



AktieUgebrevet

- værdifuld læsning hver uge

5484

Royal Unibrew fortsætter fremgang efter krisen

Royal Unibrew fortsætter det seneste års flotte kursfremgang, og fremlæggelsen af årsregnskabet i starten af marts 2010 gav aktien endnu et løft til kurs 190. Den 6. december 2009 skrev vi følgende efter Royal Unibrew havde fået tilført 420 mio. kr.: *"Med en købspris for nye aktier på 75 kr. for hver tegningsret, svarer det til en samlet pris på 135 kr. for en ny aktie, hvilket stort set svarer til dagskursen på Unibrew fredag. Med en afslutning på kapitalforhøjelsen – og styrkelsen af selskabets soliditet – vil der være fjernet meget usikkerhed omkring selskabet, og det kan på den korte bane føre aktien betydeligt højere op."*

Siden den seneste positive analyse i Aktieugebrevet er aktien altså steget ca. 40 %. Spørgsmålet er nu, om det er mere energi i aktien. Meldingen i årsregnskabet for 2009 lød sådan: *"Resultaterne for 2009 er bedre end de senest angivne forventninger. Den netto rentebærende gæld var ca. DKK 200 mio. lavere end forventet. EBITDA før særlige poster blev DKK 460 mio. mod forventet DKK 425-450 mio. Forventningerne til resultatet for 2010 opjusteres, idet EBITDA nu forventes at udgøre DKK 475-525 mio. mod tidligere forventet DKK 450-500 mio. Den netto rentebærende gæld forventes nedbragt til ca. DKK 1 mia. svarende til 1,9-2,1 gange EBITDA. Et fremtidigt salg af bryggerigrunden i Århus til den regnskabsmæssige værdi vil reducere gælden med yderligere godt DKK 300 mio."*

Det oplyses, at resultat før skat forventes at ligge i niveauet DKK "205-255 mio. mod tidligere forventet DKK 180-230 mio." Vi forventer, at ledelsen kan fortsætte den positive linje ved at ende i den øvre del af intervallet. Med den aktuelle børsværdi på 2148 mio. kr. svarer det til en værdiansættelse på ca. 11 gange årets overskud efter skat (da der er skattemæssigt fradrag fra tidligere underskud). Det er betydeligt under andre bryggeriaktier, hvorved vi forventer yderligere kursstigninger på 6-12 måneders sigt.

Vi lægger vægt på, at ledelsen signalerer, at der ikke ligger store investeringer og ny ekspansion forude. Det handler især om at strømline forretningen, hvilket efter vores vurdering er det rette ledelsesfokus: *"De organisatoriske tilpasninger og effektiviseringer, som allerede er gennemført og løbende forventes at blive gennemført, refokusering og tilpasning i Polen, en reduceret balance bl.a. som følge af frasalg af de caribiske aktiviteter samt kapitalforhøjelsen i 2009 forventes at skabe grundlag for en solid indtjening på koncernens tre markedsområder. Hertil kommer, at de seneste års betydelige investeringer betyder, at koncernen har et ajourført produktionsapparat og generelt disponibel kapacitet."*

Dermed skulle der også være muligt at nedbringe den relativt store rentebærende gæld.

Morten W. Langer

LÆS I AKTIEUGEBREVET NR. 11/2010

DANSKE AKTIER

Royal Unibrew fortsætter fremgang efter krisen	1
Usikkerhed om Aurigas indtjening i 2010	2
"Ketchup-effekt" for Danske Bank?	3
Jobindex kaprer markedsandele fra konkurrenter	5
Historisk set et dårligt købstidspunkt nu	5
Potentiale i Lundbeck-aktien trods patentudløb	6
Flügger kommer styrket ud af finanskrisen	7
Glunz & Jensens overskud har bidt sig fast	7

MARKEDSKOMMENTAR

Vi er en smule foran de internationale børser	8
USA-obligationsrente i opadgående udbrud	9

MODELPORTEFØLJER

Udbyttebetaling i Novo Nordisk og Carlsberg	10
Greentech bryder seks måneders nedtrend	11

AU PROFESSIONEL

Schouw & Co stiger i tyndt marked	12
-----------------------------------	----

Usikkerhed om Aurigas indtjening i 2010

Auriga er igang med en ambitiøs lånefinansieret vækstplan iværksat før finanskrisen. Det skaber idag en usikkerhed omkring fremtiden, som bør afspejle sig i aktiekursen. Vi sænker kursmålet fra 127 til 98.

Børskurs på analysetidspunktet: 109,00
AktieUgebrevets fair value (6 mdr): 98,00

Et vanskeligt og faldende globalt marked for planbeskyttelsesmidler gjorde 2009 til et dårligt år for Auriga, som måtte se omsætningen falde med fire procent og et fornemt driftsresultat på en halv milliard kroner i 2008 reduceret til næsten nul.

Selskabet betegner da også selv det økonomiske resultat som utilfredsstillende, men påpeger dog, at man har forøget markedsandelen i et marked, som er faldet med ti procent.

Dermed kan man med god samvittighed sige, at Auriga holder sig på sporet i forhold til den ambitiøse Business Plan "Fem-i-Femten", som blev lanceret i årsrapporten i fjor. Den indebærer bl.a., at man vil fordoble markedsandelen til fem procent i 2015.

Denne plan henvises der af naturlige årsager til adskillige gange i årsrapporten 2009 og selvom det pointeres, at der er tale om et ambitiøst mål, og at opfyldelsen af de fremtidige forventninger er behæftet med en vis usikkerhed, så fastholdes planen på trods af det utilfredsstillende 2009.

Men når Auriga fortæller, at man fokuserer på udvikling og vækst, og at man kun gennem "fortsat udvidelse og fornyelse af produktprogrammet kan nå de ambitiøse mål for fremtiden", lyder det som en historie, man har hørt før. Nemlig fra en række ambitiøse selskaber op til finanskrisen. Eksempelvis H+H International, Sanistål og DLH.

Fælles for disse selskaber var, at de havde store planer om vækst, og forsøgte at gennemføre disse planer for lånte penge. Finanskrisen tog desværre livet af en lang række af disse planer, og idag er en del af de tidligere så ambitiøse selskaber sat under administration af deres finansielle kreditorer.

I den forbindelse bemærker man note 25 i Aurigas årsregnskab, hvor det med lille skrift står, at Auriga brød betingelserne (covenants) for et lån på 200 mio. kr., idet netop overtrædelse af lånebetingelser har været et gennemgående træk for flere af de nu kriseramte selskaber med vækstplaner.

Vi bemærker dog, at selvom Auriga har forøget den rentebærende gæld fra 701 mio. kr. til 1909 mio. kr. på to år, er gældsprocenten for koncernen faktisk ikke nævneværdigt større end i 2006, hvor koncernen bestod af tre selskaber. En soliditetsgrad på 36,8 er bestemt heller ikke alarmerende.

Endelig bør det måske også nævnes, at Auriga i modsætning til en række mindre heldige selskaber har en kapitalstærk fond som hovedejer, så selskabets livsline er stærkere end de flestes, hvis noget går alvorligt galt.

Vi frygter således ikke for selskabets overlevelse, og måske viser "Fem-i-Femten" planen sig at blive den ønskede succes. Når vi alligevel sænker kursmålet for Auriga, skyldes det, at målsætningen bygger på nogen forudsætninger, som vi ser en betydelig usikkerhed i indenfor en tidshorisont på 2 - 3 år. Blandt andet meget uberegnelige forhold som vejret, finansieringsforholdene for landbruget, prisen på afgroder m.v. Alt sammen forhold, som kan ændre sig kraftigt. Også på kort sigt.

Med udsigt til et beskedent resultat før skat i størrelsesordenen 200 - 300 mio. kr. i 2010, er Aurigas aktuelle aktiekurs i høj grad baseret på opfyldelsen af alle forudsætninger flere år frem i tiden. Det anser vi for at være en lidt for optimistisk indstilling, som i bedste fald ikke giver grundlag for kursstigninger fra den aktuelle kurs.

Tre finanshuse offentliggjorde kursmål i forbindelse med Aurigas årsregnskab, og de lå i intervallet 100 - 119. Med en tidshorisont på seks måneder lægger vi os lige under dette interval med et kursmål på 98.

Bruno Japp

FAKTABOKS			
(mio. kr)	2009	2008	+/- (%)
Omsætning	5437,3	5663,5	-4,0
Primær drift	11,3	515,1	-97,8
Resultat f/skat	-106,8	401,6	-126,6

Yderligere baggrundsinformation kan findes på denne adresse i AktieUgebrevets selskabsdatabase:
<http://bestyrelsen.dk/databaser/borsselskaber/auriga>

”Ketchup-effekt” for Danske Bank?

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 et par uger og ikke som dybdegående selskabsanalyser.

A. P. Møller- Mærsk A

Aktuel kurs:

APM A kommenteres ikke, da kursen følger APM B.

A. P. Møller - Mærsk B

Aktuel kurs: 41800,00

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

Carlsberg B

Aktuel kurs: 461,50

Carlsberg vedtog i denne uge et udbytte på 3,50kr/aktie, og det pressede kursen lidt. Men overordnet set fortsætter stigningen. Det sker dog under en moderat omsætning, så et mindre tilbagefald mod 50 dages glidende gennemsnit i 408 vil ikke være overraskende.

D/S Norden

Aktuel kurs: 238,90

D/S Norden mangler stadig at passere den grænse ved 255, som hidtil har standset fremgangen. En stigning forbi det grænse vil være et købssignal.

Danisco

Aktuel kurs: 418,00

Danisco fortsætter stabilt opad, men står nu overfor en spændende udfordring. Nemlig mødet med modstanden ved 420. Brydes den modstand er der fri bane mod den tidligere top i 527 tilbage fra 10. maj 2006. *BJ ejer privat aktier i Danisco*

Danske Bank

Aktuel kurs: 135,00

Det er tilsyneladende umuligt for Danske Bank at

komme forbi modstanden ved kurs 140. Men bemærk, at kursbundene siden november i fjor har ligget højere og højere. Det øger presset mod kurs 140, og den risikovillige kan overveje at købe nu som spekulation i en ”ketchup-effekt”, hvis kurs 140 passerer. Den forsigtige investor afventer en stigning forbi 140 før et køb overvejes.

DSV

Aktuel kurs: 98,50

DSV arbejder sig støt og roligt opad, men så længe kursen ligger under toppen fra januar (103,50) er der kun tale om en sidelæns bevægelse. Afvent en stigning forbi den nævnte grænse før et køb overvejes.

FLSmidth & Co

Aktuel kurs: 386,00

FLSmidth ligger på niveau med kurstoppen fra begyndelsen af året, og en stigning forbi kurs 400 vil være et kraftigt købssignal. Omsætningen i aktien har dog været aftagende, så vi anser et snarligt tilbagefald til 50 dages glidende gennemsnit i 356 for at være det mest sandsynlige. Et sådant tilbagefald kan anvendes som en købsmulighed.

BJ ejer privat aktier i FLSmidth

Genmab

Aktuel kurs: 71,15

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

H. Lundbeck

Aktuel kurs: 102,80

Lundbeck brød i denne uge op gennem loftet i en faldende kurskanal med loft i 101 og bund i 93. En stigning forbi kurs 104 vil være et købssignal med et kursmål ved 115.

Jyske Bank

Aktuel kurs: 197,20

Jyske Bank angriber nu 50 dages glidende gennemsnit i 197 nedefra, men selv med en passage af den grænse er potentialet på kort sigt begrænset. Alle-rede ved niveauet omkring kurs 210 ligger nemlig en grænse, som Jyske Bank ikke har kunnet passere i snart et år. Afvent derfor en stigning forbi dette niveau før et køb overvejes.

”Ketchup-effekt” for Danske Bank?

NKT

Aktuel kurs: 305,50

NKT bevæger sig sidelæns i intervallet 280 - 320 og giver ikke anledning til yderligere kommentarer i denne uge.

Nordea

Aktuel kurs: 55,30

Efter en sidelæns bevægelse omkring kurs 56 ser det ud til, at Nordea nu gør klar til at forlade dette niveau. Stigningen torsdag sendte således Nordea op på den højeste kurs siden august 2008. Vi bemærker dog, at det skete under en meget moderat omsætning, så afvent for en sikkerheds skyld en stigning forbi kurs 60 før et køb bliver aktuelt.

Novo Nordisk B

Aktuel kurs: 435,00

Novo Nordisk vedtog i denne uge et udbytte på 7,50kr/aktie, og en udbytteudlodning sender altid aktiekursen tilsvarende ned på kort sigt. Korrigeret herfor fortsætter kursen dog opad, men vi fastholder, at et kursfald snart må indfinde sig. En RSI14-værdi på 82,0 i onsdags bekræfter dette. Et sådant kursfald vil være en god købsmulighed, hvis ikke man allerede har Novo Nordisk i porteføljen.

BJ ejer privat aktier i Novo Nordisk

Novozymes B

Aktuel kurs: 604,50

Novozymes fortsætter opad i sin stigende kurskanal, som p.t. har loft i 622 og bund i 561. Så længe kursen holder sig indenfor disse rammer, er Novozymes' stigning stabil.

Sydbank

Aktuel kurs: 147,30

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

Topdanmark

Aktuel kurs: 708,00

Topdanmark forsøger stadig at komme forbi kurs 700. En stigning forbi kurs 720 vil være signal om styrke, og kan sende kursen op omkring den seneste markante top. Det var niveauet omkring kurs 800 i oktober 2009.

TrygVesta

Aktuel kurs: 365,00

TrygVesta angriber nu for anden gang modstanden ved kurs 365, og at angreb nr. 2 sker under en højere omsætning end det første angreb i begyndelsen af marts er et positivt signal. Den forsigtige investor afventer dog en stigning forbi topniveauet fra oktober 2009. En stigning forbi kurs 400 vil være et købssignal.

Vestas Wind Systems

Aktuel kurs: 298,50

Vestas' stigning er sket under pæn omsætning, men det er dog ikke første gang Vestas har opført sig på denne måde. Og hver gang er det endt med et kursfald til et endnu lavere niveau. På kort sigt kan der være en gevinst på 5 - 10 procent at hente, men set i et længere perspektiv har Vestas endnu ikke forladt den nedadgående bane.

William Demant Holding

Aktuel kurs: 385,80

WDH bevæger sig sidelæns under modstandslinien ved 395 og 50 dages glidende gennemsnit, som også ligger i 395. Afvent en stigning forbi denne grænse samt kurstoppen fra januar i 420 før et køb overvejes.

Bruno Japp

Ugens stigninger og fald

1. Vestas Wind Systems	4,6%
2. TrygVesta	2,9%
3. H. Lundbeck	2,8%
4. Carlsberg B	2,2%
5. Jyske Bank	2,1%
6. FLSmidth & Co.	2,0%
7. Danisco	2,0%
8. DSV	1,8%
9. Novo Nordisk B	1,8%
10. D/S Norden	1,5%
11. Topdanmark	1,4%
12. Novozymes B	1,4%
13. NKT Holding	1,1%
14. William Demant Holding	0,5%
15. A. P. Møller - Mærsk A	0,2%
16. A. P. Møller - Mærsk B	-0,5%
17. Sydbank	-0,8%
18. Genmab	-0,8%
19. Danske Bank	-1,0%
20. Nordea Bank	-2,4%

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

Jobindex kaprer markedsandele fra konkurrenter

Jobportalen Jobindex fortsætter med at kapre markedsandele fra konkurrenter i et ellers faldende marked, viser det netop aflagt regnskab for 4. kvartal. Det oplyses, at Jobindex har flere brugerbesøg end de tre konkurrenter tilsammen, nemlig Jobzonen, ofir og Stepstone.

Til gengæld er hele det internetbaserede jobannoncemarked hårdt ramt, og Jobindex kom ud af 4. kvartal med et overskud før skat på 2 mio. kr. mod 8 mio. kr. i samme kvartal 2008. Forventningen lyder nu på 10 mio. kr. før skat i 2010, og det er 5 mio. kr. lavere end forventningen udmeldt efter 3. kvartal 2009 så sent som 9. november 2009.

Det oplyses, at Jobindex har givet faste kunder mulighed for at sprede deres såkaldte klippekort ud på en længere periode end den aftalte periode. Det kommer til at betyde, at årsresultatet for 2009 bliver ringere end udmeldt i 4. kvartals regnskabet:

”Det officielle årsregnskab for 2009 vil vi derfor

ændre regnskabspraksis således at indtægterne periodiseres på baggrund af en opgørelse af kundernes faktiske forbrug af jobannoncer. Det officielle årsregnskab for 2009 vil derfor afvige væsentligt fra ovenstående tal,” hedder det.

Vi vurderer, at Jobindex bliver en meget spændende og perspektivrig forretning at følge i fremtiden. På den korte bane indgår aktien ikke i vores investeringsunivers, dels på grund af de kortsigtede usikkerheder omkring udviklingen på det danske jobmarked, dels fordi aktien er ekstremt illikvid, med under én procent af aktierne i free flow.

Endelig anser vi den aktuelle børsværdi på 265 mio. kr. for dyr - ud fra årets forventning med en prissætning på ca. 40 gange overskuddet efter skat. En halvering af aktiekursen vil give et interessant entrépunkt, da vi langsigtet forventer fremgang i lønsomheden.

Morten W. Langer

Historisk set et dårligt købstidspunkt nu

Stemningen på aktiemarkedene er fortsat positiv, på trods af svage økonomiske nøgletal. Investorerne får derfor sværere og sværere ved at se, hvorfor aktierne fortsat skal stige: Spørgsmål er, om vi er tæt på toppen efter en positiv korrektion i et langsigtet bear marked? Eller om vi blot er i starten af et længelevende bull marked, som vil blive drevet frem af fortsat stigende overskud i virksomhederne? Under alle omstændigheder er der enighed om, at aktierne aktuelt handles til værdiansættelser, som er baseret på markant stigende overskud de kommende år.

Uanset hvad man tror på, er det faktum, at ”køb-og-behold” strategien det seneste 10-år har været en negativ oplevelse for de fleste aktieinvestorer. Amerikanske S&P 500 indeks har givet et afkast på minus 25 % for hele perioden, og danske aktier har et samlet afkast på plus 5 %.

Plexus Asset Management har undersøgt, hvad det betyder for investors afkast, når man går ind i aktiemarkedet med relativt høje værdiansættelser, målt på price/earning (som nu), og når man går ind i markeder med lave p/e-værdier. Afkastet er målt for S&P 500 indeks over rullende 10-årsperioder fra 1870 til i dag. Resultatet er måske ikke overraskende, men alligevel interessant:

I analysen er de løbende 10-årige markedsafkast ind delt i fem lige store grupper efter p/e-værdier. I den billigste gruppe med en gennemsnitlig p/e-værdi på 7,7 er de efterfølgende afkast 11,4 % årligt i det efterfølgende 10-år. I gruppe 3 med en gennemsnitlig p/e-værdi på 14,4, var afkastet 5,9 % årligt. Og i den dyreste gruppe med en gennemsnitlig p/e-værdi på 23,4 var det årlige afkast 2,8 %.

Analysen viser en klar sammenhæng mellem én- tre i perioder, hvor aktiemarkedet generelt er billigt, giver langt bedre afkast, end entré i perioder, hvor markedet er dyrt. Det er altovervejende sandsynligt, at aktiemarkedet for tiden skal opfattes som meget dyrt, fordi der er indiskonteret både et økonomisk opsving og betydeligt højere overskud.

Man kan ikke afvise, at selskaberne også i 1. kvartal 2010 overrasker positivt i forhold til analytikernes forventninger. Men fremgangen skal i høj grad stadig drives af omkostningsbesparelser og effektiviseringer, da hverken privatforbruget eller erhvervslivets investeringer stiger nævneværdigt. Analysen understøtter synspunktet om, at man p.t. bør gå efter billigere aktier udenfor de store kvalitetsaktier, som allerede er rigelig prissat.

Morten W. Langer

Potentiale i Lundbeck-aktien trods patentudløb

Lundbeck præsenterede i starten af marts måned et årsregnskab for 2009, der i det store hele levede op til forventningerne. Omsætningen steg knap 19% til 13,7 mia. kr., og var dermed en smule højere end selskabets egne forventninger, som lød på 13,1-13,6 mia. kr. Driftsresultatet steg 21% til 2,9 mia. kr. fra 2,4 mia. kr. i 2008 og med et resultat efter skat på 2,0 mia., hvilket ligeledes var en fremgang på 21% fra 2008-indtjeningen, som lå på knap 1,7 mia. kr.

Lundbeck har i det forgange år vundet markedsandele på de fleste af deres lægemidler, og salgsfremgangen var derfor også bredt funderet med undtagelse af Lexapro-salget i USA, som faldt tilbage med 1% til 2,45 mia. kr. Det europæiske salg af Ciprallex steg derimod med 10% til 4,83 mia. kr. båret af salgsfremgang i en række af de større lande.

Samlet set udgjorde antidepressiverne i 2009 56,5% af Lundbecks samlede salg mod 63,0% i 2008. Lexapro løber af patent i USA i 2012 og Ciprallex løber af patent i Europa i 2014.

Salget af Parkinson-medicinen Azilect steg 39% til 0,77 mia. kr. trukket stort set udelukkende af det europæiske marked. Lundbeck har nu færdigforhandlet en tilkudsftale for det franske marked, og herudover har selskabet indgået en licensaftale med Teva omkring markedsføringsrettighederne til Azilect i seks asiatiske lande heriblandt Kina og Sydkorea.

For Alzheimers midlet Ebixa var salgsfremgangen på 15% og landede således på 2,16 mia. kr. En tilkudsftale er for nylig forhandlet på plads med de kinesiske myndigheder, hvilket bør understøtte salget fremadrettet. Salget af Huntingtons lægemiddel Xenazine var 298 mio. kroner, og Lundbeck oplyser, at 2700 patienter enten allerede er under behandling med Xenazine eller venter på behandling.

Lundbecks øvrige salg, som primært omfatter salget for øvrige lægemidler underlagt det amerikanske datterselskab Lundbeck Inc., blev på 2,47 mia. kr., hvilket er en fremgang på hele 49%. Blandt andet er epilepsimidlet Sabril ved at blive rullet ud i USA efter markeds lanceringen fandt sted i september 2009.

For 2010 forventer Lundbeck en toplinevækst på 4-8% modsvarende en omsætning på 14,3-14,8 mia. kr., og der forventes et driftsresultat på 3,0-3,4 mia. kr. modsvarende en 5-19% fremgang.

Lundbeck og partneren Takeda meddelte i marts, at en række nye fase3 studier med antidepressiverne Lu AA21004 og Lu AA24530 er under opstart. I 2. kvartal iværksættes fire nye studier med Lu AA21004, som vil omfatte i alt 2000 patienter med moderat til svær depression og ultimo 2010 igangsættes ligeledes fire studier med Lu AA24530.

I alt har Lundbeck syv produkter i klinisk udvikling, som har passeret proof of concept stadiet (fase2) og i alt ser selskabet mulighed for 5-6 nye produktlanceringer inden 2014, hvis pipeline udvikler sig optimalt.

I forbindelse med årsregnskabet har Lundbeck meldt ud, at man senere i år forventer at præsentere estimer for omsætningen for 2012 og årene fremefter. Da Lexapro som i dag omsætter for 2,5 mia. kr. løber af patent i 2012, er det noget, der imødeses med spænding. Lundbecks adm. dir. har allerede meldt ud, at omsætningen i 2012 som minimum vil nå 2009-niveauet, men mere præcise udmeldinger har hidtil ikke været fremlagt.

Lundbeck er på rette vej

Vi vurderer dog, at Lundbeck er på rette vej og allerede har reduceret afhængigheden af Lexapro betydeligt. Således udgør Lexapro salget nu blot 18% af den samlede omsætning. Herudover har Lundbeck efterhånden opbygget en fornuftig bagvedliggende pipeline, ikke mindst takket være opkøbet af Ovation i USA, som har bidraget med blandt andet Xenazine og Sabril samt en række mindre lægemidler. Vi vurderer, at disse to lægemidler alene vil kunne opnå et salg på mere end 1 mia. kr. i 2012 og fremefter. Herudover er den helt store joker i Lundbecks pipeline depressionsmidlerne Lu AA21004 og Lu AA24530, hvor vi påregner markeds lancering i 2014, såfremt udfaldet af fase3 studierne er positivt.

Lundbeck-aktien handles netop nu til kurs 102,80kr., hvilket modsvarer en markedsværdi på lige godt 20 mia. kr. og en estimeret P/E for 2010 på blot 9. Vi mener derfor fortsat at worst case scenario er indregnet i aktien, og at downside er yderst begrænset uagtet Lexapro patentudløb om blot et par år. Vi justerer vores 12-måneders kursmål til 126 kr. pr. aktie og fastholder en overordnet købsanbefaling.

Peter Aabo, BiotekAnalyse.dk

Flügger kommer styrket ud af finanskrisen

I Flüggers halvårsregnskab fortalte man om en overraskende positiv salgsudvikling, og under forudsætning af at denne udvikling fortsatte, opjusterede man forventningerne til hele året. Omsætningen forventedes nu kun at falde med 6 - 7 procent (mod tidligere forventet 13 procent), og EBIT forventedes at slutte omkring 100 mio. kr. (mod tidligere forventet 56 mio. kr.)

Nu er Flügger så kommet frem til tredje kvartal, og de positive tendenser fortsætter. Det fører dog ikke til yderligere konkrete opjusteringer, men blot en konstatering af, at forretningsåret 2009/10 vil "lande på den positive side af de i halvårsrapporten anførte forventninger."

Efter årets første tre kvartaler er omsætningen 5,6 procent under omsætningen på samme tidspunkt i fjor, og EBIT er på 105,6 mio. kr. Selvom der korrigeres for en goodwillnedskrivning i 2008/09 på 17 mio. kr. er der stadig tale om en EBIT-fremgang på 38,3 mio. kr. på trods af et omsætningsfald.

Selvom Flüggers omsætning er sæsonafhængig

betyder selskabets forskudte regnskabsår, at fjerde kvartal i regnskabsåret også er overskudsgivende, så formuleringen i tredje kvartalsregnskabet om at lande på den positive side af forventningerne, må betragtes som meget forsigtig.

Flügger har også været ramt af finanskrisen, men på grund af en særdeles stærk finansiel situation med en rentebærende nettoliquiditet (på dansk: ingen gæld) har man været i stand til at få vendt situationen positivt. Omkostningerne er således reduceret betydeligt, samtidig med at man har været i stand til at fastholde væksten. Det er således pr. 1. marts besluttet at etablere et datterselskab i Tjekkiet, hvor der skal etableres et butiksnæ. Seks butikker etableres allerede i indeværende kalenderår.

Flügger bliver ganske givet et af de selskaber, som kommer styrket ud af finanskrisen. Dette forhold er dog allerede indregnet i aktiekursen, som vi anser for at være rimelig ved det nuværende niveau.

Bruno Japp

Glunz & Jensens overskud har bidt sig fast

Glunz & Jensen minder på mange måder om den klassiske historie om humlebien, som teoretisk set ikke kan flyve. Men som gør det alligevel.

Glunz & Jensen producerer til den globale prepress-industri, og var et selskab i krise i adskillige år, inden det blev almindeligt på grund af finanskrisen. Faldende omsætning har været reglen frem for undtagelsen, og vi skal tilbage til 2006/07 for at finde det seneste overskud på bundlinien.

Men selskabet har kæmpet ufortrødent videre og rationaliseret, effektiviseret o.s.v. til den store guldmedalje. Og nu ser det ud til, at indsatsen belønnes.

I det netop aflagte tredje kvartalsregnskab er omsætningen ganske vist som sædvanligt faldet, så den med 195,8 mio. kr. efter årets første tre kvartaler er 24 procent lavere end på samme tidspunkt i fjor. Men på trods af dette voldsomme dyk er resultatet af den primære drift excl. goodwillafskrivninger steget fra et minus på 9,5 mio. kr. til et overskud på 7,8 mio. kr.

Samtidig har Glunz & Jensen leveret et frit cash

flow på 10,2 mio. kr., som er anvendt til at nedbringe den rentebærende gæld til kun 29,7 mio. kr.

Som konsekvens af denne positive udvikling opjusterer man nu forventningerne til EBITA fra blot at være "væsentligt bedre" end sidste års underskud på 19,3 mio. kr. til et positivt resultat.

Med en stabilisering af omsætningen på det nuværende niveau, en potentiel gevinst fra salg af bygninger og fuld effekt af omfattende omkostningsreduktioner tyder mere og mere på, at Glunz & Jensen kommer levende gennem krisen.

Der er naturligvis en risiko for, at bunden i Glunz & Jensens marked endnu ikke er nået, og det bør indregnes i aktiekursen som en rabat.

Men med en markedsværdi på kun lidt over halvdelen af den indre værdi bør der på trods heraf være et interessant potentiale for den langsigtede risikovillige investor. Det er sandsynligvis også baggrunden for, at kursen er steget med mere end 50 procent i år.

Bruno Japp

Vi er en smule foran de internationale børser

Det går stadig ganske udmærket på den danske børs, og det kan vi jo glæde os over. Men samtidig bliver man som ansvarlig investor nødt til at stille sig selv spørgsmålet, om stigningen bliver ved?

Selvom vi naturligvis gerne vil bryste os af dansk selvstændighed, er vi på det økonomiske plan knyttet uløseligt sammen med de større lande omkring os. Og derfor vil der også være en naturlig sammenhæng mellem udviklingen på det danske aktiemarked og udviklingen på de internationale markeder.

Et af de oplagte steder at kigge, når vi skal undersøge, om stigningen på den danske børs er en midlertidig boble, er derfor de store udenlandske aktiebørser. Hvis Københavns Fondsbørs bevæger sig i modsat retning af aktiemarkederne i USA, Tyskland m.v., er det sandsynligt, at der er tale om en midlertidig afvigelse.

En sådan sammenligning har vi lavet i de to figurer nedenfor i højre spalte, som viser udviklingen i Danmark, USA og Tyskland det seneste år. Den 1. januar 2010 er sat til indeks 100 i begge figurer.

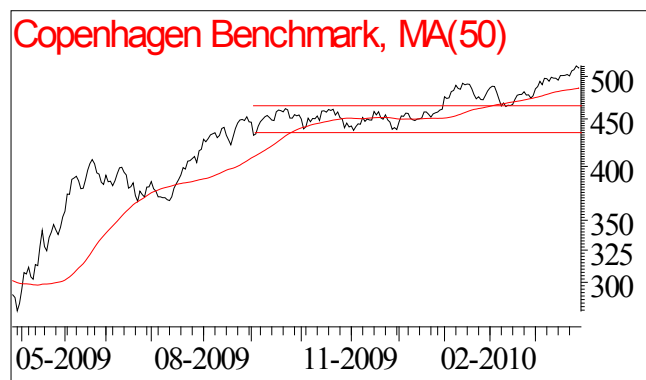
Det danske aktiemarked startede fra et lidt lavere udgangspunkt i foråret 2009 end de to øvrige markeder, men den forskel var elimineret allerede inden sommerferien. Og derefter fulgtes graferne ad helt frem til årsskiftet 2009/10, hvorefter Danmark har lagt afstand til både USA og Tyskland.

Tilsyneladende har man ikke den samme tradition for et "januarrally" i USA og Tyskland, som vi har haft i Danmark de seneste par år, og den pessimistiske investor kan vælge at betragte den aktuelle distance mellem Danmark og USA/Tyskland som midlertidig.

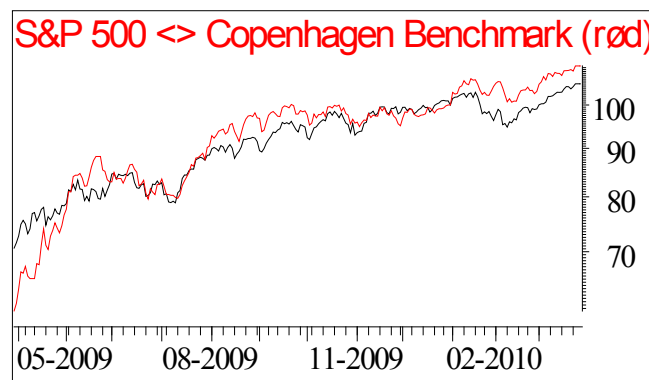
En sådan betragtning kan begrunde et kursfald på 6-8 procent, men det vil stadig efterlade det danske marked med et plus for hele året.

Selvom kurserne måske snart skal korrigeres lidt ned, så viser figurerne, at kursstigningerne ikke repræsenterer en uholdbar dansk enegang, men følger en god international stemning. I hvilket omfang den så er berettiget er et helt andet spørgsmål, som vi behandler nærmere på side 9.

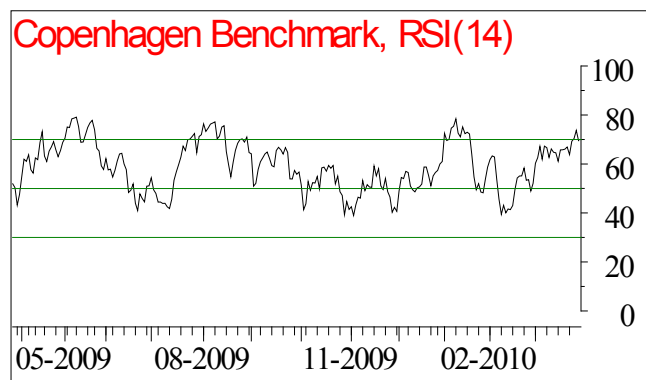
Bruno Japp



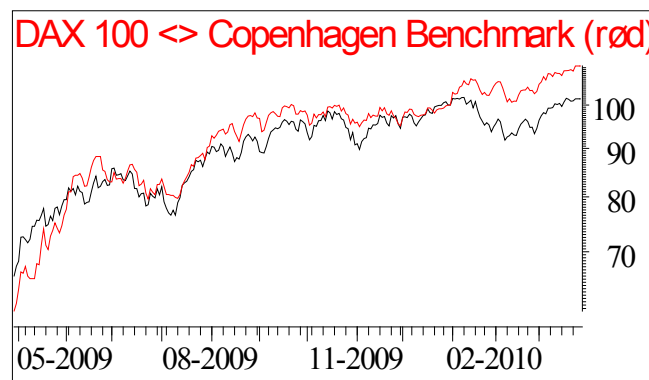
BCVIEW



BCVIEW



BCVIEW



BCVIEW

Note: 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. "Copenhagen Benchmark" hedder officielt OMXCBCAPGI og består af de 50-80 største aktier noteret på OMX Den Nordiske Børs København ("Københavns Fondsbørs").

USA-obligationsrente i opadgående udbrud

Den amerikanske obligationsrente er den seneste uge brudt op i ny territorium, og det kan være starten på en længere rentestigningsperiode. Den effektive rente på en 10-årig Treasury Bond er i denne uge brudt markant op gennem en faldende trendlinje, som kan føres tilbage til december 2009.

I første omgang ser vi det som et rent teknisk signal, som kan blive selvforstærkende. Det kan også meget vel signalere en kommende periode med massive rentestigninger, som løftes frem af myndighedernes enorme finansieringsbehov, som dækkes ind med obligationssalg. På sigt vil en stigende amerikansk obligationsrente også smitte af på den europæiske – og danske – obligationsrente. Samtidig vil det med stor sikkerhed lægge pres på aktiemarkedet.

AktieBarometeret begynder tillige nu at pege nedad på flere fronter, blot ikke de signaler, som afspejler udviklingen på selve aktiemarkedet. Meget tyder dermed på, at der bagved de fortsatte kursstigninger i de overordnede aktieindeks ligger en begyndende udmattelse. Scoren i Aktiebarometeret går samlet set tilbage i denne uge fra 1,2 point til 0,8 point – i det overordnede udfaldsrum mellem minus to og plus to.

Signalet for aktietendens for det toneangivende amerikanske S&P 500 indeks går faktisk i denne uge frem med et point til maksimumscoren på to. Det sker efter at aktietendensen, målt på MACD, nu er stigende på både kort og langt sigt. MACD på månedsbasis er dog kun lige rykket ind i positivt territorium, efter de seneste ugers stigninger. Og MACD på dagsbasis er tæt på at gå i nedtrend.

Udmattelse i aktiemarkedet

Andre forhold peger på udmattelse i det generelle aktiemarked: For det første har de store kvalitetsaktier ikke mere energi i sig, og de seneste kursstigninger synes at være de sidste krampetrækninger. Især de mindre sidepapirer har trukket markedet op. Det kommer klart til udtryk i Børsmæglerbarometeret, som tracker de udenlandske finanshuses nettohandel i de større danske enkeltaktier.

Opdateringen i sidste uge viste for første gang i lang tid et samlet nettosalg i danske storaktier. Det skyldes mere manglende nettokøb end stort net-

tosalg. Der var dog større nettosalg i blandt andet Vestas, der efter nogle nye større ordrer er kommet flot tilbage den seneste uge.

For det andet har omsætningen i de store aktier været tynd. Det fremgår af Aktieugebrevets Likviditetsbarometer, som tracker unormale omsætningshastigheder i de enkelte aktier. Også Insiderbarometeret viser nu et klart nettosalg. Flere uger i træk har insidersne i de hjemlige børsnoterede selskaber, d.v.s. direktører og bestyrelsesmedlemmer, været netto-sælgere af private aktier. Det drejer sig for de seneste uger blandt andet om insidersalg i Topdanmark og Rockwool.

Endelig er der klare svaghedstegn i signalet for Sektorrotation, hvor vækstaktierne ikke på samme måde som de foregående uger outperformer defensive aktier. Det kunne tyde på en pause eller et kommende tilbagefald i vækstaktier indenfor blandt andet industri, cykliske forbrugsgoder og materialer. Energiaktier har taget forskud på et skift til en mere negativ stemning og er allerede faldet en del tilbage.

Algoritmehandel vinder frem

Vi har et stykke tid ment, at aktiemarkedet var godt og grundigt afkoblet fra de fundamentale økonomiske forhold. En af forklaringerne kan være den stigende computerhandel, hvor der slet ikke er menneskehånd involveret. Tidens computerhandel kaldes algoritmehandel, da handelsprogrammerne er baserede på en række fastsatte forudsætninger, eksempelvis ultrahurtig handel baseret på mekanisk ordanalyse af børsmeddelelser fra selskaberne.

En analyse i Økonomisk Ugebrev for nylig afslører, at algoritmehandel det seneste halve år er fordoblet i en stor del af C20-aktierne, hvor mellem 30 og 35 procent af al aktieomsætning i blandt andet Danisco, Lundbeck, Vestas, Carlsberg og NKT alene er styret af maskiner.

Umiddelbart ses det som noget positivt med computerhandel, da det giver øget likviditet i de enkelte aktier og en mere effektiv kursdannelse. Til gengæld frygter skeptikerne, at algoritmerne ikke kan tage højde for alle situationer, og at handlen derfor kan komme ud af kontrol med store, ukontrollerbare kursudsving til følge.

Morten W. Langer

Udbyttebetaling i Novo Nordisk og Carlsberg

Basismodelporteføljen pr. 28/03-2010

Køb	Navn	Antal	Kurs	Købskurs	Udbytte	+/-	+/-
190609	Danisco	610	418,00	230,00	4.575	118.662	84,6%
150909	Coloplast	360	610,00	413,00	2.520	72.888	49,0%
020609	Brdr. Hartmann	1.750	105,00	79,50	0	44.141	31,7%
210909	Ambu	1.500	130,50	100,00	2.250	47.481	31,7%
021209	Novo Nordisk B	465	435,00	344,75	3.488	44.910	28,0%
160210	FLSmidth	480	386,00	331,30	0	25.740	16,2%
230210	Carlsberg B	400	461,50	401,30	1.400	24.962	15,6%
170310	Rockwool International B	280	583,00	569,00	0	3.436	2,2%
200110	H. Lundbeck	1.500	102,80	103,80	0	-1.965	-1,3%
-	-	-	-	-	-	-	-

Gevinst/tab på seneste fem solgte aktier

111209	ALK-Abelló	350	419,50	433,50	0	-5.348	-3,5%
050210	Novozymes	295	526,50	542,50	0	-5.193	-3,2%
050210	DSV	1.675	88,85	95,35	0	-11.350	-7,1%
050210	Per Aarsleff B	285	555,00	567,00	0	-3.900	-2,4%
050210	FLSmidth	520	323,70	309,00	0	7.150	4,5%

Startkapital pr. 10/8-2003	500.000	Basisporteføljen, i alt	292,9%
+ realiseret gevinst	1.084.115	Basisporteføljen, 2010	11,4%
+ urealiseret gevinst	380.255	Copenhagen Benchmark, i alt	151,0%
= kapital	1.964.370	Copenhagen Benchmark, 2010	10,8%

Det har været en tilfredsstillende uge for Basismodelporteføljen, som ligger en anelse foran markedets gennemsnit indtil nu i år. Det er bedre end forventet, da vi normalt kalkulerer med at ligge en smule efter markedet i stigningsperioder.

I denne uge er der vedtaget udbyttebetaling i to af modelporteføljens aktier. Nemlig Novo Nordisk, som udbetaler 7,50 kr/aktie i udbytte, og Carlsberg, som udbetaler 3,50 kr/aktie.

Udbetalingen blev besluttet på de to selskabers årlige generalforsamlinger, og selvom den kontante udbetaling først sker på et senere tidspunkt, påvirker det alligevel kursen allerede nu. Dagen efter generalforsamlingen falder kursen nemlig traditionelt med det samme beløb pr. aktie, som det blev besluttet at udbetale.

Årsagen er, at det kun er de aktionærer, som ejer aktier på tidspunktet for udbyttebeslutningen, som

modtager udbyttet. Køber man aktien dagen efter generalforsamlingen må man altså vente til næste år med at få del i årets udlodning. Også selvom den kontante udbetaling først sker senere.

Omkring de øvrige aktier i porteføljen bemærker vi, at H. Lundbeck tilsyneladende begynder at røre på sig. Nu er det store spørgsmål så, om kursen blot har nået en top inden en ny nedtur. Eller om den er ved at bryde den lange nedadgående trend, og dermed lægger op til en gevinst på ti procent eller mere. Indtil videre ligner det mest det positive scenario.

Vi har stadig mulighed for at lægge en enkelt aktie mere i porteføljen, og den mulighed er vi ikke afvisende overfor. Men p.t. ser vi ikke noget tilstrækkeligt attraktivt tilbud til at udnytte muligheden.

Bruno Japp

BJ ejer privat aktier i Danisco, FLSmidth, Brdr. Hartmann og Novo Nordisk.

Basisporteføljen er en fiktiv portefølje, som er AktieUgebrevets bud på, hvordan en privat portefølje kan administreres. De oplyste kurser var gældende på tidspunktet for handlerne, og da kursen på en konkret aktie straks påvirkes af nye købs- og salgsordrer, kan en handel ikke nødvendigvis kopieres til samme kurs. Vi anbefaler derfor, at modelporteføljen anvendes som inspiration og ikke til kopiering. Ved alle handler beregnes kurtageomkostninger på 0,125%. Dog minimum 65kr.

Greentech bryder seks måneders nedtrend

Spekulationsmodelporteføljen pr. 28/03-2010

Køb	Navn	Antal	Kurs	Købskurs	Udbytte	+/-	+/-
150310	Schouw & Co.	385	124,00	108,00	0	6.026	14,5%
261109	BioPorto	6.300	7,25	7,15	0	494	1,1%
240310	GN Store Nord	975	32,90	33,10	0	-292	-0,9%
221208	Greentech Energy Systems	4.100	21,00	22,35	0	-5.802	-6,3%
-	-	-	-	-	-	-	-

Gevinst/tab på seneste fem solgte aktier

110110	Xact Bear	1.300	23,56	28,64	0	-6.706	-18,0%
250110	A. P. Møller - Mærsk B	1	42.520,00	41.790,00	0	604	1,4%
040210	Genmab	375	98,50	89,35	0	3.326	9,9%
150310	Xact Bear	1.700	23,41	24,98	0	-2.792	-6,6%
240310	Xact Bear	1.400	23,00	24,81	0	-2.634	-7,6%

Startkapital pr. 04/01-2004	150.000	Spekulationsmodelporteføljen, i alt	41,1%
+ realiseret gevinst	61.187	Spekulationsmodelporteføljen, 2010	-3,4%
+ urealiseret gevinst	427	Copenhagen Benchmark, i alt	116,1%
= kapital	211.614	Copenhagen Benchmark, 2010	10,8%

Efter stærk kursfremgang de seneste uger, har Greentech-aktien nu bekræftet skift til en positiv trend efter seks måneders nedtrend. Tre vigtige begivenheder kan på den korte bane være med til at køre aktien op omkring kurs 28, eller med ca. 30 %.

For det første blev det svenske vindmølleparkselskab Arise børsnoteret i fredags til en overraskende høj værdiansættelse. På baggrund heraf burde Greentech som minimum ligge på kurs 40-45 svarende til indre værdi.

Som vi skrev i en Update Mail fredag trækker det dog ned i værdiansættelsen af Greentech, dels at det tidligere milliardærklub-mærkat stadig klæber til selskabet, også selvom personkredsen nu er ude at billedet. Og dels er der et udestående omkring ekstern finansiering af de kommende projekter.

For det andet må det således forventes, at Greentech ved aflæggelsen af årsregnskab mandag vil løfte sløret for netop planer vedrørende fremtidig ekstern finansiering. Markedet har frygtet en kapitalforhøjelse, og hvis det klart meldes, at det ikke ligger i kor-

tene, er det klart positivt. En offensiv løsning omkring finansiering på 1-2 års sigt vil også være klart positivt.

For det tredje vil Greentech uundgåeligt generere cash flow fra driften af de første tre italienske vindmølleparker på 125-150 mio. kr. i år.

De to andre nye poster i Spekulationsporteføljen er Schouw & Co. og GN Store Nord. Schouw-aktier er steget ganske pænt siden vores køb, blandt andet på grund af kursgevinster i Vestas. Vi mener dog fortsat, at aktien er billig i forhold til vores fastsatte kursmål omkring 160-180, mod den aktuelle kurs på 124.

For GN Store Nord vurderer vi fortsat, at aktien har et efterslæb til konkurrenterne, opsparet gennem de seneste seks måneder. Samtidig ligger der en mulig præmie oveni, da der helt sikkert kommer en erstatning fra den polske retssag, skønsmæssigt på 8-10 kroner pr. aktie. Vi bemærker, at der fortsat er solid udenlandsk købsinteresse for aktien.

Morten W. Langer

MWL ejer privat aktier i Greentech og BioPorto

Note: Der er tale om en fiktiv portefølje. Ved alle handler beregnes kurtageomkostninger på 0,125%, dog minimum 65kr

Schouw & Co stiger i tyndt marked

C20	Volumen (+/-)	Kurs	Øvrige	Volumen (+/-)	Kurs
H. Lundbeck	36%	2,8%	Auriga Industries B	243%	-0,5%
William Demant Holding	16%	0,5%	PARKEN Sport & Entertainment	118%	-9,0%
Novo Nordisk B	12%	1,8%	H+H International	104%	4,6%
TrygVesta	12%	2,9%	Jeudan	100%	0,7%
Danisco	5%	2,0%	Schouw & Co.	95%	6,4%
Jyske Bank	5%	2,1%	Bavarian Nordic Research Inst.	83%	1,7%
NKT Holding	4%	1,1%	Topsil Semiconductor Materials	81%	-2,3%
Topdanmark	0%	1,4%	TK Development	58%	3,0%
Vestas Wind Systems	-2%	4,6%	GN Store Nord	55%	4,1%
Danske Bank	-8%	-1,0%	Harboes Bryggeri B	42%	3,2%
Sydbank	-13%	-0,8%	D/S Torm	24%	4,4%
DSV	-18%	1,8%	Vestjysk Bank	22%	-2,9%
Nordea Bank	-19%	-2,4%	Ringkjøbing Landbobank	13%	-0,2%
Novozymes B	-21%	1,4%	Bang & Olufsen	8%	5,5%
D/S Norden	-34%	1,5%	Ostasiatiske Kompagni	7%	4,9%
Carlsberg B	-39%	2,2%	Greentech Energy Systems	7%	10,0%
FLSmidth & Co.	-42%	2,0%	G4S plc	0%	0,9%
A. P. Møller - Mærsk A	-43%	0,3%	U.I.E. (DKK af 10 USD)	-3%	-3,9%
A. P. Møller - Mærsk B	-44%	-0,5%	SimCorp	-19%	-2,4%
Genmab	-49%	-0,8%	Per Aarsleff B	-20%	0,0%

Tabellerne viser, hvilke aktier, der er handlet mere i 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.

Ovenstående er blot et eksempel på de oplysninger, man kan finde i AU Professionel, som bl.a. også indeholder detaljerede oplysninger om hvilke aktier de store finanshuse køber eller sælger netop nu.

AU Professionel indeholder også en oversigt over insiderhandlerne i et givent selskab, hvilket kan give en indikation om holdningen hos de personer, som har det største kendskab til et bestemt selskab.

Abonnement på AktieUgebrevets analyseredskab AU Professionel tegnes på www.aktieugebrevet.dk. Nuværende abonnenter skal logge ind på den personlige side først. Læs detaljeret brugerguide her: www.aktieugebrevet.dk/professionel

AKTIEUGEBREVET UDGIVES AF:

AktieUgebrevet ApS
 Slagtehusgade 4-6
 1715 København V
 Redaktionens tlf. 70 23 40 10
 E-mail: kontakt@aktieugebrevet.dk
 Hjemmeside: www.aktieugebrevet.dk

ANSVARSHAVENDE CHEFREDAKTØR

Morten W. Langer

ANNONCER OG BANNER

Mads Buus Kragegaard
mbk@bestyrelsen.dk
 Tlf. 69 60 82 05 / Mobil 61 68 12 19

REDAKTION

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

BOGHOLDERI

Jørgen Olsen
jol@mm.dk

ABONNEMENT

12 måneder 1645 kr. incl. moms (44 numre)
 6 måneder 950kr incl. moms (22 numre)
 3 måneder 595kr incl. moms (11 numre)
www.aktieugebrevet.dk/tilmelding

EGET TRYK - ISSN 0909-1165

KOPIERING IKKE TILLADT