder.

Fokus ved offentliggørelsen af årsregnskabet den 8. februar vil være forventningerne til 2012, som burde blive begunstiget af de udskudte kundeordrer. Men allerede den 12. januar – altså på torsdag – ventes offentliggjort en ny organisation. Da Vestas-aktien i høj grad er blevet banket ned på grund af mistillid til ledelsen, vil et skift i topledelsen nu kunne løfte aktien med hele 20-30 %. Og det er lige præcis det, vi forventer vil ske.

Ud over en varslet ændring af organisationen med tilhørende besparelser og nedskæringer, forventer vi allerede nu på torsdag en melding om en dramatisk rokade i toppen af Vestas. Vi bemærker nemlig, at det i [den seneste meddelelse](#) oplyses, at "Den nye organisation vil inkludere input, som selskabet har modtaget fra en række institutionelle investorer."

Denne sætning er helt central og et klart budskab til både de store investorer, der har været i dialog med Vestas, og til omverdenen om, at bestyrelsen nu har valgt at lytte til kritikken fra aktionærene og agere på

den. Da institutionelle investorers input som nævnt vedrører "den nye organisation" er der utvivlsomt tale om justeringer i den øverste topledelse, dvs. i direktion og bestyrelse.

Vi bemærker, at Ditlev Engel allerede under investor webcast forleden var bemærkelsesværdigt tilbagetrukket, med CFO Henrik Nørremark som den toneangivende figur. Institutionelle investorer vil aldrig begynde at blande sig i organisatoriske forhold længere nede i ledelseshierarkiet, og derfor kan deres "input", som fremhæves i børsmeddelelsen, kun vedrøre bestyrelsen og den daglige ledelse.

Vores vurdering er, at Ditlev Engels dage nu er talte. Spørgsmål er mere, hvad der sker med bestyrelsesformand Bent Carlsen, som er mindst lige så ansvarlig som den daglige ledelse for den seneste års misere.

Billedet af et snarligt ledelsesskift bekræftes af opfattelsen hos flere internationale analytikere. Finanshuset J.P. Morgan Cazenove skriver, at i betragtning af problemerne i de seneste år, vil det ikke overraske, hvis den nødvendige reorganisering medfører ændringer i ledelsen. Den britiske storbank HSBC skriver om Vestas, at "operative problemer vil overskygge den stærke ordreindgang". Finanshuset understreger også, at "markedets tillid er dybt rystet, selv om den i forvejen befandt sig på et lavpunkt."

**Morten W. Langer**

### LÆS I AKTIEUGEBREVET NR. 1/2012

#### DANSKE AKTIER

Storinvestorer tvinger Vestas til ledelsesskift	1
Zealand Pharma kan blive årets biotek vinder	2
Tryk og Topdanmark møder modstand	3
Timing af køb og salg er altafgørende	5
Udvidet dækning af Coloplasts kursbevægelser	6
AktieUgebrevets Styrkeindeks	7
Vinderaktier 2012 - Basismodelporteføljen	8
Vinderaktier 2012 - Spekulationsmodelporteføljen	11

#### MARKEDSKOMMENTAR

Stiger kurserne med 21 % i 2012?	14
Aktier styres af gældskrise og USA-fremgang	15

#### MODELPORTEFØLJER

Succesfuld strategi fastholdes i 2012	16
Ny BioPorto-analyse med kursmål	17

#### TABEL

Vestas' nedtur skabte stor omsætning	18
--------------------------------------	----

## Zealand Pharma kan blive årets biotek vinder

**Zealand Pharma har i det seneste ni måneders regnskab præsteret et for biotekbranchen sjældent set positivt resultat på bundlinien. Langtidsudsigterne for Zealand synes gunstige med sandsynlig markedsgodkendelse af diabetesmidlet Lyxumia i slutningen af 2012.**

**Børskurs på analysetidspunktet: 70,50**  
**AktieUgebrevets fair value (12 mdr): 128,00**

Zealand Pharma præsterede i de første ni måneder af 2011 et overskud på 32,5 mio. kr., primært som følge af, at Boehringer Ingelheim i sommers spyttede ca. 120 mio. kr. i kassen. For hele 2011 forventer selskabet et driftsresultat, der går i nul, baseret på en estimeret omsætnings- og udgiftsside på 170 mio. kr.

Sanofi - Zealand Pharmas partner - har i oktober 2011 indsendt den europæiske registreringsansøgning for GLP-peptidet Lyxumia (tidligere Lixisenatide) til behandling af Type-2 diabetes. En tilsvarende ansøgning for USA ventes fortsat indsendt i 4. kvartal 2012. Herudover er der over de seneste uger og måneder præsenteret yderligere kliniske data for det omfattende kliniske udviklingsprogram for Lyxumia. Blandt andet har prækliniske og et mindre klinisk studie påvist, at Lyxumia synes at have en bedre effekt på kontrol af blodsukkeret end Nordisk Nordisks Victoza, som ligesom Lyxumia retter sig mod GLP-1 og med en enkelt daglig indsprøjtning.

Zealand Pharma indgik i juni 2011 en aftale med den tyske medicinalgigant Boehringer Ingelheim omkring udvikling af nye lægemidler til behandling af fedme og Type-2 diabetes. I aftalen indgår også udviklingskandidaten ZP2929, et såkaldt glucagon/GLP-1 receptor peptid, som retter sig imod et hormon, der menes at forbedre glukosetolerancen i kroppen og derfor kan føre til vægttab samt have gavnlig indvirkning på diabetes. De første kliniske studier med ZP2929 forventer indledt i 2012.

Zealand Pharma er berettiget til ca. 10 % af salget efter markedsgodkendelse samt milepælsbetalinger på op til 2,8 mia. kr. I de to første år af samarbejdet vil Zealand Pharma kunne modtage op til 305 mio. kr. i udviklingsbistand samt licens- og milepælsbetalinger fra Boehringer, såfremt alle delmål realiseres.

Zealand Pharma modtog d. 30. december en mile-

pælsbetaling på 22,3 mio. kr. fra schweiziske Helsinn Healthcare i forbindelse med udviklingen af ZP1846/elsiglutide - et GLP-2 hormonpeptid til behandling af kemoterapi-induceret diarré i patienter med tarmkræft. Stoffet forventes at afslutte et amerikansk fase Ib forsøg i 1. kvartal 2012, hvor formålet har været at kortlægge det maksimale tolererede dosisniveau.

Samtidig er et fase IIa studie under planlægning, hvor ZP1846 vil blive undersøgt som et forebyggende diarrémiddel i selvsamme patientgruppe. Zealand solgte i 2008 de globale rettigheder til ZP1846 til Helsinn mod milepælsbetalinger på op til 1,04 mia. kr. samt royalties af salget efter eventuel markedsgodkendelse. Zealand har indtil videre modtaget 97 mio. kr. i licens- og milepælsbetalinger.

### Stor upside på 12 måneders sigt

Vi har hidtil ikke indregnet ZP1846 i vores DCF-model, men efter betalingen af de 22,3 mio. kr. fra Helsinn samt planerne om et fase IIa forsøg, må udviklingen i allerhøjeste grad siges at være bragt til live, hvorfor vi nu estimerer 20 % sandsynlighed for markedsgodkendelse i 2018.

Hvad angår ZP2929 tillægger vi nu ligeledes dette middel værdi efter den imponerende aftale med Boehringer Ingelheim. De potentielle indtægter Zealand kan modtage alene i milepælsbetalinger er i milliardklassen, dog befinder ZP2929 sig fortsat blot i afsluttende prækliniske studier, så vi sætter sandsynligheden for markedsgodkendelse i 2020 til spinkle 5 % for nærværende.

Vi fastholder vores estimer for Lyxumia, hvor vi estimerer 80 % sandsynlighed for europæisk godkendelse inden udgangen af 2012 med et senere årligt topsalg på 3 mia. kr. For det amerikanske marked vurderer vi 50 % sandsynlighed for godkendelse i første hug ultimo 2013.

Det må forventes, at Zealand vil modtage en større milepælsbetaling fra Sanofi, hvis Lyxumia godkendes i Europa i 2012, hvortil kommer løbende indtægter fra samarbejdet med Boehringer og Helsinn. På 12 måneders sigt viser den samlede værdisætning af Zealand Pharmas pipeline samt finansielle midler os en værdi på 128 kr. pr. aktie, og vi fastholder derfor vores klare købsanbefaling for den langsigtede investor.

**Peter Aabo, NordicBioInvestor.com**

## Tryg og Topdanmark møder modstand

Her præsenterer vi hver uge kommentarer til alle C20-aktierne. Kommentarerne er primært baseret på teknisk analyse, og formålet med denne gennemgang er, at give læserne et overblik over den helt aktuelle status hos de vigtige C20-aktier. Vi stræber efter at ramme de gode investeringsmuligheder som markedet tilbyder på kort sigt, og at advare mod de eventuelle fælder, som markedet også indeholder.

For en god ordens skyld skal vi gøre opmærksom på, at disse to sider skal betragtes som aktuelle kommentarer med en tidshorisont på 1 - 3 måneder og ikke som dybdegående selskabsanalyser.

### **A. P. Møller - Mærsk A -** **Aktuel kurs:**

A. P. Møller - Mærsk A er følger stort set selskabets B-aktie, og giver derfor ikke anledning til en selvstændig analyse.

### **A. P. Møller - Mærsk B - Køb** **Aktuel kurs: 38580,00**

Med en kurstop torsdag i 39480 har APM passeret de to seneste toppe i 38660 og 38340, og dermed er der fri bane op mod 42000. Her ligger der imidlertid en modstand, så man bør måske overveje at tage gevinsten hjem ved det niveau og derefter afvente en stigning forbi 42000 før et genkøb.

### **Carlsberg B - Køb** **Aktuel kurs: 440,00**

Carlsberg har igen sat en ny kurstop, og dermed fortsætter aktien sin stigning. Omsætningen i aktien har dog været svagt aftagende under den seneste stigning, som måske nærmer sig slutningen.

### **Chr. Hansen - Sælg** **Aktuel kurs: 121,10**

Chr. Hansen var meget tæt på at komme ud af det sidelæns interval 112-125, som aktien har ligget i længe, men også denne gang mislykkedes det. Dermed er der udsigt til et kursfald ned mod 50 dages glidende gennemsnit i 118,20.

### **Coloplast - Hold** **Aktuel kurs: 819,00**

Coloplast svinger omkring 815, og selvom vi tror på

aktien set over en længere periode, så vil det på kort sigt kræve en stigning forbi 850 at hæfte en købsanbefaling på aktien. Læs mere om Coloplast i den udvidede analyse af kursbevægelsen på side 6.

### **Danske Bank - Hold**

#### **Aktuel kurs: 74,15**

Danske Bank bevæger sig sidelæns og giver ikke anledning til yderligere kommentarer i denne uge.

### **DSV - Hold**

#### **Aktuel kurs: 107,10**

DSV er nu ved at bryde ud af den faldende kurskanal, som aktien har ligget i siden anden halvdel af oktober 2011. Kursen skal dog forbi kurstoppen i 110,80 fra den 28. oktober 2011, før det ligner en holdbar stigning.

### **FLSmidth & Co - Hold**

#### **Aktuel kurs: 353,10**

FLSmidth forsøger nu for fjerde gang på 2½ måned at komme forbi 360, og hvis det lykkes, vil det være et købssignal med 425 som kursmål.

### **GN Store Nord - Køb**

#### **Aktuel kurs: 49,95**

Efter at have bevæget sig sidelæns omkring modstanden ved 47 i 1½ måned ser det nu ud til, at GN Store Nord fortsætter den stigning, som startede i oktober 2011. Kursen er nu oppe på det højeste niveau siden juli, og næste modstand ligger ved 53,50.

### **H. Lundbeck - Hold**

#### **Aktuel kurs: 109,50**

Lundbeck følger en stigende linje, som p.t. ligger i 109,95, og kursen holder sig over 50 dages glidende gennemsnit i 108,02. Vi vil dog godt se en stigning forbi niveauet 114-116, før vi føler os trygge ved aktien.

### **NKT - Hold**

#### **Aktuel kurs: 204,10**

NKT passerede i denne uge loftet i en faldende kurskanal med loft i 198,20 og bund i 171,24, men der ligger en modstand allerede ved 220, som NKT skal forbi, før aktien igen bliver et attraktivt køb. Så betragt det røde lys som værende skiftet til gult, men afvent en stigning forbi 220, før et køb overvejes.

## Tryg og Topdanmark møder modstand

### Nordea - Hold

**Aktuel kurs: 45,33**

Set over de seneste 4-5 måneder har Nordea bevæget sig sidelæns, og vi vil gerne se en stigning forbi 52, før vi tør anbefale et køb.

### Novo Nordisk B - Hold

**Aktuel kurs: 680,00**

Novo Nordisk har været meget stærk de seneste tre måneder, men nu har kursen nået den modstandslinje ved 680, som flere gange tidligere har været endestationen for stigninger. Afvent derfor en markant stigning forbi 680, før et køb overvejes.

### Novozymes B - Hold

**Aktuel kurs: 175,20**

Novozymes er vendt tilbage til det kursniveau, som i maj-juni 2011 viste sig at være grænsen for, hvor meget investorerne ville betale for aktien. Afvent derfor en stigning forbi Novozymes' hidtidige kursrekord i 180,30 fra den 16. maj 2011 før et køb overvejes.

### Sydbank - Sælg

**Aktuel kurs: 89,00**

Sydbank holder sig omkring støttelinjen ved 90, men kurstopperne har ligget lavere og lavere siden udgangen af oktober (104,60 - 98,50 - 98,15 - 92,25), så den overordnede retning er stadig nedadgående.

### TDC - Hold

**Aktuel kurs: 45,41**

TDC forsøger stadig at komme forbi modstanden ved niveauet 46-47, men det er ikke lykkedes endnu. Til gengæld ligger TDC's kursbunde stadig højere og højere, og så længe det er tilfældet, er en stigning forbi det nævnte modstandsniveau sandsynlig.

### Topdanmark - Hold

**Aktuel kurs: 895,50**

Topdanmark bevæger sig sidelæns, og giver ikke anledning til yderligere kommentarer i denne uge.

### Tryg - Hold

**Aktuel kurs: 320,00**

Tryg passerede i tirsdags kurstoppen fra april 2011 i 324,10, og nu bliver det spændende, om Tryg er i stand

til at fortsætte den stigning, som efterhånden har trukket kursen op med mere end 30 %, siden bunden blev nået den 8. august 2011 i 243,30. Omsætningen i aktien har været svagt aftagende de seneste par måneder, så følg Tryg fra sidelinjen et stykke tid endnu.

### Vestas Wind Systems - Sælg

**Aktuel kurs: 56,15**

Vestas' nedtur fortsatte i denne uge med endnu en nedjustering, og ud fra en teknisk synsvinkel følger kursen meget stabilt en faldende linje, som p.t. ligger i 62,23. Kursen faldt til det laveste niveau siden juni 2003, og efter så kraftigt et fald under en meget høj omsætning vil det være naturligt med en snarlig stigning. Der er dog ikke noget, som indikerer, at det bliver mere end blot en midlertidig stigning, så kun kortsigtede spekulanter bør overveje Vestas p.t.

### William Demant Holding - Køb

**Aktuel kurs: 455,70**

WDH's kurstoppe og -bunde ligger højere og højere, og det er definitionen på en aktie i "uptrend". Altså stigning. Kursmålet er i første omgang toppen fra den 26. maj 2011 i 492.

**Bruno Japp**

### Ugens stigninger og fald

1. Carlsberg B	8,6%
2. NKT Holding	7,0%
3. FLSmidth & Co.	4,6%
4. DSV	4,0%
5. GN Store Nord	3,2%
6. Novo Nordisk B	3,0%
7. Nordea Bank	2,9%
8. A. P. Møller - Mærsk A	2,7%
9. A. P. Møller - Mærsk B	1,7%
10. Danske Bank	1,6%
11. H. Lundbeck	1,4%
12. Tryg	0,3%
13. Topdanmark	0,1%
14. Coloplast B	-0,8%
15. Novozymes B	-1,2%
16. Sydbank	-1,2%
17. TDC A/S	-1,4%
18. Chr. Hansen Holding	-3,0%
19. William Demant Holding	-4,6%
20. Vestas Wind Systems	-9,4%

Note 1: RSI14 er en formel, som måler en akties aktuelle styrke på en skala fra 0 til 100

Note 2: Hvis man ønsker baggrundsinformation om C20-selskaberne kan det findes her: <http://bestyrelsen.dk/tools/borsselskaber>

## Timing af køb og salg er altafgørende

Her ved indgangen til det nye år, vil vi se lidt på, hvordan man tjener penge på aktiemarkedet. Det er nemlig ret nemt i teorien, men vanskeligt i praksis.

Overfladisk set er den eneste forudsætning for at tjene penge på aktiehandel, at man køber aktien til en lavere pris, end man efterfølgende sælger den til. Sådan er kendsgerningerne, og det er ikke højere raketvidenskab. Men hvordan man overfører dette enkle stykke teori til praksis er en helt anden sag.

For i virkelighedens verden er der en uoverskuelig mængde mere eller mindre ubekendte faktorer, som alle har indflydelse på, om man får succes med sin aktiehandel eller ej.

F.eks. er det ikke nok at købe en aktie i et selskab, som tjener mange penge. For måske har andre investorer allerede været opmærksomme på den samme aktie, og derfor presset aktiens kurs så højt op, at der ikke længere er tale om et godt køb.

Med mindre der forventes en endnu højere indtjening i selskabet de kommende år, så den tilsyneladende høje aktuelle pris alligevel ikke er høj. Men er du i stand til at vurdere det bedre end de andre investorer?

Og hvis du virkelig er bedre end de andre og ser et godt køb før dem, så risikerer du at købe en billig aktie, som bliver ved med at være billig i årevis, fordi de andre ikke er lige så kloge som dig, og ingen derfor vil betale mere for aktien end de gør idag.

Det nytter ikke noget at være den eneste i klassen, som har ret, hvis det er flertallet, som bestemmer, og sådan er virkeligheden - uanset om man kan lide det eller ej - og det bliver man nødt til at erkende, hvis man vil tjene penge på aktiehandel.

### Aktiemarkedet er ikke noget tag-selv bord

Man kunne opremse en lang række yderligere faktorer, som gør aktiehandel til en meget vanskelig disciplin, men det skal vi spare læserne for. Lad os i stedet konkludere, at aktiemarkedet ikke er noget tag-selv bord, hvor man dårligt forberedt kan komme ind fra gaden og tjene penge.

Det kan man gøre i de perioder, hvor alt på aktiemarkedet stiger, men dem som tjener penge i de perioder sætter dem højst sandsynligt til igen, når kurserne igen dykker, og den manglende evne til at håndtere aktiemarkedets udfordringer bliver afsløret.

Men det er ikke umuligt at tjene penge på aktier over en længere periode. Heller ikke selvom man ikke mestrer alle facetter af spillet på aktiebørsen. Det kræver dog, at man forstår forholdet mellem investeringens tidshorisont og de værktøjer man bruger til at vurdere, om aktien er attraktiv.

Jo kortere tidshorisont man har med sine investeringer, jo mindre betydning har de fundamentale forhold såsom omsætning, indtjening, cash flow osv., og jo større betydning har psykologien bag kursdannelsen på aktiemarkedet.

Hvis man daytrader, er det således inderligt ligegyldigt, hvad et selskab forventer sig af fremtiden de næste 3-5 år. Denne forventning ændrer sig ikke fra dag til dag, så her handler det udelukkende om at fornemme de øvrige investorers/spekulanterers stemning lige nu. Omvendt er dagsstemningen for en investering til pensionen om mange år uden betydning, mens de fundamentale forhold er altafgørende for en investering over så lang en tidshorisont.

### Tidshorisont på nogle måneder

De fleste investorer tilhører ikke en af disse to ydergrupper, men handler med en tidshorisont på nogle måneder, og det er faktisk en vanskelig tidshorisont, idet man så bliver nødt til at tage hensyn til både de fundamentale forhold og psykologien.

Men i sidste ende er det psykologien - og dermed timingen af købet og salget - som er den afgørende faktor. Det er nemlig de færreste, som realistisk set er i stand til at foretage en mere kvalificeret vurdering af et selskabs økonomiske udsigter end alle andre. Det har en stribe aktieanalytikeres anbefalinger gennem tiden været skræmmende eksempler på.

Når aktieanalytikere har lavet lange analyser på flere sider med købsanbefalinger på en aktie, som derefter faldt 80 %, så skyldes det ikke, at analytikerne var dumme eller dovne. Det skyldes oftest, at de opererer ud fra en umulig forudsætning om, at verden er forudsigelig.

Som privat investor med en tidshorisont på nogle måneder bør man derfor lægge betydeligt mere vægt på, hvad der rent faktisk sker på aktiemarkedet, end hvad diverse sandsigersker formoder, at der vil ske. Det gælder både for markedet som helhed og for de enkelte aktier.

*Fortsættes på næste side...*

## Timing af køb og salg er altafgørende

...fortsat fra forrige side

I praksis betyder det, at man IKKE skal købe en aktie, fordi en analyseafdeling anbefaler den som et godt køb. Man skal i stedet foretage sin egen vurdering ud fra de kriterier, som man normalt anvender, når man overvejer at købe en bestemt aktie. Og derefter skal man se på, hvad aktiemarkedet mener om aktien.

Det er nemlig ret ligegyldigt, hvad en dygtig og kompetent analytiker mener om en bestemt aktie, hvis ikke et tilpas stort antal investorer er enige med ham. For så stiger kursen på den omtalte aktie ikke, og hvad er så meningen med at købe den?

### Kursgrafene er investors ven

Her er vi så heldige, at det er ret nemt at aflæse, hvad tid tilstrækkeligt mange er enige med ham (og dig) til, at det giver mening at købe aktien. Det fortæller kursgrafene os nemlig.

Hvis vi f.eks. kan se, at kursen på en aktie gennem de seneste otte måneder har svinget i intervallet 100-120, så fortæller det en historie om, at flertallet af investorerne betragter en pris indenfor dette interval som rimelig. Og så længe de mener det, vil det være

dumt at købe aktien til en kurs i nærheden af 120, da man i så fald ikke har udsigt til andet end kursfald.

Set fra den private investors synsvinkel er det derfor ligegyldigt, om man ud fra diverse nøgletal, fundamentalvurderinger, konkurrentsammenligninger mv. kan regne sig frem til, at den rigtige kurs burde være 150. Så længe andre ikke deler den holdning, vil det være tabsgivende at købe denne aktie til kurs 120.

Til gengæld skal man være meget opmærksom på, hvad tid resten af markedet begynder at skifte mening. Her vil en stigning forbi kurs 120 for første gang i otte måneder være et meget interessant signal om, at der nu er flere, som begynder at dele ens egen holdning om, at denne aktie er undervurderet. Og så giver det mening at købe.

Stigningen forbi kurs 120 vil altså være et relevant købssignal, mens den udførlige analyse med et matematisk beregnet kursmål på 150 ikke er det.

Analysen af de fundamentale forhold er det forarbejde, der skal udpege aktier med en potentiel kursgevinst, mens analysen af aktiekursens bevægelse fortæller, hvor købs- og salgssignalerne ligger.

**Bruno Japp**

## Udvidet dækning af Coloplasts kursbevægelser

I forlængelse af ovenstående artikel vil vi her se nærmere på timingen i Coloplast. Som det ses af figuren, afsluttede Coloplast i begyndelse af 2011 en imponerende stigning og svingede derefter gennem det meste af året i intervallet 720-815.

Men fra august 2011 faldt kursen ikke længere ned til bunden i det viste vandrette interval, og i oktober passerede kursen så for første gang den grænse ved 815, som tre gange i løbet af 2011 havde sat en stopper for yderligere stigninger.

Det var et signal om, at et flertal af investorerne nu var parat til at betale mere for Coloplast-aktien end tidligere, og det fortolker vi som et købssignal. Man kan sige, at stigningen forbi 815 gav grønt lys for et køb, mens et fald under 720 ville have tændt det røde lys for aktien.

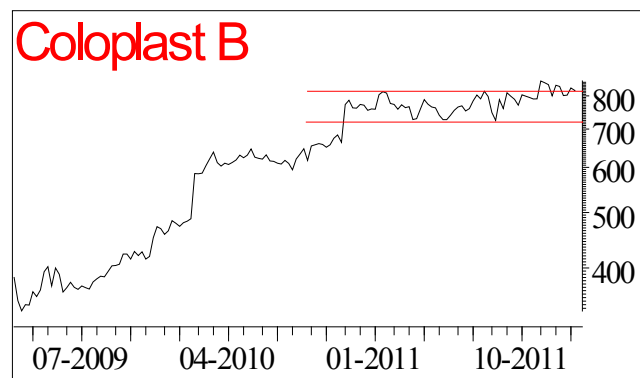
Her i mellem ligger en zone, hvor man som investor ikke bør købe eller sælge, da der ikke er nogle

klare signaler i dette interval. Altså et gult lys, som kan skifte til enten grønt (815) eller rødt (720).

**Bruno Japp**

Yderligere baggrundsinformation kan findes på denne adresse i AktieUgebrevets selskabsdatabase:

<http://bestyrelsen.dk/tools/borsselskaber/coloplast>



BCVIEW

## AktieUgebrevets Styrkeindeks

LARGECAP-AKTIER						
	FA	TA	Udland	Total	+/-	Seneste artikel
Novo Nordisk	2	2	2	2,0	0,0	38/2011
Novozymes	2	2	2	2,0	0,0	37/2011
Coloplast	2	1	2	1,7	-0,3	38/2011
Tryg	1	2	2	1,5	0,4	35/2011
DSV	2	0	2	1,4	0,8	43/2011
FLSmidth	2	1	0	1,3	0,6	39/2011
GN Store Nord	1	2	1	1,3	0,3	30/2011
Topdanmark	1	2	1	1,3	0,0	31/2011
A. P. Møller - Mærsk B	1	1	2	1,2	0,5	39/2011
Carlsberg B	2	1	-1	1,1	-0,1	39/2011
D/S Norden	2	-1	2	1,1	0,7	37/2011
A. P. Møller - Mærsk A	1	1	1	1,0	0,3	39/2011
H. Lundbeck	2	0	0	1,0	0,3	28/2011
Rockwool Int. B	2	-1	1	0,9	0,0	41/2011
Chr. Hansen Holding	0	1	2	0,7	1,1	34/2011
TDC	1	0	1	0,7	-0,4	42/2011
William Demant Holding	0	2	0	0,6	0,0	39/2011
Danske Bank	1	0	0	0,5	0,6	38/2011
Nordea	1	0	0	0,5	0,5	36/2011
G4S	0	2	-1	0,4	0,6	36/2011
Jyske Bank	1	-2	2	0,3	-0,4	37/2011
NKT Holding	1	0	-1	0,3	0,3	41/2011
Pandora	-1	1	1	0,0	0,3	42/2011
Vestas Wind Systems	1	-2	0	-0,1	0,2	39/2011
Sydbank	0	-2	1	-0,4	-0,6	39/2011

*I næste nummer af AktieUgebrevet dækker Styrkeindekset MidCap-aktierne*

AktieUgebrevets Styrkeindeks' skala fra -2 til +2 sammensættes af fire elementer, som vægtes forskelligt efter deres vigtighed for aktievurderingen.

**Fundamental analyse (FA):** Vægtes med 50 %. Der tages udgangspunkt i detaljeret regnskabsanalyse, herunder med fokus på de "skjulte" signaler i regnskaber, eksempelvis risiko for nedskrivninger på goodwill, overholdelse af covenants og engangsindtægter. Her indgår også resultatet af en governancerating, finansiel soliditet, bestyrelseskompetencer og ledelsesaf lønning. Med mindre man er meget kortsigtet spekulant, er fundamentalanalysen det grundlæggende element i en aktievurdering.

**Teknisk analyse (TA):** Dette element vægtes med 30 % og fortæller om, hvordan aktiekursen opfører sig på børsen. Her vurderes en række tekniske indikatorer, som kan sige noget om, hvorvidt aktien er i nedtrend eller i optrend baseret på den historiske kursudvikling.

**Udenlandsk nettohandel:** Dette signal vægtes med 20 % og er baseret på en måling af ti udenlandske finanshuses samlede handel med danske aktier de seneste tre uger. Nettokøb giver pluspoint, mens nettosalg giver minuspoint. Indikatoren er behæftet med en vis usikkerhed, da udenlandske finanshuse godt kan handle gennem danske banker.

## Vinderaktier 2012 - Basismodelporteføljen

Det netop afsluttede 2011 viste sig at blive et særdeles turbulent aktieår. Med sine 45 aktier giver Copenhagen Benchmark (CB) et godt billede af, hvordan stemningen på aktiemarkedet udvikler sig, og dette indeks startede året i 581,87. Eftersom CB sluttede 2011 i 452,40 (minus 22,3 %) er der næppe tvivl om, at 2011 historisk set kommer til at tilhøre de rigtig dårlige minder for de fleste investorer.

Men et indeks fortæller os kun, hvordan gennemsnittet af en række aktier har opført sig, og derfor vil der altid være nogle aktier i indekset, som har klaret sig væsentligt dårligere end gennemsnittet, og nogle, som har klaret sig væsentligt bedre.

Denne kendsgerning er det vigtigt at være opmærksom på, når man overvejer, i hvilken grad man skal deltage i spillet på aktiemarkedet. Som eksempelvis Coloplast var et eksempel på i 2011, kan man faktisk godt tjene penge i et stærkt faldende marked, hvis bare man er det rigtige sted på det rigtige tidspunkt. Som andre eksempler kan nævnes to af de aktier, som forlod børsen i 2011 med pæne gevinster til deres aktionærer. Nemlig Danisco og Satair.

Disse tre aktier var eksempler på, at man ved valg af de rigtige aktier kunne have tjent penge i et marked, som faldt med mere end 20 % ved at vælge de rigtige aktier. Men at timingen også er ekstremt vigtig kan illustreres ved at se på, hvordan CB's fald på 22,3 % i 2011 fordelte sig over året.

Her viser det sig nemlig, at hele årets fald kom på kun tre måneder fra begyndelsen af juni til begyndelsen af september. Årets første fem måneder gav en fremgang på 0,3 % og fra den 9. september og året ud steg CB fra 429,46 til 452,40 (plus 5,3 %).

Det netop afsluttede år viser med meget stor tydelighed, at både valget af enkeltaktier og timing af købet er ekstremt vigtige for en fornuftig aktieøkonomi. At være på aktiemarkedet i vanskelige tider kræver derfor en både omfattende og ressourcerævende indsats.

Det er denne indsats vi med Basismodelporteføljens køb og salg af udvalgte aktier på udvalgte tidspunkter forsøger at hjælpe vore læsere med. Vi har ingen krystalkugler og begår også fejl, men Basismodelporteføljens resultat gennem de seneste otte år viser, at porteføljens forslag kan være værd at overveje.

**Bruno Japp**

### Coloplast går imod strømmen

2011 blev et rigtig skidt år for langt de fleste danske aktier, men Coloplast var en positiv undtagelse med en stigning fra 758 ved årets start til 826 på den sidste børsdag i 2011. Det skyldtes, at selskabet flere gange overgik analytikernes forventninger og dermed tvang finanshusene til at opjustere deres forventninger.

Det var resultatet af en målrettet beslutning om at øge selskabets indtjening, som blev taget i 2009. På det tidspunkt var Coloplasts overskudsgrad på et lavere niveau end sammenlignelige konkurrenter, men det gjorde man op med i 2009, hvor man besluttede at fokusere meget stærkt på indtjeningen.

Resultatet var en imponerende stigning i overskudsgraden, som i 2010/11 var steget til 25,3 og som i 2011/12 forventes at blive "omkring 27". Dermed har man bragt sig på op på niveau med konkurrenter som Smith & Nephews og Boston Scientific Corp.

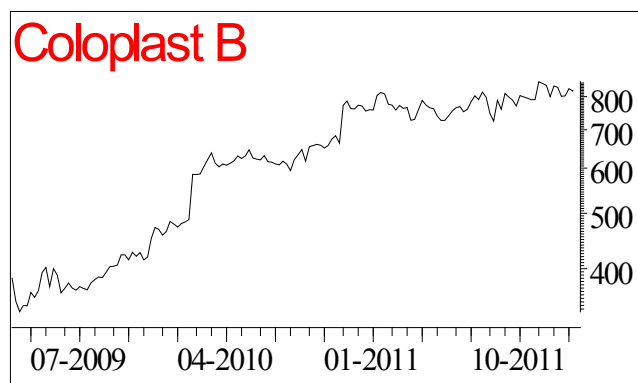
Man kan så spørge sig selv, om Coloplast nu har opfyldt sit potentiale, og dermed måske står foran et mindre godt år kursmæssigt i 2012? Det er der dog ikke noget, som tyder på.

Ganske vist har eksempelvis Jyske Bank for nylig reduceret deres anbefaling på Coloplast fra "Køb" til "Reducer", men stadig med et kursmål (867), som rummer et pænt stigningspotentiale. Hertil kommer den ubekendte faktor, som et eventuelt opkøb i løbet af året indebærer. Coloplast har stor finansiel styrke, og anvender de i 2012 den til et strategisk rigtigt opkøb, kan det sende kursen pænt i vejret.

**Bruno Japp**

Yderligere baggrundsinformation kan findes her:

<http://bestyrelsen.dk/tools/borsselskaber/coloplast>



## Vinderaktier 2012 - Basismodelporteføljen

### FLSmidth går gode tider i møde

FLSmidth havde ikke noget særlig godt år i 2011, hverken med hensyn til omsætning, indtjening eller aktiekurs. Nedturen kulminerede ved halvårsregnskabet i august, hvor man meldte om en tilbagegang i det primære driftsresultat på 15,3 % i forhold til samme periode sidste år, og aktiemarkedet kvitterede ved at sende aktiekursen ned med 14 %.

Når vi alligevel ser FLSmidth som en af de potentielle vinderaktier i 2012, skyldes det, at en del af forklaringen på tilbagegangen i 2011 var politiske uroligheder i bl.a. Nordafrika (Libyen), som på sigt kan vise sig at være til fordel for FLSmidth.

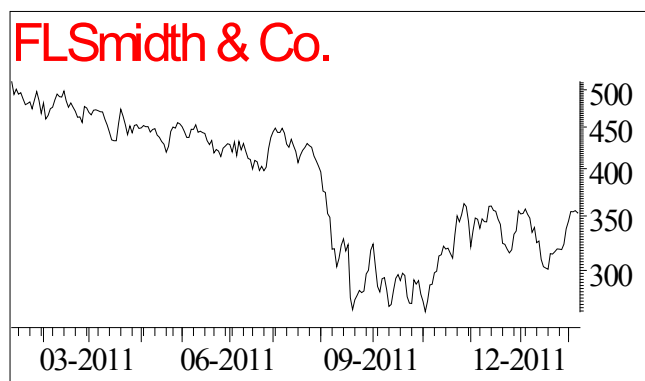
Det kan virke lidt kynisk at spekulere i hvordan genopbygningen efter en borgerkrig kan styrke bundlinjen hos et børsnoteret selskab, men sådan er vilkårene nu engang, og set ud fra en investeringsmæssig synsvinkel, vil det være uansvarligt ikke at være opmærksom på den slags sammenhænge.

FLSmidth oplevede endvidere i slutningen af året en forøgelse i ordreindgangen, som ved 3. kvartalsregnskabet var 11 % bedre end året før. Den samlede fremgang på 11 % var sammensat af en fremgang på 39 % i mineraldivisionen og en tilbagegang i cementdivisionen på 20 %, og den sammensætning er vigtig, da det netop er cementdivisionen, som er presset af uroen i Nordafrika.

Vi ser derfor et meget stort potentiale i FLSmidths omsætning og indtjening de kommende år, og det bør resultere i en højere aktiekurs end den aktuelle.

**Bruno Japp**

Yderligere baggrundsinformation kan findes her:  
<http://bestyrelsen.dk/tools/borsselskaber/flsmidth>



BCVIEW

### William Demant Holding styrer fri af krisen

Den danske producent af høreapparater har næsten gjort det til en tradition løbende at øge sin markedsandel, og 2011 var ingen undtagelse. Alligevel resulterede halvårsregnskabet i et kursfald på 11 % i løbet af den første time efter offentliggørelsen. Det skete i forlængelse af et stort kursfald på 13,6 % de foregående tre uger.

I AktieUgebrevet nr. 28/2011 betegnede vi den kursmæssige reaktion som værende helt uden hold i virkeligheden, og den samme konklusion kom flertallet af aktiemarkedets investorer tilsyneladende også til i anden halvdel af 2011, hvor WDH siden halvårsregnskabet er steget med næsten 20 % i et marked, som kun er steget knap 5 %.

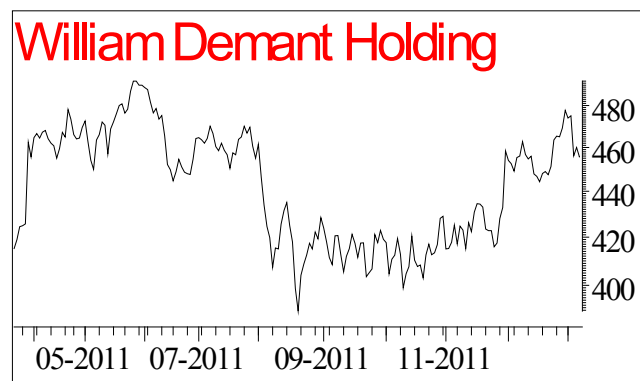
Nogle af forklaringerne herpå er sikkert den efterhånden traditionelle forøgelse af selskabets markedsandel, en to-cifret procentforøgelse af både omsætning og indtjening samt en succesfuld integration af WDH's seneste betydelige virksomhedsindkøb.

Men en anden væsentlig årsag er, at WDH hører til den gruppe af selskaber, som ikke er specielt påvirket af den internationale økonomiske krise, som vi dagligt hører om i medierne.

Så sent som i november 2011 oplyste WDH, at der ikke er nogen åbenlys historisk sammenhæng mellem efterspørgslen efter høreapparater og tilstanden i økonomien i almindelighed. Eller med andre ord, så er WDH's produkter ikke konjunkturfølsomme, og det kan gøre aktien attraktiv i et nervøst marked.

**Bruno Japp**

Yderligere baggrundsinformation kan findes her:  
<http://bestyrelsen.dk/tools/borsselskaber/williamdemant>



BCVIEW

## Vinderaktier 2012 - Basismodelporteføljen

### Thrane & Thrane i udenlandsk søgelys

Efter at have fortalt om tre C20-aktier flytter vi nu blikket lidt nedad i feltet, hvor der også lurer et par spændende investeringsmuligheder.

Verdens førende producent af udstyr og systemer til global satellit- og radiokommunikation Thrane & Thrane er en MidCap-aktie, som vi gennem et par år har fulgt nøje, men som gennem flere år ikke var i stand til at leve op til hverken egne eller markedets forventninger.

De seneste regnskabsmeddelelser giver imidlertid indtryk af, at dette minus nu er ved at ændre sig i positiv retning. I årsregnskabet 2010/11 overgik Thrane & Thrane således sine egne forventninger i betydelig grad, og det skete selvom selskabet havde valgt at fastholde den målsætning, som blev præsenteret stort set samtidig med, at verden blev ramt af finanskrisen i efteråret 2008.

Finanskrisen tvang en række andre selskaber til at moderere - eller ligefrem opgive - målsætningerne fra før finanskrisen, men Thrane & Thrane holdt fast i dem med succes. Det lover godt for fremtiden.

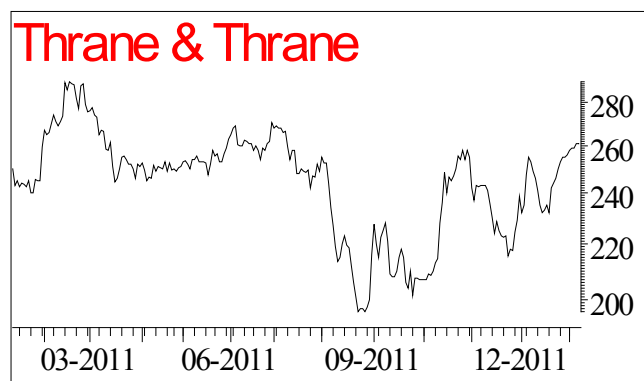
At den opfattelse tilsyneladende deles af betydelige udenlandske investorer så vi i slutningen af 2011, hvor den engelske investeringsforening Jupiter Asset Management gik i gang med at købe op i Thrane & Thrane, så selskabet idag er storaktionær med over 10 % af aktierne.

Vi deler denne tillidserklæring til Thrane & Thranes indtjeningsmuligheder over en periode på 3 - 5 år.

**Bruno Japp**

Yderligere baggrundsinformation kan findes her:

<http://bestyrelsen.dk/tools/borsselskaber/thranethrane>



### Per Aarsleff hæver forventningerne

I det sidste nummer af AktieUgebrevet i 2011 fortalte vi om et meget positivt forløb af de første tre kvartaler i Per Aarsleffs forskudte regnskabsår 2011/12 med en forøgelse af omsætningen på 40,8 % og næsten en tredobling af bundlinjerisultatet i forhold til de første tre kvartaler af 2010/11.

Men på det tidspunkt manglede vi stadig oplysninger om selskabets egne forventninger til det kommende regnskabsår for at kunne vurdere, om det svage 3. kvartal 2010/11 var et advarselssignal om en afmatning i væksten.

Nu har Per Aarsleff imidlertid offentliggjort årsregnskabet 2011/12, og frygten for, at den flotte vækst i første halvdel af regnskabsåret var gået i stå viste sig at være ubegrundet.

For to af selskabets tre divisioner forventes en stigende aktivitet i 2011/12 med et samlet resultat før skat på 180 mio. kr. Det skal ses i forhold til 2010/11-resultatet på 133 mio. kr. (forventet: 120 mio. kr.).

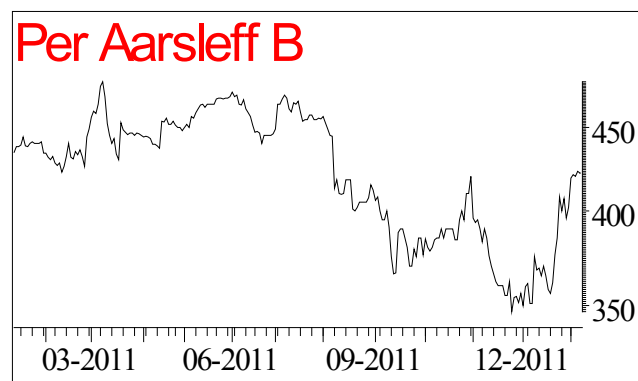
Fremgangen har i høj grad været båret af havmølleprojektet London Array Offshore Wind Farm, som forventes afsluttet i det kommende regnskabsår. Det giver imidlertid ikke et dybt fald i omsætning og indtjening, da det engelske projekt afløses af havmølleparken DanTysk, hvor Per Aarsleff har kontrakt på installation af fundamentene i 2012-2013.

De gode udsigter for de kommende par år afspejler sig ikke i tilstrækkelig grad i aktiekursen, som vi forventer vil blive justeret yderligere opad i 2012.

**Bruno Japp**

Yderligere baggrundsinformation kan findes her:

<http://bestyrelsen.dk/tools/borsselskaber/peraarsleff>



## Vinderaktier 2012 - Spekulationsmodelporteføljen

For flere af vores "Vinderaktier 2012" til Spekulationsporteføljen, som vi gennemgår på de følgende sider, gælder, at købstidspunktet ikke nødvendigvis er nu. Som det fremgår af aktiestrategianalysen på side 15 ser vi de aktuelle aktiemarkeder, som stilhed før stormen.

Selvom USA's økonomi er klart på vej frem, lurer den europæiske statsgældskrise fortsat lige under overfalden. Det er vigtigt at understrege, at en ny dramatisk aktienedtur er ligeså sandsynlig som et stærkt aktierally. Timing i køb og salg bliver derfor afgørende.

Vi har i den forgange uge allerede købt ind i nogle af de aktier, vi ser som vindere i 2012. Men det kan udmærket være, at de falder for et stop loss, hvorved de sælges med henblik på et senere genkøb.

Mange aktier er fundamentalt billige, men investorerne kræver generelt en langt større risikopræmie end normalt på grund af den nærværende risiko for en europæisk kollaps i enkeltlande og over en bred kam i den europæiske banksektor.

Vi har tidligere foretrukket defensive, forsigtige aktier frem for aktier med større risiko og makroøkonomisk følsomhed, men vores opfattelse er nu, at HVIS der kommer varige løsninger på den sydeuropæiske statsgældskrise, så vil det i høj grad blive højrisikopapirerne, der bliver belønnet af, at investorerne vil sænke deres krav til risikopræmier. Hvor de defensive, forsigtige papirer har været anvendt som en sikker tilflugtshavn, vil der ske en voldsom sektorrotation over mod papirer med højere risiko.

Vi har dog i vores valg lagt vægt på, at der er tale om større aktier med relativ stor omsætning, så man kan komme hurtigt ind og ud af papirerne, hvis det uventede alligevel skulle ske. Det betyder ikke, at der ikke findes en lang række aktier blandt Small og MidCap, som vi finder attraktive. Af eksempler kan nævnes Topsil, Alm. Brand, Schouw og UIE.

**Morten W. Langer**

### Danske Bank ligger til stærkt 2012

Danske Bank har klaret sig ringere end de fleste store finansaktier i 2011, men 2012 kan blive det afgørende vendepunkt. Vi ser en række positive elementer, som vil kunne trække aktien markant frem, også selvom den svage danske økonomi fortsat er en usikkerhedsfaktor.

For det første er der nu klarhed om ledelsesforholdene, med ex-APM-chef Eivind Kolding som ny topchef og Ole Andersen som ny formand. Det ser vi som et stærkt team, som er parat til at gøre det nødvendige for at genskabe lønsomheden.

For det andet vil de tre renteforhøjelser på udlån slå igennem på bundlinjen i 2012, og der kan komme flere renteforhøjelser og øget udvidelse af rentespændet.

For det tredje har banken varslet besparelser og reduktion af medarbejderstaben med flere tusinde. Vi forventer flere store sparerunder.

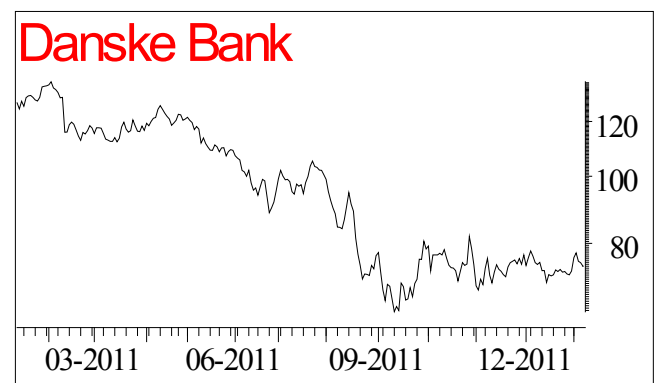
For det fjerde bør omverdenens vurdering af potentielle kreditrisici i Danske Bank være markant reduceret, efter at Finanstilsynet senest har offentliggjort redegørelser efter tilsynsbesøg indenfor flere potentielt kritiske udlånsområder.

For det femte var bankens seneste kvartalsregnskab mindst ligeså godt som de foregående kvartaler, idet faldet i bruttoindtægter især kan forklares af to engangsforhold: Et fald i overskuddet på én mia. kr. i bankens pensionselskab, Danica, på grund af et ringere investeringsresultat og et fald i handelsindtjeningen på 2,1 mia. kr., hvoraf en meget stor andel skyldes ekstraordinære vilkår omkring bankens afdækning af egen obligationsbeholdning på 400 mia. kr.

**Morten W. Langer**

Yderligere baggrundsinformation kan findes her:

<http://bestyrelsen.dk/tools/borsselskaber/danskebank>



BCVIEW

## Vinderaktier 2012 - Spekulationsmodelporteføljen

### Vestas' 2012-forventninger bliver afgørende

Nedjusteringen af driftsresultatet i 2011 fra knap to mia. kr. til nul forklares med engangshændelser, og hvis forklaringen holder vand, burde det være positivt for indtjeningen i 2012.

Vi lægger vægt på, at overskudsgraden ikke er blevet nedjusteret på grund af prispres på de solgte møller, hvilket ville være det værste mulige scenarie. En overskudsgrad på 7% i 2012 må være et minimum, men til gengæld skal der også gennemføres besparelser på knap 1 mia. kr., og det kan udløse ekstraordinære aftrædelsesordninger og nedskrivninger på anlæg.

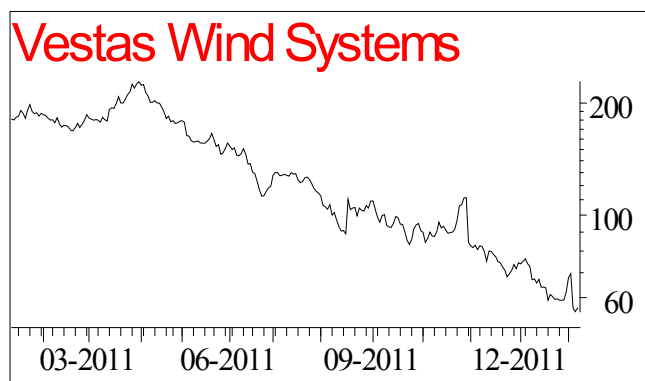
Samtidig vil det ofte være sådan, at en nytiltrådt CEO gennemfører en hårdhændet oprydning, så alle dårligdomme hives frem på én gang med større nedskrivninger til følge. Den første del af året kan derfor blive en gyser for Vestas-aktien, og det er måske også forklaringen på fortsat udbredt skepsis overfor Vestas-aktien blandt udenlandske finanshuse.

Vi finder det bemærkelsesværdigt, at de fire største nettokøbere den seneste uge har været danske banker (og dermed sandsynligvis danske investorer), mens de udenlandske finanshuse har været største nettosælgere. De store udenlandske finanshuse plejer at have en rigtig god fornemmelse af, hvor vinden blæser hen.

Derfor er det også forbundet med høj risiko, at vi i Spekulationsporteføljen allerede er gået ind i aktien nu. Indtil der er større klarhed om, hvad der sker, vil vi anlægge en ekstraordinært kortsigtet vurdering på netop denne investering, dvs. et snævert stop loss og antageligt også hurtig gevinsthjemtagning.

**Morten W. Langer**

Yderligere baggrundsinformation kan findes her:  
<http://bestyrelsen.dk/tools/borsselskaber/vestas>



BCVIEW

### Gennembrudsår for Bang & Olufsen

Bang & Olufsen-aktien er allerede steget 20 % siden midten af december, og det er sket i forventning om et stærkt salg i det kommende subbrand, som ventes skudt i gang i januar 2012.

I midten af oktober skrev vi under overskriften "Udsigt til hurtig turn around i B&O", at Bang & Olufsen står foran et dramatisk opgør med den nuværende distributionsstrategi, som alene er koblet op på egne og eksterne franchise B1-konceptbutikker, der groft sagt har eneret på salg af Bang & Olufsen anlæg.

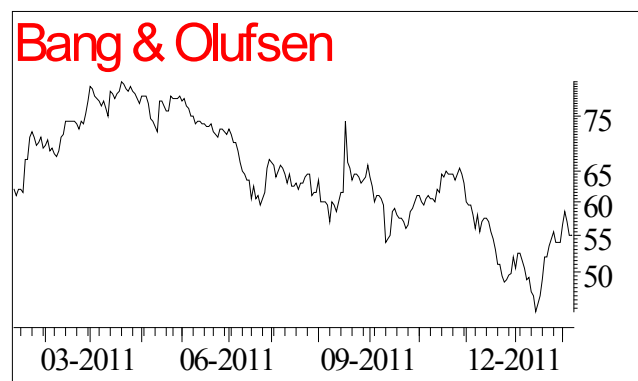
Koncernen vil i langt højere grad satse på salg af koncernens unikke lyd anlæg i andre butikskæder, så de kan kobles op på andre musikanlæg og især andre producenters fladskærme. Den første forsmag på den nye distributionsstrategi er salg af tilbehør til Apples ipodprodukter.

Den 15. november, hvor lanceringen var ventet, skrev selskabet i en børsmeddelelse, at "For at sikre tilstrækkelige lanceringsmængder af det første nye produkt i denne kategori af produkter, har koncernen besluttet at udskyde lanceringen til begyndelsen af 2012." Med andre ord indikerer koncernen, at der kommer rigtig meget run på de nye subbrands, som blandt andet skal sælges sammen med Apple-produkter.

Bang & Olufsen kom ud af 1. kvartal i det skæve regnskabsår, der bl.a. dækker sommerferien, med et uændret driftsminus omkring 29 mio. kr. Bag det uændrede resultat ligger, at omsætningen steg 7% i forhold til samme periode sidste år. Vigtigere er det, at udgiftsførte udviklingsomkostninger var øget med 16 mio. kr.

**Morten W. Langer**

Yderligere baggrundsinformation kan findes her:  
<http://bestyrelsen.dk/tools/borsselskaber/bangolufsen>



BCVIEW

## Vinderaktier 2012 - Spekulationsmodelporteføljen

### DS Norden løftes af ny Kina-fremgang

DS Norden-aktien ligger på niveau med kursen efter det historiske aktiekrak i efteråret, og det er en historisk købsmulighed. At aktien er markant undervurderet understøttes af, at tørlastraterne, målt efter Baltic Dry Bulk indeks den seneste uge, er styrtdykket ca. 20 %, uden at det har påvirket DS Norden-aktien. Efter 3. kvartal var den teoretiske Net Asset Value (NAV) 249 kr. pr. aktie mod den aktuelle børskurs på 138 kr.

Efter et meget surt 2011 for tørlastrederierne, med kursfald mellem 80 % (for Eagle Bulk Shipping) og 30 % (for DS Norden), har kursudviklingen de seneste uger vist tegn på en positiv vending.

Vi vurderer, at den positive aktiekursudvikling især er baseret på forventninger om ny fremgang i kinesisk økonomi. Hvor PMI-målingen i december på grund af sæson faktisk plejer at være meget svag, var der denne gang solid fremgang i forhold til måneden før. Samtidig ser det også ud til, at priserne på råvarer til industriel forarbejdning, herunder metaller, er bundet for denne gang.

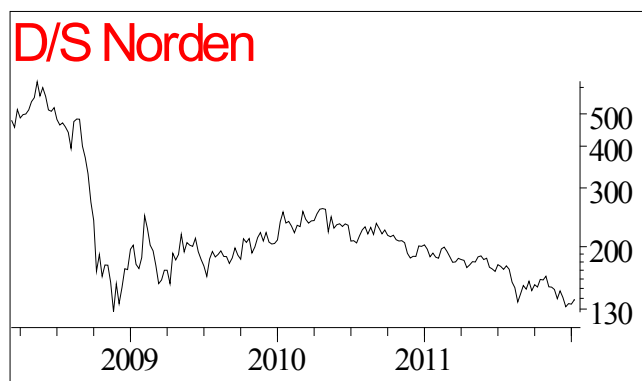
Vi forventer fremgangen understøttes af, at de kinesiske myndigheder igen skruer op for blusset efter inflation og pengemængdevækst er kommet under kontrol. Det er muligt, at vi med købet til Spekulationsporteføljen er en lille smule for tidligt ude. Vi vil blandt andet holde godt øje med udviklingen i det kinesiske Shanghai-indeks, der godt kunne lægge an til brud op gennem 10 og 20 dages glidende gennemsnit.

Bemærk, at DS Norden er brudt op gennem 20 dages glidende gennemsnit for første gang siden november. Stop loss har vi fastsat til 133-135.

**Morten W. Langer**

Yderligere baggrundsinformation kan findes her:

<http://bestyrelsen.dk/tools/borsselskaber/dsnorden>



BCVIEW

### Schouws Martin hjælpes af stærk USD

Efter de seneste måneders markante kursfald ser vi Schouw som historisk billig. Aktien ligger aktuelt omkring kurs 100 efter en tur nede ved 90.

I starten af november skrev vi efter regnskabet for 3. kvartal: "Schouw fortsætter solid fremgang. Konglomeratet Schouw & Co. aflagde forleden et solidt regnskab for 3. kvartal, som peger i retning af endnu en opjustering senere på året. Ledelsen præciserede årsforventningen i den høje ende af det tidligere udmeldte interval – fra 525-600 mio. kr. i driftsresultat til 540-590 mio. kr. 4. kvartal sidste år gav et driftsplus på 140 mio. kr., og hvis dette blot gentages i år bliver driftsresultatet 560 mio. kr."

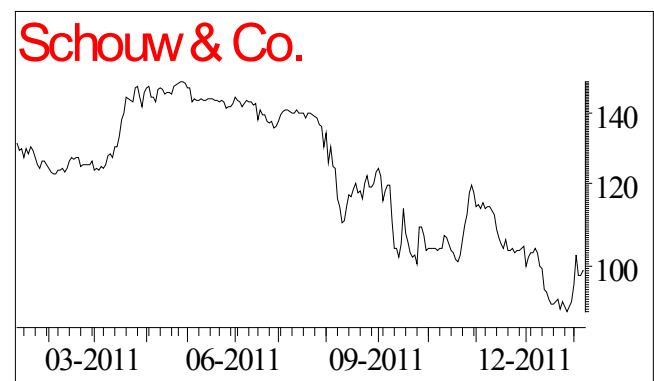
Og videre hed det: "Flere af de store datterselskaber har dog vist solid fremgang de seneste kvartaler, og derfor er der også flere opjusteringer i de enkelte ejerselskaber. På det grundlag ser vi det som sandsynligt, at der kommer en mindre opjustering, idet der også spores en vis afmatning i ledelsens seneste udmeldinger. (...) De positive momenter, vi vil fremhæve, er aktuelle opjusteringer i BioMar, Grene, Hydra-Grene og Martin. Særligt positiv er udviklingen i Martin, hvor det forventede driftsunderskud reduceres, også selvom der forventes ekstraordinære nedskrivninger."

Vi forventer, at især Martin begünstiges af den stærkere USD og væksthøjde i USA, som er et stort marked for Martin. Desuden forventer vi en positiv effekt af kapacitetsudvidelser i Fibertex, og fortsat ekspansion i Grene i Rusland, hvis økonomi har holdt ganske flot stand.

**Morten W. Langer**

Yderligere baggrundsinformation kan findes her:

<http://bestyrelsen.dk/tools/borsselskaber/schouw>



BCVIEW

## Stiger kurserne med 21 % i 2012?

Vi er nu gået igang med et nyt år, som forhåbentlig viser sig at blive betydeligt bedre end det netop afsluttede 2011. Et år, som sendte Copenhagen Benchmark (CB) ned med 21 %.

Copenhagen Benchmark er et indeks, som dækker de store og mellemstore aktier på Københavns Fondsbørs, og med et fald på 21 % kan man desværre konkludere, at den gennemsnitlige investor har tabt ca. en femtedel af sin kapital i løbet af 2011.

Eneste trøst i den sammenhæng er, at et stort fald ofte afløses af en stor stigning, da aktiemarkedet har en tendens til opføre sig en anelse hysterisk. Både i op- og nedadgående retning. Vi så således, at det store fald på 50 % i 2008 blev efterfulgt af stigning på 50 % i 2009, så måske venter der en pæn stigning på os i 2012.

Den slags teoretiske overvejelser bør man dog ikke basere sine investeringer på, men i stedet fokusere på de kendsgerninger, som vi kan læse i markedet. Og

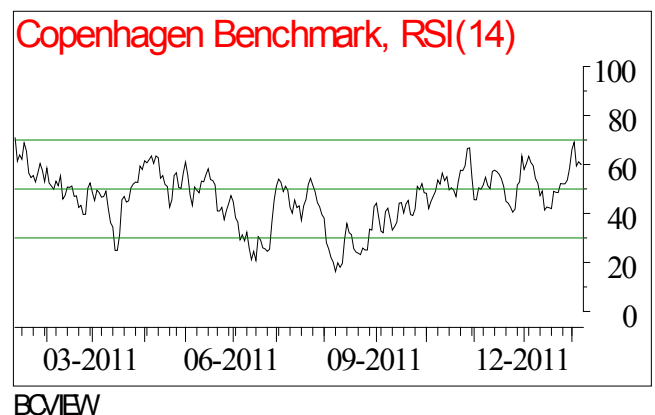
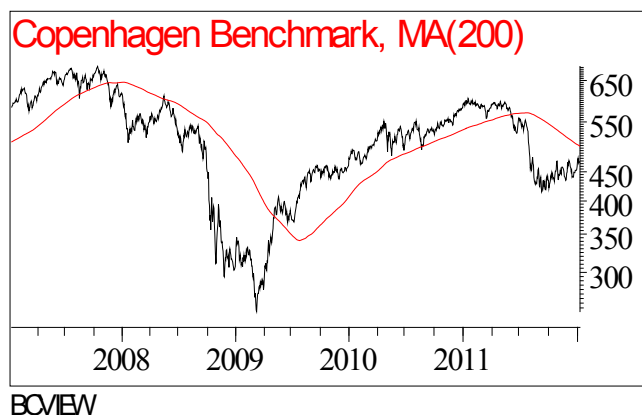
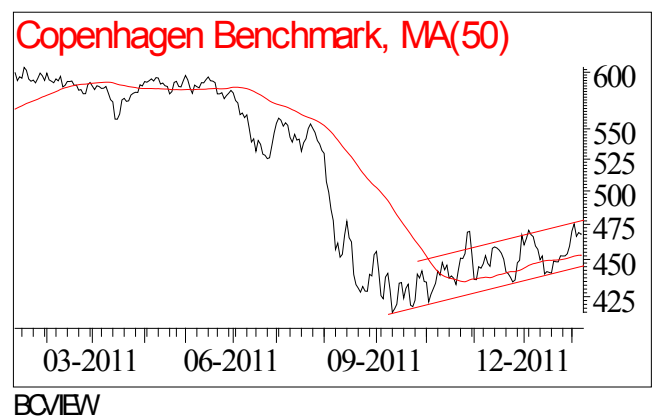
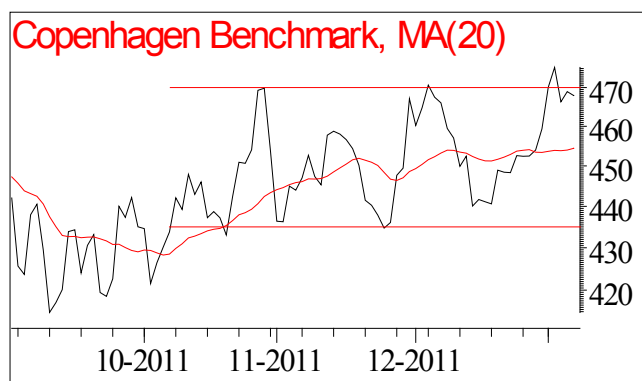
på kort sigt fortæller de os, at vi højst sandsynligt står overfor kursfald.

Som det ses af øverste figur i venstre spalte har CB svinget i intervallet 435 - 470 siden midten af oktober 2011, og eftersom vi nu ligger i toppen af dette interval, er der to muligheder. Enten brydes den sidelæns bevægelse, hvorefter CB fortsætter opad, eller også standser stigningen endnu engang omkring 470 og falder tilbage igen.

Vi anser den sidste mulighed for at være den mest sandsynlige, men hvis vi ser nærmere på figuren, så konstaterer vi, at CB ved den seneste stigning nåede op på det højeste niveau siden den 15. august i fjor. Og samtidig lå den foregående bund ikke helt så langt nede som de foregående tre kursbunde for CB.

Det kan vi håbe er de indledende skridt til en pæn stigning, men af forsigtighedshensyn vælger vi indtil videre at tro mest på et tilbagefald til 440-445.

**Bruno Japp**



Denne analyse vedrører kun det danske marked, hvor udviklingen, p.g.a. det danske markeds defensive karakter, kan afvige betydeligt fra udviklingen på de internationale markeder på kort sigt. Tidshorisonten for analysen er som udgangspunkt 3 - 4 uger.

Indekset "Copenhagen Benchmark (CB)" hedder officielt OMXCBCAPGI og består af de 40 - 50 største aktier noteret på Nasdaq OMX Nordic ("Københavns Fondsbørs").

## Aktier styres af gældskrise og USA-fremgang

Mens de makroøkonomiske nøgletal ser stadig bedre ud i USA, men også i store dele af Europa og Asien, fortsætter usikkerheden om en varig løsning på Euro- og statsgældskrisen. Det toneangivende amerikanske S&P 500 har tydeligvis svært ved at vælge, om det skal fokusere på de positive makroøkonomiske nøgletal eller den fortsatte statsgældskrise i Europa.

S&P 500 indeks virker indtil videre fastlåst mellem 1220 og 1280-1290, og vi vurderer, at der skal ske brud op eller ned gennem de to pejlemærker, før der udløses en ny markant bevægelse den ene eller den anden vej.

Fokus har den seneste uge været på, at en række svage europæiske storbanker skal rekapitaliseres inden sommeren 2012 for at leve op til nye Basel 2.5-kapitalkrav med en kernekapital på 9 %. Det har udløst dybe kursfald i en række banker, ikke mindst Uni Credit, der har forsøgt at sælge tegningsretter med 43 % rabat. Aktien faldt 30 % på to dage, og den massive værdidestruktion viser især to ting: For det første, at de aktuelle børsværdier langt fra afspejler de aktuelle markedsværdier. Og for det andet, at investorerne absolut ikke er vilde med bankaktier, ikke mindst med udsigt til, at mange andre banker også skal hente ny kapital de kommende måneder.

Meget tyder således på, at de finansielle markeder i Europa i dag langt hen ad vejen holdes kunstigt sammen af lim, som den europæiske centralbank bidrager med i rigelige mængder. Den nye 3-årige låneordning, hvor europæiske banker kan lægge udlån i ECB som sikkerhed for likviditet, er for tiden med til at refinansiere storbanker i Italien, Spanien og Grækenland. Låneordningen fra den europæiske centralbank udnyttes i ekstremt stor stil af de europæiske banker, der på den anden side også lægger enorme likvide midler i form af indskud i ECB.

Hvorfor: Fordi de fortsat ikke har tillid til at lægge likviditet i andre banker, og på trods af at indlånsrenten i ECB er ekstremt lav. Europæiske banker har nu parkeret 455 mia. EUR i den europæiske centralbank i ledig likviditet. På den anden side har de europæiske banker hentet billig likviditet i ECB for 1.900 mia. euro, hvilket betyder, at der sker en strukturel refinansiering af de europæiske banker, så de i hvert fald har tilstræk-

kelig likviditet. Noget andet er så kapitalforholdene, hvor nedskrivninger på både statsobligationer og et recessionsramt erhvervsliv i Sydeuropa fortsat kan komme på tale.

Mistilliden mellem europæiske banker afspejler sig også i det såkaldte Libor-OIS spænd, som de seneste uger fortsat har været svagt stigende. En lang række andre lidt mere langsigtede stressindikatorer viser dog ingen tegn på bedring, hvilket viser, at der fortsat er stor usikkerhed om en langsigtet, solid Euro-løsning, hvor der undgås default i Grækenland og Italien. Eksempelvis forsikringspræmien mod tab på tyske statsobligationer, det såkaldte CDS-spænd, har på det seneste været markant stigende. Det samme er tilfældet for CDS-spændet på engelske statsobligationer, der den seneste uge er rykket tæt på toppen i oktober og december 2011. Den italienske 10-årige statsobligation ligger igen i kritisk territorium over 7,0 % i 7,1.

På den anden side viser de makroøkonomiske nøgletal fortsat styrke, og det positive billede kan forstærkes yderligere gennem de kommende måneder. Vigtigt bliver det, om USA's fremgang vil smitte af på Europa og Kina. Begge regioner klarede sig i december bedre end i november, så den positive afsmitning er måske allerede i gang. I forhold til den normalt ret svage PMI-måling for kinesisk økonomi, har de seneste data været overraskende stærke. CFLP Manufacturing PMI endte på 50,3 i december mod 49,0 i november. I forhold til den normale sæson med en svag december, er det et overraskende stærkt signal. Også nye eksportordrer viste fornyet fremgang i december.

Men får Grækenland ikke næste store tranche i EU/ECB/IMF's hjælpepakke snart, kan den europæiske statsgældskrise alligevel køre af sporet. Første vigtige begivenhed bliver trojkaens besøg i Grækenland den 16. januar, hvor repræsentanterne fra EU, IMF og den europæiske centralbank skal forhandle videre om frigivelse af hjælpepakken efter vurdering af, om græsk økonomi bevæger sig fremad efter planen. Det anses dog ikke for realistisk, at trojkaen vil stoppe næste udbetaling.

**Morten W. Langer**

Denne analyse vedrører primært det internationale marked, hvor udviklingen på kort sigt kan adskille sig fra udviklingen på det danske marked. Tidshorizonten for analysen er som udgangspunkt 3 - 12 måneder.

## Succesfuld strategi fastholdes i 2012

### Basismodelporteføljen pr. 8/1-2012

Køb	Navn	Antal	Kurs	Købskurs	Udbytte	+/-	+/-
220911	Glunz & Jensen	4.550	57,00	39,00	8.190	89.544	50,5%
081211	Novo Nordisk	260	680,00	634,00	0	11.533	7,0%
011211	GN Store Nord	3.300	49,95	48,88	0	3.123	1,9%
141111	Topdanmark	185	895,50	881,50	0	2.179	1,3%
060112	Zealand Pharma	2.350	70,50	69,50	0	1.939	1,2%
011211	Tryg	510	320,00	317,70	0	766	0,5%
060112	Thrane & Thrane	630	261,00	261,00	0	-411	-0,3%
011211	William Demant Holding	350	455,70	457,90	0	-1.170	-0,7%
141111	Coloplast	195	819,00	839,50	2.730	-1.672	-1,0%
300311	H + H International	3.294	45,00	57,00	0	-39.948	-21,3%

### Gevinst/tab på seneste fem solgte aktier

141111	Spar Nord Bank	4.500	35,30	37,10	0	-8.507	-5,1%
141111	Thrane & Thrane	700	228,00	236,00	0	-6.006	-3,6%
151111	FLSmidth	480	350,70	346,50	0	1.598	1,0%
151111	DSV	1.585	105,30	104,90	0	218	0,1%
301111	ALK-Abelló	500	308,00	318,50	0	-5.642	-3,5%

Startkapital pr. 10/8-2003	500.000	2012	I alt
+ realiseret gevinst	1.160.355	Basisporteføljen	245,2%
+ urealiseret gevinst	65.884	Copenhagen Benchmark	129,9%
= kapital	1.726.239	Investeringsgrad	100,0

Basismodelporteføljen sluttede 2011 med et bedre resultat end markedets gennemsnit, og set over hele porteføljens levetid har Basismodelporteføljens strategi vist sig at være holdbar i både op- og nedgangstider med et markant bedre resultat end markedet.

Det understreger vigtigheden af et stramt fokus på tre forhold:

1. Valg af enkeltaktier
2. Timing af køb og salg
3. Beskyttelse af kapitalen

Specielt punkt 3 er vigtigt, da det kan tage lang tid og hårdt arbejde at bygge et overskud op, men det tager ikke ret lang tid at sætte det over styr igen, hvis ikke man opererer med en velovervejede Stop Loss-politik. De tre punkter vil vi også i 2012 forsøge at arbejde efter, og vi starter året med at være fuldt investeret.

Ved årsskiftet havde vi plads til to aktier mere i porteføljen, og de to pladser besatte vi i fredags med

Thrane & Thrane og Zealand Pharma. Begrundelserne for købet fremgår af de handelsmails, som blev udsendt fredag formiddag.

Basismodelporteføljen består nu af seks C20-aktier, to MidCap-aktier og to SmallCap-aktier, så vi har en ret markant overvægt af store aktier i porteføljen. Det er ikke et bevidst valg, men er blot et udtryk for, at det efter vores vurdering er blandt de store aktier gevinstmulighederne ligger p.t.

Det kan - og vil sandsynligvis - ændre sig med tiden, og vi er åbne overfor at udskifte C20-aktier, som ikke leverer varen, hvis der dukker spændende alternativer op blandt MidCap og SmallCap-aktierne.

Vi har således et par MidCap-aktier i søgelyset i øjeblikket, men de mangler endnu at tage det sidste skridt opad for at kvalificere til en plads i Basismodelporteføljen.

**Bruno Japp**

Basisporteføljen er en fiktiv portefølje, som er AktieUgebrevets bud på, hvordan en privat portefølje kan administreres, hvis man har en tidshorisont på 3-6 måneder for sine handler. Porteføljen har en forsigtig tilgang til aktiemarkedet, og målet er at opnå et højere afkast end markedets gennemsnit over en årrække med både op- og nedture. Vi anbefaler, at modelporteføljen anvendes som inspiration og ikke til kopiering. Læs mere om handelsstrategien [HER](#).

## Ny BioPorto-analyse med kursmål 16

### Spekulationsmodelporteføljen pr. 8/1-2012

Køb	Navn	Antal	Kurs	Købskurs	Udbytte	+/-	+/-
070911	BioPorto	9.850	7,95	4,30	0	35.802	84,5%
030112	DS Norden	250	138,60	138,80	0	-137	-0,4%
051211	Xact Bear	1.640	20,64	20,98	0	-637	-1,9%
030112	Vestas Wind Systems	600	56,15	57,30	0	-775	-2,3%
030112	Danske Bank	445	74,15	77,25	0	-1.464	-4,3%
091111	Xact Bear	1.645	20,64	22,48	0	-3.112	-8,4%
211111	Xact Bear	1.300	20,64	22,79	0	-2.866	-9,7%
281111	Xact Bear	1.585	20,64	22,89	0	-3.648	-10,1%
-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-

### Gevinst/tab på seneste fem solgte aktier

211111	Bang & Olufsen	620	51,50	59,50	0	-5.046	-13,7%
211111	Schouw	320	103,50	120,00	0	-5.369	-14,0%
251111	Xact Bear	1.300	23,58	21,39	0	2.774	10,0%
251111	Xact Bear	1.645	23,58	22,48	0	1.715	4,6%
051211	Topsil	52.500	0,47	0,94	0	-24.768	-50,2%

Startkapital pr. 04/01-2004	300.000	2012	I alt
+ realiseret gevinst	52.204	Spekulationsporteføljen	1,2%
+ urealiseret gevinst	23.163	Copenhagen Benchmark	1,9%
= kapital	375.367	Investeringsgrad	80,5

Peter Aabo, som udgiver Nordic Biotech Investor, har i en dugfrisk 14-siders analyse af BioPorto fastsat et kursmål på 16,7, ca. dobbelt op i forhold til den aktuelle kurs omkring otte. I analysen forventes et peak-salg i 2012 på fem mia. kr., hvorved selskabet bliver en fremtidig dansk storeksporthør.

Omkring patentsagen i EPO, den europæiske patentmyndighed, ser Aabo 90 % sandsynlighed for, at BioPorto beholder patentet ved høringen den 8-9. februar. På baggrund heraf forventes et salg på 51 mio. kr. i år og 80 mio. kr. næste år.

Vi anser det for sandsynligt med en test af modstanden ved 9,00 indenfor de næste uger, med en mindre gevinsthjemtagning lige op til patentafgørelsen i starten af februar.

Spekulationsporteføljen kom ud af 2011 med et hæderligt afkast - på minus 13 % mod Copenhagen Benchmarks minus 21 %.

Vi har i starten af ugen købt tre poster til Speku-

lationsporteføljen, nemlig Vestas (efter nedjusteringen), Danske Bank og DS Norden. Vi ser alle tre aktier som Vinderaktier i 2012. Men da vi holder et meget stramt stop loss, er der mulighed for et hurtigt salg ved yderligere tilbagefald – med henblik på senere genkøb. Vi gennemgår baggrunden for købene i særskilte analyser i denne udgave.

Endelig har vi fortsat 40 % af kapitalen placeret i den svenske bear fond, Xact Bear, og indtil videre bevarer vi Xact bear som en forsikring mod en ny aktienedtur, som er mindst ligeså sandsynlig nu, som for en måned siden. De fleste finansielle nervøsitets-signaler er fortsat højrøde, og den tilsyneladende aktuelle stabilitet på aktiemarkedene dækker over ekstrem stor nervøsitet, men også ekstrem stor usikkerhed over, hvor tingene går hen herfra.

**Morten W. Langer**

*MWL ejer privat aktier i BioPorto*

Spekulationsporteføljen er en fiktiv portefølje, som er AktieUgebrevets bud på, hvordan en privat portefølje kan administreres, hvis man er parat til at løbe en større risiko end normalt med en del af sin kapital. Målet er primært at udpege investeringer med en højere risikoprofil, end vi normalt vil anbefale i AktieUgebrevet. Vi anbefaler derfor, at modelporteføljen anvendes som inspiration til handler for en begrænset del af kapitalen og ikke til kopiering. Læs mere om handelsstrategien [HER](#).

## Vestas' nedtur skabte stor omsætning

C20	Volumen (+/-)	Kurs
<b>Vestas Wind Systems</b>	<b>129%</b>	<b>-9,4%</b>
Chr. Hansen Holding	23%	-3,0%
William Demant Holding	10%	-4,6%
FLSmidth & Co.	10%	4,6%
NKT Holding	6%	7,0%
Coloplast B	5%	-0,9%
DSV	4%	4,0%
A. P. Møller - Mærsk B	0%	1,7%
Novozymes B	-2%	-1,2%
Sydbank	-6%	-1,2%
A. P. Møller - Mærsk A	-8%	2,7%
GN Store Nord	-9%	3,3%
Carlsberg B	-10%	8,6%
Nordea Bank	-13%	2,9%
TDC A/S	-14%	-1,4%
Novo Nordisk B	-14%	3,0%
Topdanmark	-16%	0,1%
Danske Bank	-17%	1,6%
H. Lundbeck	-30%	1,4%
Tryg	-30%	0,3%

Tabellen til venstre viser, hvilke aktier, der er handlet mere end normalt den seneste uge. En kursstigning (eller et kursfald) under stor omsætning skal man tage seriøst, da det kan være et signal om, at de store investorer har ændret deres opfattelse af en aktie.

Når holdningen til en aktie ændrer sig blandt de store investorer, vil der ofte gå et stykke tid, før ændringen for alvor slår igennem på kursen. Det skyldes en vis indledende træghed i markedet.

Største nettokøb	mio. kr.
1. A. P. Møller-Mærsk B	145,8
2. Novo Nordisk	43,1
3. FLSmidth	32,6
4. Novozymes	29,0
5. Nordea	9,8

Største nettosalg	mio. kr.
1. Vestas Wind Systems	257,2
2. Carlsberg	51,0
3. Coloplast	31,5
4. William Demant Holding	26,4
5. Genmab	2,9

Opgørelse fra AU Professionel af hvilke C20-aktier, der har været størst nettokøb/-salg i de seneste fem handelsdage hos de banker og børsrådgivere, som typisk betjener store professionelle investorer. AU Professionel opdateres hver uge med oversigter over de 20 største udenlandske finanshuses handel i 100 danske enkeltaktier. Tilmeld [HER](#)

Men når en ny holdning til en aktie endelig slår igennem blandt både store og små investorer, kan effekten blive meget betydelig.

Det er derfor vigtigt at være opmærksom på sådanne stemningsskift tidligt, så man kan være foran de andre investorer, når "alle" på et tidspunkt finder ud af, at her er en god aktie. Et overblik over, hvilke aktier, som handles unormalt meget, kan være et værktøj til at skaffe sig dette forspring.

### AKTIEUGEBREVET UDGIVES AF:

AktieUgebrevet ApS  
 Slagtehusgade 4-6  
 1715 København V  
 Telefon 70 23 40 10  
 E-mail: [kontakt@aktieugebrevet.dk](mailto:kontakt@aktieugebrevet.dk)  
 Hjemmeside: [www.aktieugebrevet.dk](http://www.aktieugebrevet.dk)

**ANSVARSHAVENDE CHEFREDAKTØR**  
 Morten W. Langer

**ANNONCER OG BANNER**  
 John Sørensen  
[js@ugebrev.dk](mailto:js@ugebrev.dk)  
 Mobil 23 70 11 11

### REDAKTION

Morten W. Langer, Bruno Japp, Lars Bjørnvik, Peter Aabo og Lars Wisman.

### ADMINISTRERENDE DIREKTØR

John Bo Northrup  
[jbn@aktieugebrevet.dk](mailto:jbn@aktieugebrevet.dk)

### ABONNEMENT

12 måneder 1.645 kr. incl. moms (44 numre)  
 6 måneder 950kr incl. moms (22 numre)  
 3 måneder 595kr incl. moms (11 numre)  
[www.aktieugebrevet.dk/tilmelding](http://www.aktieugebrevet.dk/tilmelding)

EGET TRYK - ISSN 0909-1165

**KOPIERING ELLER VIDERESENDELSE IKKE TILLADT**