

Europa			USA		
DAX	Stoxx 600	OMX C25	Dow Jones	S&P 500	Nasdaq
0,2%	0,1%	0,0%	-0,1%	0,0%	-0,2%
Asien			US Futures		
NIKKEI225	Shanghai	Hang Seng	Dow Jones	S&P 500	Nasdaq
0,7%	-0,7%	-0,3%	0,1%	0,1%	0,0%

Kurser per 12-04-2019 08:57. Kilde: Bloomberg

- **Vestas – køb af viden, horisontal fremfor vertikal integration**
- **Novo – CEO med usædvanligt ønske om politisk indgreb**
- **ISS – gode tegn fra Sodexo, G4S-multipler**
- **Mærsk/Mærsk Drilling – nu igen i zonen for udskiftning**
- **Endelig i gang med regnskabssæsonen**

Vestas – køb af viden, horisontal fremfor vertikal integration

Vestas køber 25% af vindudvikleren Sowitec med option på at købe resten. Med en omsætning på ca. 30 mio. euro, vurderer vi en pris på omkring EUR 25 mio. for købet. Købet er derfor i sig selv ikke noget, der påvirker Vestas' resultater, balance samt mulighed for udlodninger. Det følges hurtigt op på formandens melding om, at de vil have en større del af det lukrative marked for udvikling af vindparker.

Vores syn på skridtet ind i denne del af markedet er lidt blandet. Man skal blot læse bogen om Vestas for at vide, at det sidste gang ikke ligefrem var en succes. Desuden kan vi godt se lidt problemer på sigt, hvis Vestas virkelig begynder at konkurrere med deres kunder. Markedet er dog så fragmenteret, at det næppe bliver et stort problem. Strategisk giver det god mening. Vestas har en enorm viden om opstilling af optimale parker og køber sig nu til den "know how" i den første del af fasen. Ingen tvivl om at markedet forventer god profit i udviklerne, man behøver blot at se på Ørstedes markedsværdi. Det giver også god mening, at Vestas bruger deres balance der fremfor at købe direkte producentkonkurrenter. Suzlon kan måske give mening på grund af, at det giver adgang til markeder, men er det ikke teknologi der købes, giver det ikke mening at købe nødlidende små og mellemstore konkurrenter.

Der vil sikkert blive skrevet meget om det i dag, men så rettes fokus tilbage på den nuværende forretning. Her er casen stærk, vækstmomentum ser rigtig godt ud i de kommende år, og serviceforretningen får flere analytikere til at løfte deres værdisætning af Vestas lige nu. Alle investorer vil ind i grøn energi. Vi fastholder vores høje andel i modelporteføljen af Vestas-aktier, og næste niveau vi spejder efter at lave ændringer på er DKK 630-niveauet.

Novo – CEO med usædvanligt ønske om politisk indgreb

Novos CEO var lidt overraskende for en pharma-chef ude at tale om, at politikerne var nødt til at gribe ind med politisk handling mod priserne. Det kan koste kortsigtet på indtjeningen, men skal nok ses i erkendelsen af, at sundhedsudgifter i USA skal under kontrol på et eller andet tidspunkt. Vi ser også Novo stå rimeligt stærkt, hvis der skulle komme et mere værdibaseret system på det amerikanske marked (betaling for de reelle besparelser, produkter giver).

Vores syn er fortsat, at der ikke kommer massive ændringer på mellemsigt (masser af politisk opbakning, men de kan ikke blive enige om måden). Det betyder, at vi fortsat har en lille andel af Novo i modelporteføljen på momentum i 2019-resultater, og mulighed for at markedet køber sig ind i +2020 casen. Vi tror dog, at investorer vil holde en større risikopræmie på sektoren end historisk set. Vi ser derfor risiko for, at Novo-aktien vil møde modstand i de nuværende kursniveauer.

ISS – gode tegn fra Sodexo, G4S-multipler

Sodexo-regnskabet overraskede vækstmæssigt lidt til den positive side i går, hvilket sender et lille positivt signal om, at

de svage makroøkonomiske tal i 1. kvartal ikke generelt har ramt sektoren. Evt. bud på G4S sender også et signal om, at der kan betales gode multipler i sektoren.

Vores meget positive syn på ISS er dog primært baseret på to forhold. Markedet har endnu ikke købt sig ind i den nye strategiplan, hvilket skyldes, at de først skal vise noget i regnskaberne, der understøtter at væksten kan flytte sig mod 4-6% langsigtet vs. 3-4% historisk set. ISS har den sidste lange tid haft en underliggende 3-3,5% vækst. Vi ved, at større kontrakter i år giver 4%. Der er altså god sandsynlighed for, at man lander i den høje ende af guidanceintervallet og med blot lidt mere medvind rent faktisk overgår guidance. Når der sker, ser vi markedet købe sig ind i den nye strategiplan og fjerne rabatten på ISS til deres konkurrenter svarende til DKK 240-250-lejet. Yderligere præmie kan kræve lidt længere tid med +5% vækst i regnskaberne. Allerede fra dette kvartal begynder effekten af nye større kontrakter at påvirke regnskabet.

Mærsk/Mærsk Drilling – nu igen i zonen for udskiftning

Som vi skrev i sidste uge, så en vi en mulighed for at skifte Mærsk-aktien ud med Drilling-aktien, hvis Drilling igen skulle komme ned i DKK 510-515-lejet. Her handler den nu. Vi ser det som en for stor rabat til fair værdi på DKK 550-600 målt på indre værdi i Drilling. Mærsk-aktien har lige nu medvind af, at rater ser rimeligt stærke ud, og containermarkedet er et af de få fragtmærker med gode signaler. Som det ligger nu, vil vi se opjusteringer fra Mærsk. Vi har dog historisk set dette skifte hurtigt, og vi er fint tilfredse med ikke at løbe linen fuldt ud i Mærsk-aktien og jagte den sidste profit. Momentum i aktien lige nu er dog stærkt, og vi leder efter det rigtige niveau at sælge Mærsk-aktien fra i modelporteføljen.

Endelig i gang med regnskabssæsonen

De europæiske markeder havde endnu en dag som mange i denne uge, hvor der ikke har været nogen retning. Markederne endte marginalt i plus. Ingen tvivl om, at alle investorer har fokus på den startende amerikanske regnskabssæson for det næste signal. Rejsesektoren rejste sig en smule på udsdudt Brexit, ellers var der ikke nogle sektorer som sådan, der stak ud.

Herhjemme var der fokus på Pandora, som fik et lille comeback, men er nede med næsten 11% over de seneste 14 dage. Markedet fik besked om, at fabrikslukningen var planlagt, en nyhed der onsdag havde kostet en del på kursen. ISS udbetalte udbytte men korrigeret for dette, så de en rimelig stigning på gode Sodexo-meldinger. Bankerne sluttede også i plus på meldingen om, at de har solgt LR kredit og dermed fik lidt skjulte værdier frem i lyset.

USA handlede også relativt fladt afventende regnskabssæsonen, som starter i dag med J.P Morgan og Wells Fargo. Pharmasektoren led under udspil fra politikerne og fokus efter senatshøringer. Med markederne købt dybt ind i "Goldilocks" og alle de positive nyheder fra rente- og handelsfronten, er nye signaler fra selskaberne nødvendige for at sætte en retning. Som vi har skrevet, er vi egentlig rimeligt optimistiske på den kommende regnskabssæson, der på overfladen vil fremvise en negativ udvikling. Estimerer er dog meget pessimistiske og er kommet godt ned i et kvartal, hvor vi har set svage makronøgletal. Mange af de cykliske selskaber har allerede guidet ned, og forventningerne er derfor lave. I det her miljø skal vi blot se lidt positive overraskelser for at fortsætte med at handle markedet op. Vi er dog ikke specielt optimistiske på, at det nødvendigvis bliver banker, der overrasker. Derfor kan vi skulle ind i næste uge, før vi ser positive signaler. Banker har haft massiv modvind på mange poster i dette kvartal.

I Asien handler markederne som resten af verden afventende på den amerikanske regnskabssæson.

Futures indikerer en lidt negativ åbning i Europa her til morgen