

4. kvartal 2025

Investorbrev – BankInvest Select Fokus Danske Aktier

Opsummering

- Det danske aktiemarked udviklede sig positivt i 4. kvartal, men under overfladen har der igen været stor spredning på enkelt-aktie-niveau, og investorerne jagter temaer, som kan modstå det geopolitiske og regelbaserede opbrud, der fortsat ryster verdensøkonomien.
- Porteføljen leverede et afkast på 1,68% mens afkastet på sammenligningsindekset var 9,72%. Der blev således skabt et negativt mer-afkast på -8,04%.
- De største bidrag til det absolutte afkast kom fra SUPERbettet i DSV samt BASISbets i Per Aarsleff og NKT, mens de ringeste afkast kom fra porteføljens SUPERbets i Pandora og Novo Nordisk samt BASISbettet i Trustpilot.

Dekomponeret absolut afkast

Top 3-bidrag		Bund 3-bidrag	
DSV	4,0 %	Pandora	-2,3 %
Per Aarsleff	1,9 %	Novo Nordisk	-1,5 %
NKT	1,5 %	Trustpilot	-1,3 %

Der gøres opmærksom på, at omtale af selskaber og værdipapirer i dette investorbrev ikke skal ses som investeringsanbefalinger om at købe, sælge eller holde værdipapirer. Eventuel omtale af selskaber og værdipapirer skal alene ses i forhold til afdelingens portefølje- og risikoprofil for det pågældende kvartal.

Aktiekommentarer

Det største afkastbidrag var SUPERbettet i DSV. Aktien steg pænt på regnskabet, hvor markedet havde frygtet en nedjustering og blev lettet over, at ledelsen holdt forventningerne inden for det eksisterende interval omend i den lave ende. En medvirkende faktor hertil er hurtigere inddrivelse af synergier fra integration af Schencker, som altså er foran tidsplanen. Aktien er efterfølgende fortsat med en flot kursudvikling.

Aktiekursen i Per Aarsleff steg markant i forbindelse med helårsregnskabet, hvor 4. kvartalsudviklingen overraskede konsensus positivt på alle væsentlige parametre. Især var ordreindgangen meget stærk (26% over forventningerne) og giver god dækning for det nye regnskabsår, som ledelsen også ser positivt på med en prognose, der bredt set førte til opjustering af konsensusestimaterne. Selskabet har en unik position og kompetence inden for kritiske og komplekse infrastrukturprojekter, som der er massiv efterspørgsel efter både i og uden for Danmark.

NKT leverede også et imponerende afkast. Aktien steg bl.a. i forbindelse med offentliggørelsen af regnskabet for 3. kvartal, som var bedre end ventet, og ledelsen peger således nu på den øvre ende af indtjenings-

intervallet for året. Samtidig med regnskabet udmeldtes også nye finansielle mål frem til 2030, der gav en længe ønsket pejling om indtjeningspotentialer på den anden side af de nuværende kapacitetsudvidelser. Indtjeningen ses således stige fra >EUR 700mio i 2028 (som tidligere udmeldt) til >EUR 900mio i 2030 (nyt) og en stigende forrentning af investeret kapital fra >20% til >22% i samme periode.

Til gengæld gav SUPERbettet i Pandora det mest negative bidrag til afkastet. Pandora's "sølvmareridt" er fortsat i kvartalet med en stigning i sølvprisen på yderligere >50%. I løbet af året er sølvprisen steget 140-150%. Sølv er selskabets vigtigste råmateriale og udgør en væsentlig del af produktionsomkostningerne. Det anses umuligt at overvælte så voldsomme omkostningsstigninger til salgspriserne, da det vil koste for meget på volumen. Aktiekursen er dermed blevet meget sensitiv over for sølvprisen, der på sigt vil ramme Pandora's omkostningsbase, i takt med at indkøbskontrakter udløber.

SUPERbettet i Novo Nordisk havde igen et svært kvartal, hvor ledelsen gav efter for det stærke pres fra kopiprodukter og Trump med markante prisreduktioner

på de vigtigste produkter, Ozempic og Wegovy på det amerikanske marked. Aktiemarkedet forventer nu negativ udvikling i salg og indtjening i 2026 og afventer en opdatering af en strategisk plan for selskabet.

BASISbettet i Trustpilot bidrog også negativt til afkastet. Aktien faldt dramatiske 32% på en meget kritisk vinklet analyse, som anklagede selskabet for at presse virksomheder til at abonnere på Trustpilot's betalingsprodukt for at undgå dårlige anmeldelser. Trustpilot har taget til genmæle og kategorisk afvist analysens påstande, men aktien har kun delvis genvundet sit fald.

Porteføljejusteringer

Vi har lavet nogle justeringer i kvartalet, hvor vi har reduceret to SUPERbets til BASISbets, solgt et BASISbet ud af porteføljen og blot indgået et nyt SUPERbet. Det betyder, at porteføljestrukturen ved kvartalsafslutningen endte i ubalance mht antallet af SUPER- og BASISbets, men dette tilrettes i nær fremtid.

Porteføljens nye SUPERbet er Demant. Aktiekursens deroute fra 3. kvartal fortsatte i 4. kvartal på tiltagende bekymring for bl.a. det amerikanske høreapparatsmarked, som har været ganske svagt i år. Vi så potentiale for snarlig bedring i stemningen i takt med udrulningen af det nye apparat, Oticon Zeal, integrationen af Kind, samt rettelsen af nogle prismæssige fodfejl i den markante VA-salgskanal i USA.

Både Novo Nordisk og Pandora mistede til gengæld deres SUPERbet-status men forbliver i porteføljen som BASISbets.

Til trods for seneste halvandet års massive kursfald, anså vi udfaldsrummet i Novo Nordisk tilpas stort til, at vi ønskede at reducere porteføljens eksponering, om end vi stadig så stort potentiale i aktien på den længere bane. En meget tilspidset konkurrencesituation om at vinde ræset om næste generations fedmebehandlinger koblet med nye markedsstrukturer på især det høj-profitable amerikanske marked reducerer

visibiliteten. Selskabet har sænket deres priser massivt, og vi så god sandsynlighed for, at dette ville øge forbruget af Ozempic og Wegovy, hvorfor vi usikkerheden til trods bevarer aktien i porteføljen som et BASISbet.

Pandora har på kort tid og under helt andre omstændigheder også været igennem en lidelsesrejse, som omtalt herover. Også i denne aktie så vi stor usikkerhed omkring den fremtidige indtjening, som vil være meget følsom over for sølvprisudviklingen. Som i tilfældet med Novo Nordisk så vi dog meget risiko afspejlet i aktiekursen og ville derfor ikke træde helt ud af positionen efter kursfaldet.

Vi har afhændet BASISbettet i Ringkjøbing Landbobank, der siden investeringen har leveret et fint afkast til porteføljen. Vi så ikke en kortsigtet katalysator for næste kursbevægelse og forventer, at ledelsen som vanligt vil melde konservativt ud om det kommende indtjeningsår. Vi valgte derfor at overlade dens plads til Novo Nordisk.

Som nævnt slutter vi kvartalet med en ubalance i antallet af SUPER- og BASISbets, men ser frem til at opdatere herom ved næste investorbrev.

Med venlig hilsen

Niels Andersen, Stefan Ingildsen og Kitty Grøn

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S "BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 14. januar 2026.

Porteføljeoversigt	
Superbets	Basisbets
Alm Brand	NKT
DSV	Per Aarsleff
Matas	Pandora
Demant	Trustpilot
	Novo Nordisk
	Zealand Pharma

Disclaimer

Materialet er produceret af BankInvest-koncernen (BankInvest) og skal anses som markedsføringsmateriale.

Formålet med materialet er at give generel information om udviklingen i investeringsproduktet og skal ikke betragtes som en investeringsanbefaling. Eventuel omtale af selskaber og værdipapirer skal alene ses i forhold til investeringsproduktets portefølje- og risikoprofil. BankInvest tager forbehold for nøjagtigheden af de angivne informationer, hvad enten de er leveret af BankInvest selv eller hentet fra offentligt tilgængelige kilder, som BankInvest vurderer pålidelige. BankInvest er ikke ansvarlig for dispositioner eller undladelser foretaget på baggrund af informationerne. BankInvest anbefaler sagkyndig og professionel vejledning ved investeringsbeslutninger.

Tallene i materialet er historiske og tidligere afkast og/eller kursudviklinger kan ikke anvendes som pålidelig indikator for fremtidige afkast og/eller kursudvikling. Investeringsbeslutninger bør ske på baggrund af prospekt, vedtægter og central information. Informationen findes på bankinvest.dk.