



# AKTIEUGEBREVET

- værdifuld læsning hver uge

## Vi trækker igen cykliske aktier op ad posen

På grund af kreditkrisen i den finansielle sektor, nedturen på det danske og internationale boligmarked, stigende olie- og råvarepriser og udsigt til en fortsat global afmatning, har vi i AktieUgebrevets modelporteføljer det seneste halve år været generelt negative overfor cykliske (altså konjunkturfølsomme) aktier. Af flere grund er vi nu parate til at trække dem op ad posen igen og lade dem indgå positivt i vores investeringsovervejelser.

For det første forventer vi, at lavere renter og olie- og energipriser vil understøtte den økonomiske vækst de næste kvartaler og presse inflationen ned. For det andet tyder meget nu på, at handlen med virksomheder (M&A-transaktioner) igen er på vej op (se artikel side 10). En ny opkøbsbølge vil antageligt lægge en solid hånd under aktiemarkedene, fordi køberne typisk betaler en præmie på 30-50% oven i den aktuelle børskurs. I et langsiget perspektiv er virksomhederne nu historisk billige, og mange opkøbende selskaber har stærke finansielle balancer til at finansiere opkøb.

Der skal ikke så meget til, før vi igen betragter eksempelvis udvalgte banker, forsikringselskaber, ejendomsselskaber/ejendomsudviklere, softwareselskaber og byggemateriale-relatede selskaber som interessante købsmuligheder. Vi har delt selskaberne, som vi ser mere positivt på, op i tre grupper:

**Gode konjunkturfølsomme aktier med lave værdiansættelser:** En række aktier er ved at blive så billige, at der er taget højde for et ret negativt scenarie. Yderligere kursfald eller bedre økonomiske nøgletal i Tyskland eller

USA betyder, at tiden er ved at være inde. Kandidater er de store bankaktier, Topdanmark, TrygVesta, Rockwool, H+H International, NKT, A. P. Møller - Mærsk, Columbus IT, Maconomy, TK Development og Sjælsø Gruppen.

**M&A-opkøbsaktier:** Især økonomisk pressede brancher indenfor entreprenører, byggemateriale, ejendomme, banker og informationsteknologi kan blive ramt af opkøbsbølgen. Der er brug for konsolidering i de mest pressede brancher, og timingen er god til at købe sig til stordriftsfordele og øgede markedsandele gennem konsolidering. Kandidater er typisk selskaber med vækstpotentiale og ingen dominerende hovedaktionær: Simcorp, Danisco,

**Turn around aktier:** Visse turn around aktier kan blive tvunget til at genoverveje ejerstruktur og ledelsesforhold, fordi de presses hårdt økonomisk. I denne gruppe er RTX Telecom og Netop Solutions. Andre turn around aktier mangler blot at implementere en ny strategi eller udarbejde en ny strategi, som skal være overbevisende, eller vise, at en ny strategi virker. Til denne gruppe hører SAS, GN Store Nord og Bang & Olufsen.

Endelig er der de langsigtede vindere, herunder industriledere, med et varigt højt afkast og eksponeret med væksttemaer indenfor globalisering, urbanisering, naturressourcer og bæredygtighed, samt stærke finansielle balancer. De er sandsynligvis mere aktive købere fremadrettet. Samtidig har kapitalfondene historisk store kapitalophobninger, som skal sættes i arbejde, og værdiansættelserne er meget attraktive.

MWL

## Læs i AktieUgebrevet nr. 30/2008

### Side 2 - Ugens Aktie

Endnu en nedjustering fra Sanistål

### Side 3 - Copenhagen Benchmark

Ugens første dage bliver meget vigtige

### Side 4-5 - C20-aktierne

Nordea er et godt køb på trods af bankkrise

### Side 6 - Regnskabskommentar

Topdanmark var immun overfor nedjustering

### Side 7 - Basismodelporteføljen

Thrane & Thrane fordobler overskuddet

### Side 8 - Aktiekommentar

Styrken af Genmabs leukæmidata overvurderes

### Side 9 - Aktiekommentar

A. P. Møller Mærsk overraskede positivt

### Side 10 - Aktiestrategianalyse

M&A aktivitet kan løfte aktiemarkeder

### Side 11 - AU Professionel

Greentech har flere tilbud på mellemfinansiering

### Side 12 - Udvidet analyse

Sydbank fortsætter nedad

### Side 13 - Spekulationsmodelporteføljen

Dicentia står på kanten af ansvarssager

# Endnu en nedjustering fra Sanistål

**Saniståls rentebærende gæld er nu oppe på 2,7 mia. kr., og finansudgifterne begynder at blive en belastning. Vi frygter, at problemerne ikke er slut med den femte nedjustering på 1½ år. Aktien bør p.t. handles som en højrisikoaktie med en stor rabat.**

**Børskurs på analysetidspunktet: 351,00**  
**AktieUgebrevets fair value (6 mdr): 251,00**

Udover den anden nedjustering i år og den femte på 1½ år indeholder Saniståls halvårsregnskab flere ting, som kan gøre det vanskeligt at gennemskue.

Eksempelvis ændrer man nu regnskabspraksis for omkostningerne til etablering af det nye centrale lager i Taulov. Hidtil har man udgiftsført omkostningerne i det regnskabsår, de er afholdt, men fremover aktiveres de. For første halvår betyder det en forbedring af bundlinieresultatet på 10,2 mio. kr. Dette er ikke Saniståls påfund, men skyldes en regelændring, som selskabet er forpligtet til at følge. Det ændrer dog ikke ved, at ændringen p.g.a. ren regnskabsteknik får bundlinieresultatet efter 1. halvår til at se bedre ud, end det ellers ville have gjort.

Et andet punkt, som springer i øjnene, er værdiansættelsen af selskabets beholdning af Brdr. A & O Johansen-aktier. Sanistål erhvervede 39,1% af aktierne i Brdr. A & O Johansen til en gennemsnitlig anskaffelseskurs på 2028. Senere forsøgte man at sælge dem igen, men salget blev standset af konkurrencemyndighederne, hvilket fik aktiekursen til at falde dramatisk.

At Brdr. A & O Johansen derefter blev ramt af den generelle økonomiske afmatning hjalp heller ikke på aktiekursen, som i dag er 825. Altså 60% lavere end den kurs, som Sanistål værdiansætter aktien til.

I den forbindelse oplyses i halvårsregnskabet, at man har foretaget en vurdering af aktiernes værdiforringelse siden købet (en "impairment test"), og er kommet frem til, at der ikke har været nogen værdiforringelse. Vi betvivler ikke lovligheden af denne vurdering, men som investor bør man bemærke, at Saniståls egenkapital ville være 268 mio. kr. mindre, hvis Brdr. A & O Johansen-aktierne blev værdiansat til markedskursen.

Hvis vi ser på pengestrømsopgørelsen - også kaldet selskabets Cash Flow - så sender den heller ikke noget særlig positivt signal til læseren. Pengestrømsopgørelsen fortæller, hvordan kontanterne bevæger sig, og hos Sanistål har de bevæget sig ud af selskabet.

Pengestrømmen fra driften i 1. halvår var negativ med 42 mio. kr., og den frie pengestrøm var negativ med næsten en kvart milliard kroner. Den frie pengestrøm er de penge, som bl.a. skal bruges til at betale afdrag på lån, og når den er negativ, må man låne flere penge.

Konsekvensen har da også været, at Sanistål har været nødt til at trække over 200 mio. kr. på driftskrediten, så den rentebærende gæld nu er oppe på 2,7 mia. kr. Det kan aflæses på de finansielle poster, hvor man allerede efter seks måneder har et minus på 45,7 mio. kr. i forhold til et minus på 57,6 mio. kr. for hele 2007.

Herom siger Saniståls Økonomidirektør Henning Vilslev til AktieUgebrevet: "Årsagen til, at de frie pengestrømme i 1. halvår 2008 er negativ med 224,2 mio. kr. kan i al væsentlighed henføres til aktivitetsbestemte stigninger i lagre og debitorer og til investering af 176,5 mio. kr. i det nye centrallager i Taulov. Den samlede investering i Taulov på 475 mio. kr. er i første omgang finansieret over driftskreditterne, men vi forventer at denne investering i betydeligt omfang vil blive finansieret langsigtet.

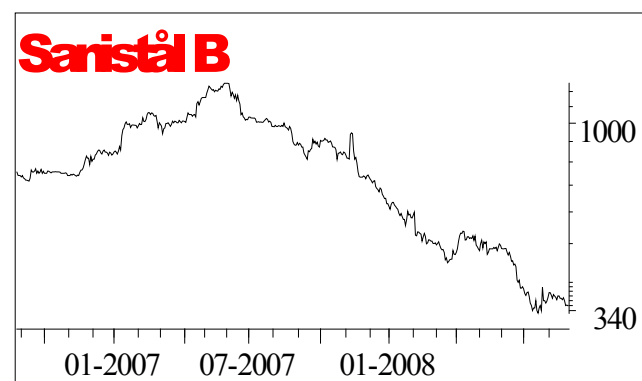
Vi har de seneste 2½ år investeret 738 mio. kr. i bygninger og andre anlæg, men dette investeringsniveau forventes fra 2009 at falde til et normaliseret investeringsomfang i niveauet 50 mio. kr. pr. år.

M.h.t. den rentebærende gæld, så forventer vi, at den vil falde som følge af reducerede varebeholdninger på de centrale lagre, salget af de overflødiggjorte ejendomme samt forbedrede driftsresultater."

Økonomidirektør Henning Vilslev oplyser også, at "Forventningerne til en normaliseret indtjening i 2009 og fremover er baseret på, at der realiseres betydelige rationaliseringseffekter, når omlægningen af logistikstrukturen er afsluttet primo 2009".

De negative elementer i vurderingen af Saniståls situation er imidlertid hårde kendsgerninger i form af en rentebærende gæld på 2,7 mia. kr., en nettofinansudgift som nærmer sig 100 mio. kr. og en organisk vækst, som midtvejs gennem 2008 er den laveste i fem år. På den baggrund bør Sanistål betragtes som en aktie med en risiko væsentligt højere end markedets gennemsnit, og bør derfor handles med en betydelig rabat.

BJ



BOVEN

# Ugens første dage bliver meget vigtige

A. P. Møller - Mærsk aflagde halvårsregnskab i den forløbne uge, og det vakte i almindelighed jubel hos analytikere og investorer. Eftersom APM er en af de tungeste aktier både i C20-indekset og på børsen i almindelighed fik kursstigningen i denne ene aktie en væsentlig betydning for aktiemarkedets retning i almindelighed.

Det giver imidlertid anledning til at løfte en advarende pegefinger. Ganske vist er APM en vigtig virksomhed og APM-aktien en af de mest omsatte aktier. Men når man forsøger at finde den overordnede retning i markedet kan det være mere vild- end vejledende, når en enkelt tung aktie på denne måde skiller sig ud fra flokken.

Derfor bør man fokusere på de såkaldte "Capped-indeks". Et "Capped-indeks" betyder, at der er defineret nogle vægte, som hver enkelt aktie indgår i gennemsnitsberegningen med, og denne vægt kan maksimalt være 10%. Dermed forhindrer man, at en enkelt aktie kommer til at skævvride det overordnede billede af aktiemarkedet.

Vi benytter os af Copenhagen Benchmark (CB), som er sådan et "capped-indeks", og det giver et meget inte-

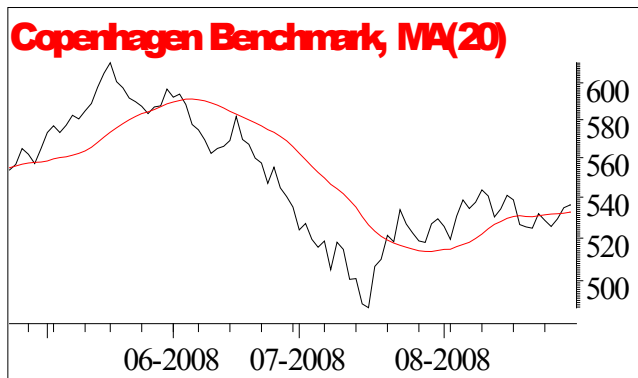
ressant signal i denne uge. Som det fremgår af figureerne nederst på siden, er den overordnede stemning ikke ligeså euforisk, som det var tilfældet for APM-aktien.

Faktisk ligner det en sidelæns bevægelse på niveau med både 20 og 50 dages glidende gennemsnit, men stadig under 200 dages glidende gennemsnit. RSI14 balancerer også omkring den neutrale 50-linie.

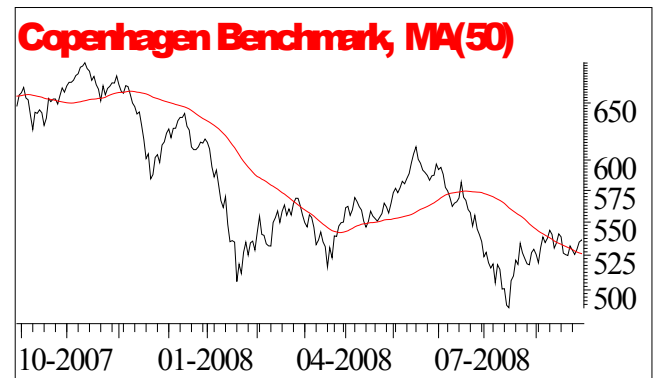
Når en god stemning i en af de tunge aktier på børsen ikke formår at skabe nogen nævneværdig bevægelse i det overordnede billede, så fortæller det om en underliggende negativ stemning, som på kort sigt blev annulleret af stigningen i en enkelt aktie. Det er ikke holdbart på længere sigt.

Bemærk også, at RSI14-grafens svingninger omkring 50 ikke har bragt grafen op til toppen fra midten af august. Det kan ændre sig i løbet af den kommende uges første dage, men hvis ikke mandag eller tirsdag byder på pæne stigninger, bør man være på vagt. I så fald kan vi nemlig stå ved indledningen til et kursfald på 5-6%, inden markedet igen skal tage stilling til den fremtidige retning.

BJ



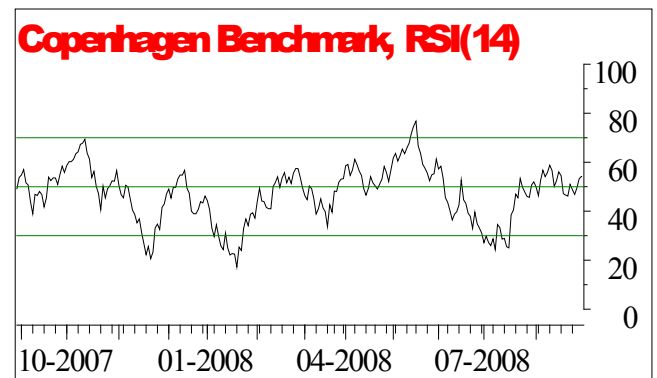
BCMBW



BCMBW



BCMBW



BCMBW

Note: Denne analyse vedrører kun det danske marked, hvor udviklingen, p.g.a. det danske markedes 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").

# Nordea er et godt køb på trods af bankkrise

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: 57000,00**

APM's halvårsregnskab blev modtaget med begejstring, og aktiekursen eksploderede nærmest. Vi advarer dog imod for uhæmmet begejstring, da kursen endnu ikke er nået tilbage til niveauet fra maj/juni. Det niveau blev også nået efter en lodret stigning, men viste sig efterfølgende at være toppen inden et næsten lige så kraftigt fald. Den forsigtige investor afventer derfor en markant stigning forbi kurs 60000 før et køb overvejes.

## **Carlsberg B**

### **Aktuel kurs: 451,50**

Carlsberg er sivet tilbage efter den kraftige stigning fra 376 til 464. Kursen holder sig dog stadig over 50 dages glidende gennemsnit i 437 og bevarer dermed sin mellem lange optrend.

## **D/S Norden**

### **Aktuel kurs: 482,00**

D/S Norden svinger omkring kurs 460. Dermed fastholder aktien den sidelæns bevægelse, som har varet i mere end et år. D/S Norden kan benyttes til kortvarige spekulationer i denne svingning mellem kurs 400 og 600, men for den langsigtede investor er aktien ikke interessant i øjeblikket.

## **Danisco**

### **Aktuel kurs: 341,50**

Danisco holder sig omkring kurs 340 under en særdeles lav omsætning. Det tyder på, at markedet ikke rigtig kan beslutte sig for, hvad det skal mene. Nogle af de store aktionærer satte på generalforsamlingen tommelskrue på ledelsen for at skabe et bedre afkast end de

utilfredsstillende resultater de seneste 5-10 år har budt på. Vi tror budskabet er trængt igennem.

*BJ ejer privat aktier i Danisco.*

## **Danske Bank**

### **Aktuel kurs: 143,25**

Danske Bank forsøger at stabilisere sig omkring kurs 140. I bedste fald kan det indtil videre fortolkes som en sidelæns bevægelse, og det er i sig selv ikke noget godt udgangspunkt for et køb. Så selvom man bør holde godt øje med Danske Bank, er tidspunktet for køb endnu ikke inde.

## **DSV**

### **Aktuel kurs: 98,50**

DSV holder sig midt i intervallet 90 - 110, og giver ikke anledning til yderligere kommentarer i denne uge.

## **FLSmidth & Co**

### **Aktuel kurs: 409,00**

FLSmidth har tilsyneladende mistet markedets tillid. Kursen er nu tilbage ved bundniveauet fra januar, og den grænse er vigtig. Fortsætter kursen ned under 400 vil det være et budskab om, at FLSmidth ikke længere betragtes som interessant, og så kan resultatet være en større udsalgsbølge.

## **Genmab**

### **Aktuel kurs: 328,50**

Genmab har stabiliseret sig omkring kurs 320, men det er sket under en meget lav omsætning. Den højeste omsætning i tre uger fik vi under stigningerne torsdag og fredag, så måske var det signalet om, at Genmab er parat til næste skridt opad.

## **H. Lundbeck**

### **Aktuel kurs: 118,00**

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

## **Jyske Bank**

### **Aktuel kurs: 284,50**

Jyske Banks overordnede retning er nedad, og det ligner i øjeblikket et nyt fald til niveauet fra midten af juli. D.v.s. et fald på op imod 10%. Det understreges af, at det aktuelle kursfald sker under en væsentligt højere omsætning end normalt.

## **NKT**

### **Aktuel kurs: 289,50**

NKT kom ikke gennem modstanden ved kurs 330, og

# Nordea er et godt køb på trods af bankkrise

måske skyldtes det, at nogen havde lugtet lunt omkring halvårsregnskabet. Det skuffede, og dermed fortsatte det kursfald, som foreløbig har sat NKT's aktiekurs næsten tre år tilbage. Så længe kursen ligger under både 20 og 50 dages glidende gennemsnit (kurs 307 og 325) er aktien i nedtrend og bør ikke købes.

## Nordea

**Aktuel kurs: 67,75**

Nordeas kursfald standsede ret nøjagtigt ved støttelinien i 66. Mens den danske banksektor i øjeblikket rammes af en dyb mistillid og deraf følgende kursfald anser vi Nordea for at være et af de sikre holdepunkter i finanssektoren. Da den nuværende kurs tidligere har vist sig at være et godt købstidspunkt, anser vi Nordea for et af de bedre køb netop nu. På trods af den skræmte stemning i finanssektoren som det aktuelle sammenbrud for Roskilde Bank har medført.

## Novo Nordisk B

**Aktuel kurs: 286,50**

Hvis Novo skal følge sin tradition gennem de seneste adskillige måneder, så er kursen nu på vej mod en stigning på 5-6%. Inden det igen går nedad. Det kan den kortsigtede investor spekulere i, mens den lidt mere langsigtede holder sig på afstand.

## Novozymes B

**Aktuel kurs: 511,00**

Novozymes ser ud til igen at blive standset lige under modstanden ved kurs 530. Men så længe kursbundene ligger højere og højere, er der ikke grund til panik. Faktisk lægges der stadig op til et gennembrud af denne modstand. Den risikovillige investor kan købe på et tilbagefald mod støttelinien i 480, mens den forsigtige afventer et eventuelt gennembrud af kurs 530.

## Sydbank

**Aktuel kurs: 165,75**

Sydbanks kurs faldt ned gennem bunden i den vimpel, som vi skrev om for et par uger siden, og konsekvensen var et kursfald, som nu har sendt Sydbank tilbage til niveauet fra marts måned. Læs en udvidet analyse af Sydbank på side 12.

## Topdanmark

**Aktuel kurs: 751,00**

Topdanmark har en meget stærk støtte omkring kurs 700, som ikke engang en stor nedjustering i forbindelse med halvårsregnskabet kunne bryde. Tværtimod er kursen nu igen på vej opad. Den risikovillige kan satse på,

at kursen fortsætter op til modstandslinien ved 800. Læs mere om Topdanmark på side 6.

## TrygVesta

**Aktuel kurs: 345,00**

TrygVesta forsøger at komme fri af modstanden ved 340, men indtil videre er det ikke rigtig lykkedes. Kursen ligger på niveau med 50 dages glidende gennemsnit i 343, men under 20 dages glidende gennemsnit i kurs 354, så ud fra en teknisk synsvinkel er der endnu ingen købssignaler i aktien.

## Vestas Wind Systems

**Aktuel kurs: 692,00**

Vestas højeste kurs nogensinde var 692 den 17. juni, og lige nøjagtig den kurs lukkede Vestas i fredag aften. Eftersom stigningen i øjeblikket kun sker under en moderat omsætning, bør man dog afvente en markant stigning forbi den psykologisk vigtige grænse ved 700, før man overvejer et køb.

## William Demant Holding

**Aktuel kurs: 246,00**

En kort kursstigning efter det dybe fald fra 312 til 235 bør ikke fortolkes som en vending for WDH. Kursen ligger stadig under både 20 og 50 dages glidende gennemsnit (kurs 265 og 281), og så længe det er tilfældet, bør man holde sig på sidelinien.

BJ

## Ugens stigninger og fald

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



# Topdanmark var immun overfor nedjustering

Topdanmarks halvårsregnskab indeholdt en stor nedjustering på ikke mindre end 300 mio. kr., så man nu forventer et resultat efter skat på 450 - 550 mio. kr. efter skat. Sådan en kraftig reduktion af forventningerne kunne man godt tro ville medføre et kraftigt kursdyk. Men det blev ikke tilfældet, og årsagen hertil ligger to steder.

For det første er forsikringssekskabernes nedjusteringer p.g.a. et væsentligt ringere afkast af deres investeringer end i fjor ikke længere nogen nyhed. Alle vidste på forhånd, at det også ville blive tilfældet hos Topdanmark. Så selvom en nedjustering af den størrelse isoleret set er en voldsom begivenhed, havde den i praksis ikke nogen betydning, da den var ventet og allerede indregnet i kursen.

For det andet betragtes Topdanmark generelt som en undervurderet aktie. Det ses også af diverse finanshuses kursmål efter halvårsregnskabet. Den mest negative reaktion kom fra Morgan Stanley, som nedjusterede Topdanmarks kursmål med 15%. Men stadig til en kurs (803), som er væsentligt højere end den aktuelle markedskurs omkring 700.

Udover en tilfredsstillende udvikling i forsikringsdivisionen er en anden årsag til den positive holdning til Topdanmark selskabets værdipapirbeholdning. Det lyder måske overraskende, da det netop er tab på værdipapirer, som er baggrunden for den seneste nedjustering.

Men selskabet vurderer, at en del af det aktuelle kursfald på eksempelvis de såkaldte CDO-papirer skyldes en overreaktion i markedet. Derfor forventer man på et tidspunkt at kunne tilbageføre en del af de ikke-realiserede tab, som bl.a. trak bundlinieresultatet i det netop aflagte halvårsregnskab ned.

På trods af den kraftige nedjustering fastholdt Topdanmark sin position omkring kurs 700, og det understreger markedets store tiltro til selskabet. Topdanmark er en god mulighed for en langsigtet kapitalplacering indenfor den kriseramte finanssektor.

## Fremgang for Ambu på alle markeder

Sæsonen for halvårsregnskaber har budt på en række nedjusteringer af årets forventede resultater, men enkelte selskaber har skilt sig ud fra mængden. Bl.a. Ambu, som p.g.a. et forskudt regnskabsår allerede er nået til tredje kvartalsregnskab for regnskabsåret 2007/08. Det blev offentliggjort i onsdag og indeholdt en opjustering af både omsætning og indtjening.

Ambu er en interessant aktie, idet selskabets salg er forholdsvis upåvirket af konjunktursvingninger. De første tre kvartaler af regnskabsåret 2007/08 har da også vist, at det går forrygende for Ambu. Selvom der endnu

mangler et kvartal af regnskabsåret, har man nu realiseret et resultat før skat på næsten nøjagtigt samme niveau som for hele 2006/07.

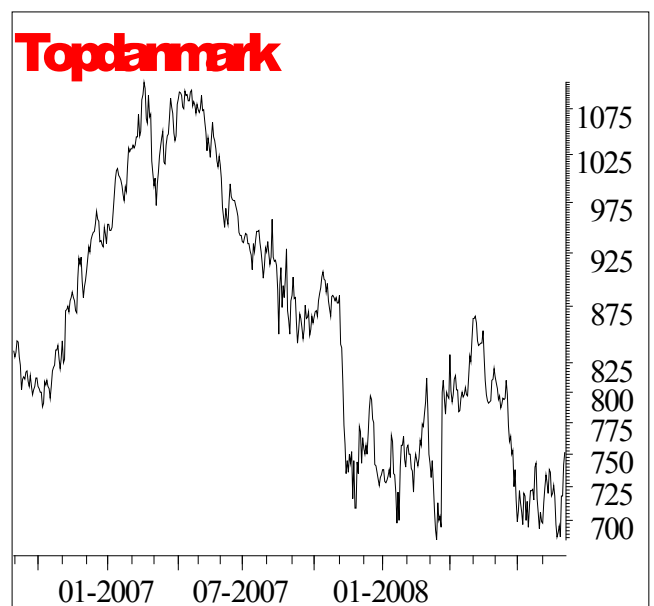
Fremgangen er bemærkelsesværdig, da omsætningen kun er 8,8% højere end på samme tidspunkt i fjor. Forklaringen ligger to steder. Dels har man med en lavere vækst i produktionsomkostningerne øget bruttoresultatet med 12%, og dels har man formået at holde væksten i de øvrige omkostninger på 4,3%. Dermed bidrager både omsætnings- og omkostningssiden i fællesskab til en flot fremgang på bundlinien.

Det skal bemærkes, at fremgangen på bundlinien er opnået selvom Ambu p.g.a. en langvarig retssag vedrørende patentrettigheder i regnskabsårets første tre kvartaler har afholdt ekstraordinære advokatombkostninger på 2,8 mio. kr.

Fremgangen i omsætning skyldes ikke et enkeltstående produkt eller marked, men er generel. I de to forretningsområder, som tilsammen står for 76% af koncernomsætningen, er fremgangen i lokal valuta henholdsvis 15% og 28%. Geografisk har fremgangen i henholdsvis USA og Europa været på 23% og 17% målt i lokal valuta.

Med en øget markedsandel på stort set alle markeder kombineret med en højere bruttoavance har Ambu vendt en udvikling, som på et tidspunkt kørte i den forkerte retning. På den baggrund anser vi nu Ambu for at være en god langsigtet investering til den aktuelle aktiekurs.

BJ



BC/EN



# Thrane & Thrane fordobler overskuddet

Modelporteføljen pr. 31/08-2008

Købt	Navn	Antal	Kurs	Købskurs	Udbytte	+/-	+/-
300108	Danisco	700	341,50	321,54	5250	18645	8,3%
020608	Thrane & Thrane	530	300,00	288,00	2915	8885	5,8%
090408	Carlsberg B	240	451,50	648,00	29640	-17850	-11,5%
070508	Nordea Bank	1900	67,75	83,25	0	-29809	-18,8%
-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-

Gevinst/tab på seneste fem solgte aktier

090608	H+H International B	120	1350,00	1325,00	0	2599	1,6%
010708	Alm. Brand	540	235,50	291,50	0	-30596	-19,4%
180708	Danske Bank	1130	133,25	134,00	0	-1225	-0,8%
220708	Rockwool International B	265	573,00	573,00	0	-380	-0,3%
040808	A. P. Møller - Mærsk B	3	52600,00	59000,00	0	-19619	-11,1%

Startkapital pr. 10/8-2003	500000	Resultat	2008	I alt
+ realiseret gevinst	999567	Basisporteføljen	-5,0%	195,9%
+ urealiseret gevinst	-20128	Copenhagen Benchmark	-13,2%	163,4%
= kapital	1479439	Investeringsgrad		43,7

Første kvartalsregnskaber er sjældent særligt interessante, men Thrane & Thranes første kvartalsregnskab for regnskabsåret 2008/09 var en undtagelse.

Det konstateres nemlig, at et øget salg til bl.a. nye markeder som Rusland og Kina har været medvirkende til en omsætningsfremgang på 18% i forhold til den samme periode i fjor. Når det er en vigtig information, så skyldes det, at netop en indtrængen på disse to nye markeder kan være vejen til en meget markant omsætningsvækst i de kommende år.

Et andet væsentligt punkt er et fald i distributionsomkostningerne fra 35 mio. kr. til 27 mio. kr. Faldet på 8 mio. kr. kommer på trods af en vækst i omsætningen, som man ellers kunne forvente ville have øget distributionsomkostningerne.

Denne besparelse følger af lukningen af Thrane & Thrane Norge, og dermed er man nu i gang med at realisere de gevinster, som integrationen af det tilkøbte Nera

SatCom (Thrane & Thrane Norge) forventes at give. De samlede synergieffekter af denne overtagelse forventes efter 2009/10 at være på 140 mio. kr. om året.

På trods af at resultatet af den primære drift var dobbelt så højt som i første kvartal 2007/08 og tre gange så højt som samme periode i 2006/07, fastholder Thrane & Thrane forventningerne til resten af året, som forventes at blive lidt dårligere end i fjor. P.g.a. de traditionelt store udsving i omsætningen fra kvartal til kvartal er det sikkert en fornuftig disposition.

Første kvartalsregnskab bekræfter os dog i overbevisningen om, at Thrane & Thrane er en virksomhed med store perspektiver de kommende år. Da aktiekursen endnu ikke indregner disse perspektiver fuldt ud, anser vi fortsat aktien for at være et attraktivt køb både på kort og lang sigt.

BJ

BJ ejer privat aktier i Danisco.

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.

# Styrken af Genmabs leukæmidata overvurderes

*I denne analyse skriver Peter Aabo fra BiotekAnalyse.dk blandt andet, at han er skeptisk overfor Genmabs netop offentliggjorde leukæmi-resultater. Genmab er antageligt selv begyndt at tvivle på resultaternes styrke. Det kan udledes af, at man nu dels spænder den økonomiske livrem ind, og dels at man nu tilsyneladende ikke længere har indregnet en Humax-CD20 registrerings-milepæl (BLA-filing) i USA i 2008-budgettet, skriver Peter Aabo.*

I Genmabs regnskab for 1. halvår 2008 var interessen rettet mod ledelsens årsforventning, samt den efterfølgende telefonkonference. Selskabet opjusterede 2008-forventningerne til et driftsunderskud omkring 850-950 mio. kr. mod tidligere udmeldte 950-1000 mio. Bemærk at forventningerne til GSK-milepælsbetalinger relateret til HuMax-CD20 programmet reduceres med DKK 100-150 mio., hvorved opjusteringen kan henføres til betydelige besparelser indenfor forskning og udvikling.

Det indebærer, at Genmab nu ikke længere forventer at starte nye studier med HuMax-CD4 i år – tre nye studier var ellers planlagt. Samtidig oplyses det, at man ikke vil starte yderligere studier med HuMax-EGFr, udover de seks studier som allerede er iværksat.

På Telefonkonferencen oplyste adm. dir. Lisa Drake-man, at man har modtaget en status fra en uafhængig datakomité, der overvåger fase 3 studiet med HuMax-EGFr i patienter med kemo-behandlingsresistent hoved/hals kræft. Oplysningerne indikerer, at patienterne som helhed lever længere end forventet, hvorfor Genmab nu først forventer foreløbige data fra studiet tidligst i februar eller marts 2009. Den foreløbige data-analyse gennemføres nemlig først i det øjeblik, at 116 dødsfald er indtruffet. At patienterne overlever længere er dog ikke nødvendigvis ensbetydende med, at HuMax-EGFr virker, i og med at 1/3 af patienterne ikke modtager antistoffet, men blot anden smertelindrende behandling. I stedet kan man udlede, at enten er patienterne ikke så syge som antaget, da de blev optaget i studiet, hvorfor den gennemsnitlige overlevelsestid selvsagt også vil være længere, eller også er det Humax-EGFr, der forårsager at 2/3 af patienterne lever længere, hvorfor det tager længere tid at nå op på de 116 dødsfald.

Vi hælder til en kombination af de to ting; Optagelseskravene i studiet er forholdsvis milde, i og med at patienterne forinden "blot" skal have fejlet én omgang med standard kemoterapi-behandling - Altså er her ikke tale om patienter, som har afprøvet og fejlet alle tilgængelige behandlingsmetoder herunder andre EGFr-antistoffer og/eller small molecule EGFr-hæmmere. Men vi har også en grundlæggende tro på, at Humax-EGFr rent faktisk virker, hvilket understøttes af, at Imclones

delvist muse-baserede EGFr-antistof Erbitux har udvist de bedste resultater i netop hoved/halscancer, herunder i patienter, der er resistente over for behandling med kemoterapi.

Teoretisk set bør Humax-EGFr i kraft af at være et fuldt humant antistof være Erbitux overlegen, og det er da også hvad de prækliniske resultater har påvist, når de to antistoffer sammenlignes head-to-head. Men alt andet lige er der langt fra studier i mus til studier i mennesker, og selvom fase 3 studiet med Humax-EGFr nu tegner lovende, er der ingen garantier for, at resultaterne vil være positive, når de fremlægges i løbet af 1.halvår 2009. Vi sætter en 75% sandsynlighed for positive data og udpeger disse resultater som den formentlig største positive kurstrigger i Genmab-aktien i 1.halvår 2009.

Vi er mere skeptiske, når det gælder de netop offentliggjorde leukæmiresultater som blev fremlagt i slutningen af juli måned. Godt nok viste data en responsrate i omegnen af 47% i patienter med behandlingsresistent kronisk lymfatisk leukæmi (CLL). Men selve kvaliteten af respons er ikke imponerende. Af de 64 partielle tumorrespons man observerede, var blot ét enkelt et fuldstændigt respons. Altså var Humax-CD20 antistoffet ikke i stand til at eliminere cancercellerne fuldstændigt i 137 af de 138 patienter i studiet. Når cancercellerne ikke er udryddet effektivt, vil det medføre, at patienterne relativt hurtigt vil få et cancertilbagefald ligeså snart behandlingen ophører, altså bliver mediantiden for et respons meget kort. Genmab har oplyst, at medianvarigheden af responset har oversteget fire måneder, men vi er bekymrede for, at det desværre ikke er med særlig stor margin. Herudover savner vi fortsat data, der understøtter, at Humax-CD20 er i stand til at skabe et respons i en signifikant del af de CLL-patienter som tidligere er blevet behandlet med det konkurrerende CD20-antistof Rituxan. Som udgangspunkt forventer vi en betydelig lavere responsrate i disse patienter, hvilket selv med en markedsgodkendelse i hånden vil gøre det svært for Humax-CD20 at opnå en betydelig markedsandel på CLL-markedet, som i forvejen er forholdsvis begrænset i størrelse.

At Genmab også selv begynder at tvivle på resultaternes styrke kan udledes af, at man nu dels spænder den økonomiske livrem ind, og dels at man nu tilsyneladende ikke længere har indregnet en Humax-CD20 registreringsmilepæl (BLA-filing) i USA i 2008-budgettet. Vi forventer, at de fulde Humax-CD20 CLL resultater vil blive præsenteret på den store blodcancerkonference ASH 6.-9. december og anbefaler, at man som investor holder sig på sidelinjen, indtil der er større klarhed over Humax-CD20's reelle potentiale i CLL.

*Peter Aabo vil fremover skrive om biotek i AktieUgebrevet.*



## A. P. Møller Mærsk overraskede positivt

Igen var det kriseramte Maersk Line som kom i fokus ved aflæggelsen af halvårsregnskabet i torsdags. Men denne gang med et overraskende godt resultat. Gruppens samlede overskud steg med 58% til USD 2,456 mia., og Nils Smedegaard kom med en reel opjustering af helårsresultat for 2008 fra USD 3,6 - 4,0 til 4,0 - 4,6 mia. USD. Opjusteringen blev af markedet opfattet positivt af investorerne. Aktien er siden i onsdags steget fra kurs 53.000 til kurs 57.000

Alle forretningsområder leverede pæne resultater – dog er Maersk Line stadig i krise. Men trods krisen var halvårsresultatet langt bedre end ventet for det kriseramte containerrederi. Omsætningen steg med 15% og bruttofortjenesten steg med 17% i forhold til 2007. Men udsigterne er absolut ikke gode.

Maersk Line er stadig det dominerende forretningsområde, og udviklingen for dette område har en altafgørende indflydelse på hele gruppens resultat og dermed aktiekursen. De mørke skyer er stadig overkapacitet, høje bunkeromkostninger og en nedgang i den globale økonomi, og det vil utvivlsomt lægge yderligere voldsomt pres på ratene.

Maersk Line har begrænset indflydelse på udviklingen i containersegmentet. De altafgørende faktorer og de problematiske udsigter til en lavere global vækst og ny tonnage med deraf følgende overkapacitet gør udsigterne problematiske. For Nils Smedegård og Eivind Kolding handler det om at få effektiviseringsprojektet Steamline til at slå fuldt igennem, med nye forretningsgange, mere fokus på kunderne og en reducere af omkostningerne.

### Handlemulighederne er få

Der findes ikke nogen mirakelkur – handlemulighederne er begrænsede, så fokus kommer til at være på mange små tiltag og finjusteringer, der alle skal gøre deres til at reducere omkostningerne. August, september og oktober er normal højsæson med fuld kapacitetsudnyttelse indenfor container på grund af import af kinesiske julegaver til Europa og USA. Normalt vil der komme tillæg til fragtraterne, men ellers ser vi i øjeblikket fragtraterne falde som følge af, at udbuddet af tonnage stiger mere end efterspørgslen. Det er heller ikke lykkedes containerrederierne at få kunderne til at betale de fulde stigninger i brændstofpriserne. Justeres der for udgifterne til brændstof er fragtraterne de laveste siden rædselsåret 2002, og der er ikke umiddelbart tegn på, at det vil blive anderledes.

Containerrederierne med Maersk Line i spidsen har sænket farten på de store oceangående container-skibe fra 25 til 20 knob, og det giver ikke alene enorme brændstofbesparelser men er også med til at sikre en bedre balance i udbud og efterspørgsel, så ratene ikke eroderes yderligere.

Maersk Line burde alene på grund af sin størrelse kunne tilbyde både services med nedsat fart og ekspresruter med 25 knob, og på den måde kunne optimere flåden. Men der skal også tages drastiske midler i brug, hvis følgerne af overkapacitet skal begrænses. Containerkapaciteten estimeres til at vokse med knap 12% i 2008 efter scrapping af gammel tonnage. Efterspørgslen vil næppe stige mere end 5%. Der vil således fortsat være et kraftigt pres på ratene.

### Konkurrenter bløder

Konkurrencen på de store øst-vestgående container-ruter: Asien-Europa, Asien-USA og USA-Europa er benhård, så det er næppe her Maersk Line vil opnå de største gevinster. De nord-sydgående ruter, hvoraf en stor del er ruter med stor reefer-kapacitet, vil bidrage relativt meget på bundlinen for Maersk Line. Det er her, Maersk Lines markedsandel er så stor, at de kan optræde som prissætter.

Kinesiske COSCO kom ligesom Maersk Line med et halvårs resultat som overraskede positivt. Men samtidigt med aflæggelsen af det fine resultat advarer COSCO om stigende omkostninger og overkapacitet.

Singapore-baserede Neptune Orient Line reducerer sine ekspansionsplaner til det halve, og rederiet er negativ i sine forventninger til helårsresultatet.

Det taiwanesiske containerrederi Evergreen, som er verdens fjerdestørste er i krise, halvårsregnskabet viser et fald i omsætningen med 21% og et deraf afledt fald i overskuddet med hele 35%.

På trods af de dårlige udsigter for Maersk Line, bliver det alligevel det som Nils Smedegård og hele resten af gruppen bliver målt på. Analytikerne og investorerne er godt klar over, at Nils Smedegård og Eivind Kolding har begrænsede muligheder. Derfor er det interessant at holde øje med, hvordan Maersk Line klarer sig i forhold til konkurrenterne.

AktieUgebrevet tror ikke på, at der bliver foretaget nogen kvantespring, men at de mange små justeringer vil give optimisme og bedre resultater end konkurrenterne. Det bør aktiemarkedet belønne yderligere.

LB

# M&A aktivitet kan løfte aktiemarkeder

Efter en længere periode med meget lav aktivitet indenfor handel med virksomheder og fusioner (M&A) på grund af faldende aktiemarkeder og kreditkrise, er aktiviteten nu igen på vej op. I en omfattende analyse fra Goldman Sachs med overskriften *"What now? If corporates are buying, should investors be too?"* lyder konklusionen, at der i august 2008 var stort set dobbelt så mange deals i Europa som i gennemsnit for de seneste syv måneder.

Finanshuset har beregnet, at aktiemarkedet nu handles til den laveste pris i 23 år, målt på værdiansættelser i forhold til overskud (p/e-værdier). Finanshuset skriver, at der i august var 33 større aktierelaterede selskabshandlinger. Dette aktivitetsniveau udgør *"a significant turning point for the market."* Videre hedder det, at *"We believe that the recent pick-up in M&A activity is a positive signal: it draws "a line in the sand" for asset valuations, shows the management are confident that asset prices are reasonable, implies some willingness among banks to lend – as many deals are debt-financed – and makes the risk/reward for shorting stocks less attractive"*.

Herhjemme har vi den seneste måned set Topsil Semiconductors overtage en mellemstor polsk konkurrent. Og A. P. Møller – Mærsk offentliggjorde forleden et købstilbud på det svenske børsnoterede rederi indenfor tank, Broström AB. Og der kan hurtigt komme flere handler både herhjemme og internationalt, og det vil være med til at lægge en hånd under kurserne.

## Lave overtagelsespriser

I analysen lægges vægt på, at de fleste langsigtede investorer, d.v.s. industrielle købere, familiefirmaer og private equity, i dag har mulighed for at købe til priser, som ligger langt under den gennemsnitlige langsigtede værdiansættelse af virksomhederne. Vurderingen er også, at selvom den globale økonomiske afmatning fortsat vil lægge pres på erhvervslivets overskud, så vil stigende M&A aktivitet fremadrettet lægge en hånd under værdiansættelserne.

Den stigende M&A-aktivitet kan have været medvirkende til, at aktiemarkederne har holdt pænt stand den seneste måned på trods af vigende konjunkturer. Det toneangivende amerikanske S&P 500 indeks har svinget indenfor et interval mellem 1260 og 1300. Og et brud op gennem ca. 1300 eller ned gennem ca. 1260 vil antageligt sætte retningen fremad.

Markedet har fortsat meget svært ved at vælge retning. Efter en stærk torsdag, hvor S&P 500 indeks blev ført op lige under 1300-pejlemærket, blev aktierne sendt

lige så hurtigt nedad fredag. De kraftige kursudsving afspejler den store usikkerhed og nervøsitet, som fortsat præger markederne. Som begrundelse for fredagens nedtur blev angivet Dells nedjustering og frygt for effekten af orkanen Gustav på oliepriserne.

AktieUgebreve forventer fortsat et positivt scenarie, understøttet af faldende inflation som følge af de faldende olie- og råvarepriser. Samtidig kom der i denne uge en række rimeligt pæne økonomiske nøgletal fra USA: BNP vækst i 2. kvartal blev 3,3% godt hjulpet af skattechecken til de amerikanske forbrugere, forbrugertilliden fra Conference Board steg mere end forventet, salget af eksisterende boliger blev også større end forventet. Og endelig viste data for ordreindgangen efter varige goder, at forbrugerne fortsat er solide aftagere af større, varige forbrugsgoder som TV, køleskabe o.s.v.

Endnu mere positivt var det imidlertid, at ordreindgangen efter kapitalgoder (som er en indikator for erhvervslivets erhvervsinvesteringer) gik pænt fremad for anden måned i træk. Endelig skal fremhæves, at vore vigtige indikatorer for boligmarkedet (iShares Dow Jones Real Estate) og kreditmarkedet (iTraxx Crossover) fortsat udvikler sig stabilt fremad.

Som et meget positivt signal faldt de amerikanske bankaktier ikke fredag sammen med det øvrige marked. Det kunne tyde på, at alle de negative nyheder efterhånden er afspejlet i bankaktierne, og de nu samler styrke til at tage det næste skridt opad.

Samlet set giver det grobund for en vis optimisme for aktiemarkederne, selvom den generelle økonomi, erhvervslivets overskud og det private forbrug vil være under pres de kommende kvartaler. Vi forventer fortsat, at der er god mulighed for, at aktiemarkederne kan køre fremad hen mod regnskaberne for 3. kvartal i oktober-november.

MWL



BCVBN

## Greentech har flere tilbud på mellemfinansiering

Regnskabet for Greentech indeholdt både positive og negative meldinger. I første omgang lagde markedet mest vægt på, at problemet med mellemfinansiering af Monte Grighine på 99 MW er tæt på at falde på plads. Som bekendt kan selskabet ikke trække på den aftalte projektfianciering, fordi en ankesag har skabt usikkerhed om projektet. I regnskabet hedder det: *"Greentech har modtaget en række tilbud på denne midlertidige finansiering. Der er udvalgt et af disse tilbud med henblik på at afslutte forhandlingerne om en mellemfinansiering i størrelsesordenen EUR 75,0 mio. Det forventes, at disse forhandlinger kan være afsluttet i september 2008."*

Efter sagen blev kendt dykkede aktien kraftigt, og vi købte aktien til Spekulationsportefølje til kurs 61. Efter regnskabet fredag steg aktien 4% til 67,5 under pæn stor omsætning. Umiddelbart var det en skuffende lille kursstigning, som kan begrundes med andre negative knaster i regnskabet: For det første blev driftsoverskuddet i 2. kvartal skuffende 1 mio. kr. mod 9 mio. kr. i 1. kvartal. Og her var den italienske vindmøllepark endda kun i funktion én måned. På det grundlag havde vi forventet et årsoverskud på 40-50 mio. kr. mod ledelsens aktuelle forventning på 12-15 mio. kr. Vores årsforventning er nu reduceret til 20-30 mio. kr. hvilket på den korte bane er en klar skuffelse.

For det andet melder regnskabet om en række nye usikkerheder, dels tidsmæssige forsinkelser på flere

konkrete projekter, dels usikkerhed som følge af nye procedurer for godkendelse af vindmølleprojekter i flere italienske regioner. I eksempelvis Minerva Messina projektet på 48 MW er levering af vindmøller udskudt fra juni til september 2008, og tilslutning til elnettet forventes i slutningen af året. Cagliari II og III projekterne er også forsinket, idet produktionsstart var forventet ved udgangen af året, men nu udskudt til 2. kvartal. Endelig indeholder regnskabet en lang udredning om de ændrede procedurer for myndighedsgodkendelser, og mellem linier lugter det af yderligere forsinkelser på igangværende udviklingsprojekter.

Vores bundlinie er, at vi sandsynligvis snart hjemtager en kortsigtet gevinst på Greentech. Aktuelt er kursgevinsten ca. 10%, og vi forventer, at meddelelse om endelig aftale om mellemfinansiering i løbet af september vil være en kortsigtet kurstrigger. Vi vil sandsynligvis hjemtage gevinst omkring op mod 72-75, men måske tidligere.

MWL

Abonnement på AktieUgebrevets analyseredskab AU Professionel tegnes på [www.aktieugebrevet.dk](http://www.aktieugebrevet.dk). Nuværende abonnenter skal logge ind på den personlige side først. Læs detaljeret brugerguide her: [www.aktieugebrevet.dk/nyheder/33/](http://www.aktieugebrevet.dk/nyheder/33/)

Prøv  
NfB

**GRATIS** i en måned

**NfB henvender sig til bestyrelser, direktører og deres rådgivere og omhandler:**

Corporate Governance • Investor relations • Månedens bestyrelsesformand • Praktisk bestyrelsesarbejde • Bestyrelsesansvar • Oprettelse af rådgiverprofil på Bestyrelsen.dk • **NfB udkommer hver anden fredag kl. 12.**

**Nyhedsbrev for Bestyrelser**

Tilmeld dig på [www.bestyrelsen.dk/nyhedsbrev](http://www.bestyrelsen.dk/nyhedsbrev)



## Sydbank fortsætter nedad

Nogen gange er det nemt at aflæse en akties retning. Hvis både kurstoppe og -bunde ligger højere og højere, har man fundet en aktie, som er på vej opad. Og hvis kurstoppe og -bunde ligger lavere og lavere, er kursen på vej nedad.

Men hvad nu hvis kurstoppene bliver lavere og lavere, mens kurstoppene bliver højere og højere? Sådan en udvikling virker måske ret usandsynlig, men det er den faktisk ikke. Figuren i højre spalte viser os, at Sydbank fra C20-indekset afsluttede en lang nedtur med dannelsen af sådan en "vimpel".

Når kursen er faldet i lang tid, vil det være naturligt at tillægge det en positiv betydning, at kursbundene ikke bliver ved med at ligge lavere. Men her skal man være forsigtig. Når kurstoppene fortsætter deres fald, fortæller det os nemlig, at markedet måske så småt begynder at checke, om bunden er ved at være nået. Men når kurstoppene samtidig fortsætter med at falde, afslører det, at mistilliden til aktien stadig er intakt. Salgssiden er med andre ord stadig stærk.

Det kan bestemt ikke afvises, at købersiden vinder en sådan kamp mod sælgerne, og i så fald vil der være

lagt op til en kraftig kursstigning. Starten på en sådan kursstigning skydes i gang ved, at kursen passerer loftet i den vimpel, som vi har tegnet med rødt nedenfor.

Men traditionelt afsluttes en kursvimpel med at kursen fortsætter i samme retning, som den kom fra. For Sydbanks vedkommende vil det sige nedad. Som det ses af figuren fulgte Sydbank traditionen og fortsatte sit fald efter en kort pause.

BJ



BOVEN

**POISE**  
of denmark

Exclusive **Limited** Editions  
Mens suits & accessories



## Dicentia står på kanten af ansvarssager

Modelporteføljen pr. 31/08-2008

Købt	Navn	Antal	Kurs	Købskurs	Udbytte	+/-	+/-
120808	Greentech	1000	67,50	61,00	0	6307	10,3%
220808	Topsil	64000	1,45	1,38	0	4208	4,8%
230608	Konv. Obligation Dicentia	10380	5,00	5,00	0	-156	-0,3%
270608	FLSmidth	165	409,00	511,00	0	-17058	-20,2%
011107	LifeCycle Pharma	2957	25,40	34,26	0	-26464	-26,1%
011107	Dicentia	3460	5,25	23,10	0	-61946	-77,5%

Gevinst/tab på seneste fem solgte aktier

270608	Xact Bear	3850	50,30	43,90	0	24096	14,3%
120808	FLSmidth	60	430,00	511,00	0	-4957	-16,2%
120808	Novozymes	60	505,00	434,00	0	4156	16,0%
130808	Novozymes	180	528,00	434,00	0	16660	21,3%
220808	Vestas Wind Systems	150	673,00	571,00	0	15040	17,6%

Startkapital pr. 04/01-2004	150000	Resultat	2008	I alt
+ realiseret gevinst	342854	Modelporteføljen	9,3%	165,2%
+ urealiseret gevinst	-95108	Investeringsgrad		94,8
= kapital	397746			

Med en nedjustering af årsforventningen til driftsoverskud før afskrivninger (EBITA) fra plus 10 mio. kr. til minus 10 mio. kr. vurderer AktieUgebrevet, at Dicentias bestyrelse og ledelse står på kanten af en række ansvarssager, hvor aktiekøb og tegning af konvertible obligationer for nogle måneder siden muligvis er sket på et vildledende grundlag.

I et særskilt regnskab for januar-april 2008 op til emissionen fremgik det, at selskabet særskilt i april havde præsteret et driftsoverskud på 1,3 mio. kr. efter et minus på 6,3 mio. kr. i 1. kvartal. Efter emissionen – i maj og juni – er det tilsyneladende gået helt galt. Her voksede driftsunderskuddet (EBITA) dramatisk til minus 9,5 mio. kr. i de to måneder.

I regnskabet oplyses kun, at nedjusteringen bl.a. skyldes sen opstart af den tilkøbte fabrik i Tyskland. Det kan imidlertid undre, da den nye fabrik skulle øge salg og forbedre lønsomhed, og samtidig skulle den efter planen først tages i brug i juni, altså i slutningen af kvartalet. Den manglende/tynde forklaring på nedjusteringen giver ledelsen, herunder bestyrelsesformand Jan Frøshaug, et kolossalt troværdighedsproblem og tilliden til selskabets ledelse må nu være på frysepunktet.

Hertil kommer, at Dicentia tilsyneladende har overtaget den tyske fabrik uden først at få de nødvendige tilladelser fra rettighedshavere til produktionsteknologien.

Note: Der er tale om en fiktiv portefølje. Ved alle handler beregnes kurtageomkostninger på 0,15%, dog minimum 75kr

Derfor er produktionsstart nu udsat på ubestemt tid, og her har ledelsen spillet hasard med aktionærernes penge og indtil videre tabt. Vi vurderer, at denne handling kan være ansvarspådragende.

Det er muligt, at Dicentia dagen efter emissionen var overstået, har fået markedsvilkårene markant mod sig. Men det bør bestyrelsen så oplyse om klart og tydeligt, samt anviser hvad man gør for at rette op på den miserable udvikling. Det værste er således ikke, at selskabet nedjusterer, men at ledelsen forsøger at feje tingene ind under gulvtæppet. Oplysningerne lever efter vores vurdering ikke op til Fondsbørsens oplysningsforpligtelser.

Med det aflagte regnskab for 2. kvartal vil AktieUgebrevet arbejde for følgende: For det første undersøge et eventuelt bestyrelses- og ledelsesansvar med henblik på erstatningskrav. For det andet undersøge mulighederne for at få indsat en ny bestyrelse og især ny bestyrelsesformand hurtigst muligt. Jan Frøshaug kandiderer p.t. til titlen som Fondsbørsens mest talentløse bestyrelsesformand. Og kun en hurtig god forklaring i en børsmeddelelse kan rette op på dette.

Ufrivilligt beholder vi aktierne i Spekulationsporteføljen, dels fordi værdiansættelsen allerede afspejler et konkursscenarie, og dels fordi aktierne ikke kan afsættes på grund af svag likviditet.

MWL



# Oplysninger om AktieUgebrevet

AktieUgebrevet udgives af AktieUgebrevet ApS og udkommer ugentligt hver søndag aften i alt 44 uger om året. Ugebrevet udsendes kun pr. e-mail og ikke med almindelig brevpost. Tilmelding til abonnement sker på [www.aktieugebrevet.dk](http://www.aktieugebrevet.dk) ved betaling med Dankort. Her kan også bestilles adgang til elektronisk artikelarkiv og SMS-tjeneste med handelsbeskeder.

## 3 mdr abonnement

PDF-dokument via e-mail 500,- inkl. moms.

## 12 mdr abonnement

PDF-dokument via e-mail 1.550,- inkl. moms.

## Redaktion

**Morten W. Langer.** Journalist, Cand. Polit. Har de seneste femten år arbejdet som erhvervsjournalist på Børsens Nyhedsmagasin, Økonomisk Ugebrev og Ugebrevet Mandag Morgen.

**Bruno Japp.** Cand. Merc. Aud. Har handlet med aktier i mere end 25 år, og har således mange års personlig erfaring med både de gode og de dårlige sider af aktiemarkedet.

**Lars Bjørnvik.** Analytiker, Cand. Merc. og MBA in Shipping and Logistics fra CBS (Copenhagen Business School).

**Lars Wismann.** Cand. merc., stats. aut. ejd. mgl. & valuar MDE. Har igennem en årrække arbejdet som projektchef med udvikling af investeringsejendomme.

## Adresse

AktieUgebrevet ApS  
c/o Huset Mandag Morgen  
Valkendorfsvej 13, Postboks 1127  
1009 København K  
Telefon: 33 93 93 23  
Fax.: 39 68 39 42  
[www.aktieugebrevet.dk](http://www.aktieugebrevet.dk)  
kontakt@aktieugebrevet.dk

## Salg og Marketing

Salgschef Kasper Lyng Jørgensen  
Telefon: 33 70 71 07  
Mobil: 31 34 06 61  
kasper@aktieugebrevet.dk

## Bogholderi

Huset Mandag Morgen  
Valkendorfsvej 13, Postboks 1127

1009 København K  
Jørgen Olsen  
Telefon: 33 70 71 10  
kontakt@aktieugebrevet.dk

## Bank

Danske Bank  
Reg.nr. 4180 Kontonr. 4180780785  
Giro: 10016002  
Iban code: dk11 3000 4180 780 785  
Swift code: dabadkkk

## Annoncer

Treu Media Jan Treu  
Pilestræde 52, 3. sal - Box 182, 1005 København K  
Telefon 33 33 06 80  
Fax 33 33 06 81  
E-mail jt@treumedia.dk

## Forbehold

Informationerne i AktieUgebrevet stammer fra kilder, som anses for at være pålidelige. Vi påtager os intet ansvar for materialets fuldkommenhed eller for rigtigheden af informationerne.

Vi opfordrer ikke til at købe eller sælge værdipapirer, og vi påtager os intet ansvar for eventuelle følgevirkninger af beslutninger, der træffes med udgangspunkt i informationerne i AktieUgebrevet.

Læserne opfordres til at søge supplerende og uddybende information vedr. udstederne af værdipapirerne og den seneste udvikling på børsmarkedene.

## Kort om AktieUgebrevet

AktieUgebrevet henvender sig især til private investorer med en investeringshorisont på 2-3 uger op til 2-3 år. Investeringsuniverset er danske aktier på Københavns Fondsbørs samt enkelte udenlandske papirer. Flagskibet i AktieUgebrevet er Basismodelporteføljen og Spekulationsmodelporteføljen for henholdsvis solide danske aktier og mere spekulative aktier.

Modelporteføljerne afspejler redaktionens syn på tidens bedste investeringsmuligheder.

Investeringsstrategien er rimelig forsigtig. Vigtigst er det at undgå tab og bevare kapitalen intakt. Dernæst kommer målsætningen om at skabe det højest mulige afkast. I korte perioder med stor usikkerhed på finansmarkedene kan man komme ud for, at hovedparten af kapitalen i modelporteføljerne er placeret i kontanter. Som hovedregel vil mellem 30 og 80 procent af kapitalen dog være investeret.