



## Alm. Brand *Modelportefølje*

Vi øger vores europæiske eksponering og tager toppen af danske regnskabskald

Ser vi på de europæiske aktier, handler de værdisætningsmæssigt både relativt men også absolut på meget lave niveauer. Set i forhold til US-aktier handler europæiske aktier med en historisk høj rabat. Ser vi på, hvor vi er i forhold til cyklus, handler europæiske aktier markant under deres historiske gennemsnit. Det i sig selv er selvfølgelig ikke nok til at øge sin eksponering, men vi ser de mulige forhold, der driver den store rabat, bølge af i de kommende seks måneder herunder politisk uro, lav økonomisk vækst i H2 2018 samt lav vækst i Emerging Markets, som vi ser være hovedårsagerne.

Vi ser mulighed for, at en udskydelse af handelskrigen samt stimuli vil betyde bedre nøgletal i Kina og stabilisere væksten i EM-regionen. Da Europa er en region, der er tungt eksponeret mod Emerging Markets, kan det give et boost til økonomierne.

Lav vækst i H2 2018 er delvist trukket af midlertidige forhold (tysk bilindustri samt lavvande i Rhinen). Ser vi lidt fremad, kommer der et boost fra lavere oliepriser samt finanspolitiske stimuli. Vi har nu også fået nedjusteret vækstforventninger, hvilket giver mulighed for større overraskelser.

Udspiller ovenstående scenarie sig, er der også risiko for, at USD bliver svækket, måske endda rimelig kraftigt i forhold til Euro. Vi er meget eksponeret mod USD i vores

modelportefølje. Vi ser en lille risiko for, at opside i de aktier, vi ligger med, måske ikke helt modsvares af valutarisikoen.

Vi sælger derfor Teradyne (TER) i vores modelportefølje (vi sænker vores andel til 0% fra 3,6%). Investorer med 2-5 års tidshorisont kan bare se bort fra denne justering, idet vi langsigtet ser en meget stærk strukturel opside i COBOT-mulighederne. På kort sigt (3-6 måneder) ser vi dog fortsat risiko for, at selskabet kan skuffe. COBOT-segmentet kan ikke helt holde hånden over chiptest-eksponeringen, og skulle markedet tage fejl på chipsektoren, vil vi se en bund i 1. kvartal 2019. Set på kortsigtede nøgletal er vi heller ikke så langt fra en fair værdi på USD 40-45 pr. aktie. Der ligger derfor ikke nogen god beskyttelse her.

Vi sælger US bank ETF (iShares S&p500 fin.) ud af vores modelportefølje (vi sænker vores andel til 0% fra 5,5%). Dette er et rent strategisk træk for at øge vores eksponering mod Europa. Desuden ser vi markant større opside i de europæiske banker, som handler på recessionsniveauer, hvorimod de amerikanske handler nogenlunde på niveau med historiske gennemsnit. Vi har en stor bankeeksponering i vores modelportefølje gennem de to europæiske banker BNP OG INGA.

Vi tager en smule af toppen i Vestas (VWS) igen. Aktien er steget tæt på 10%, siden vi øgede vores vægtning markant i sidste uge (vi sænker tilbage til andelen, før vi købte ind i forrige torsdag). Vi sælger de 3,4%, som vi tog på i forrige uge, men vi vil fortsat ligge med en vægt på 7,9% og ser fortsat Vestas som en af vores absolutte top-picks i 2019. Værdiansættelsesmæssigt og teknisk ser vi dog aktien være lidt mere udfordret på den korte bane.

Vi sælger 3 procentpoint i Novo Nordisk (NOVOB). Vi hævede vores andel i slut november og sænker vores andel til 3,7%. Aktien har nu priset til, at selskabet er gået fra at skuffe til at levere (har for nyligt aflagt første regnskab i fem kvartaler, der gav kursfremgang, hvilket var vores kortsigtede case). Teknisk er aktien udfordret på den korte bane, og udlandet vil fortsat ikke købe +2020-casen med den store eksponering mod USA (frygt for priser). Vi fastholder Novo i modelporteføljen, idet vi fortsat ser markedet tage fejl på +2020-casen, og vi ser også Novo komme løbende med et par opjusteringer (dog ikke i forbindelse med 1. kvartal).

Vi tager Siemens AG (SIE) med i vores modelportefølje med 5%. Aktien er sendt i jorden af en afvist fusion med

Alstom i deres Mobility-division (tog). Vi ser god mulighed for, at de vil arbejde med en børsnotering af divisionen i stedet for, og en US/EU-fusion kan heller ikke udelukkes. Siemens' seneste regnskab viste en god ordrebog, men svage marginer. Det ser vi lidt som et Vestas-problem og dermed er problemet i vores optik midlertidigt (svagt prissatte ordrer bagudrettet, som lige nu leveres). Holder vores forventninger for markedet beskrevet ovenfor, vil investorerne helt sikkert søge mod europæisk industri. Siemens har en dividend yield på 4% og handler med en rabat til sin historiske (gennemsnit) værdiansættelse på 15%.

Vi køber Akzo Nobel (AKZA) til vores modelportefølje med 5%. Akzo aflagde i går regnskab, som klart viste en bedre performance end frygtet i forhold til, hvad vi har set fra konkurrenter, om end de fravalgte at guide på 2019 (stadigvæk lidt usikkerhed om slutmarkeder i Kina og USA). De fastholdt dog deres 2020-målsætninger, som, hvis de lever op til dem, helt klart indikerer en stor opside til det nuværende kursniveau. AKZO er en af de største "selvhjælpshistorier" i det europæiske industrisegment, som modsvarer, at slutmarkeder måske ikke brager afsted. De har også en stærk balance, hvilket også afspejler sig i et større aktietilbagekøbsprogram, der starter 25. februar sammen med en større ekstraordinær dividende (EUR 2,5 mia. i aktietilbagekøb og EUR 1 mia. ekstraordinær dividende, ordinær dividende EUR 1,75 pr. aktie). Vi ser også en mulig konsolidering i coating-sektoren (maling) ligge i kortene, hvor Akzo sandsynligvis vil være på den sælgende side i en sådan konsolidering. En stærk balance er måske ikke den største driver lige nu, men vi skal ikke have meget markedsuro tilbage, før det eventuelt igen kan blive en faktor, der betyder merperformance i forhold til resten af markedet.

Samlet set øger vi vores kontantandel til 18,1%. Vi ser fortsat aktiemarkedet være i et mini "Goldilocks" med meget lave renter og ok vækst i virksomhedernes indtjening. Vi har dog fået reprisset en god del af det mitchmatch der lå i aktiemarkedets prissætning, samt hvad sandsynligheden for en recession måske i realiteten var (baggrunden for, at vi markant øgede vores eksponering mod aktiemarkedet i december).

Aktieomlægningerne er handlet til følgende kurser. Vestas er solgt til kurs DKK 555,8, og Novo er solgt til kurs 326,5, mens Siemens og Akzo Nobel købes til hhv. EUR 92,91 og EUR 78,87. De amerikanske aktier – Teradyne og US Bank ETF – sælges til dagens åbningskurs.

I forhold til vores ny princip, ligger vi et stop-loss ind på de nye ideer. Siemens (SIE) ligger vi ind med et stop-loss på EUR 86, mens Akzo (AKZA) ligger ind med et stop-loss ind på EUR 73,5 (korrigeres for ekstraordinær dividende den 25. februar). Aktierne skal lukke under disse niveauer før, at vi sælger vores position. Er du i tvivl om eller ikke bekendt med de nye muligheder i Alm. Brand Trader, kan du se videoen "Sådan handler du" her, eller kontakte os.

---

## Venlig hilsen

### Michael Friis Jørgensen

Chef aktieanalytiker

[abmifj@almbrand.dk](mailto:abmifj@almbrand.dk)

### Julie Mørch Sørensen

Junior analytiker

[abjuso@almbrand.dk](mailto:abjuso@almbrand.dk)

Dette materiale er udarbejdet af Investeringsrådgivning i Alm. Brand, som en del af Finansielle Markeder i Alm. Brand Bank A/S, datterselskab af Alm. Brand A/S. Alm. Brand Bank A/S er en finansiell virksomhed, der er underlagt tilsyn af Finanstilsynet.

Materialet udgør markedsføringsmateriale og kan ikke anses for at være en investeringsanalyse. Der gælder ikke et forbud mod at handle værdipapirer forud for udbredelsen af materialet. Materialet er omfattet af bankens generelle ansvarsfraskrivelse for investeringsanbefalinger. For yderligere oplysninger se følgende link: [almbrand.dk/disclosure](http://almbrand.dk/disclosure).

[Alm. Brand Bank A/S](#)  
[Midtermolen 7](#)  
[2100 København Ø](#)  
[CVR-nr. 81 7535 12](#)



[almbrand.dk](http://almbrand.dk)  
[markets@almbrand.dk](mailto:markets@almbrand.dk)  
Telefon 35 47 35 40

