



AKTIEUGEBREVET

- værdifuld læsning hver uge

Danske Bank på vej mod subprime-krise?

Stigende lånerenter for ejendomsselskaber og højere variable boligrenter kombineret med fortsatte fald i prisen på ejerboliger og tvangssalg af investeringsejendomme begynder at gøre ondt i bankerne, og realkrediten står også for skud.

bankTrelleborgs kollaps i starten af året var blot et ekstremt eksempel på en bank, hvor risikostyringen og bestyrelsens overvågning af direktionen var stærkt mangelfuld. Onsdagens chokmelding fra Fionia Bank om kæmpe nedskrivninger på ejendomsudlån er med til at tegne et billede af situationen: *"Efter en skærpet gennemgang af kreditengagementer inden for ejendomssektoren forøger bestyrelsen i Fionia Bank forventningerne til årets nedskrivninger fra ca. 70 mio. kr. til mellem 170 og 200 mio. kr. - svarende til 0,7 - 0,8% af udlån og garantier pr. 31.3.2008,"* hed det i børsmeddelelsen.

Netop udviklingen på bolig- og ejendomsmarkedet herhjemme gør det også interessant at se på de store realkreditinstitutter, som med den fortsatte nedtur i boligpriserne står direkte i skudlinien.

Ifølge boligsiden Boliga.dk er antallet af boliger-til salg nærmest eksploderet de seneste 3 - 4 måneder i de fleste kommuner i Hovedstadsområdet, og mange steder er kvadratmeterpriserne også hastigt på vej ned.

Særligt bør man som investor være opmærksom på de øgede risici i Danske Banks realkreditforretning, Realkredit Danmark, og provinsbankernes garantiordning i Totalkredit-systemet. Ikke mindst fordi man nu ser de første eksempler på boligejere, der har måtte sælge

med betydelig tab, efter at de for 1 - 2 år siden købte dyrt (eller tog tillægslån) nær toppen på boligboblen.

Fortsætter nedturen på boligmarkedet – og det tyder meget på, den gør – skal der ikke markant større prisfald til, før realkreditinstitutternes sikkerheder op til 80 procent af belåningsværdien (=købspriser) begynder at blive truet. Dermed kan realkreditinstitutterne – og de banker, som har stillet tilsvarende garantier – lide betydelige tab på det brede boligmarked. Den negative spiral på boligmarkedet kan blive forstærket, hvis antallet af tvangsauktioner stiger markant.

Denne udvikling kombineret med stigende variable renter på boliglån, kan være med til at vælte læsset for en større gruppe husejere. Billedet ser dystert ud, hvis man tror på, at denne boligboble udvikler sig som boligbobler tidligere i historien: Nedturen i boligpriserne efter større boligbobler har i gennemsnit varet seks år, hvorved der meget vel kan være 3-4 år med vigende boligpriser forude. Angiveligt er det blandt andet dette scenarie, som har fået udenlandske investorer til at se skævt til Danske Bank-aktien det seneste halve år. Som ejer af Realkredit Danmark kan banken let komme ud i en subprime-lignende situation med de danske realkreditudlån.

Dette potentielle risikobillede er antagelig også en af forklaringerne på, at Danske Bank-aktien har perforeret betydelig ringere end de øvrige nordiske storbankaktier gennem en længere periode. Danske Bank-aktien har ikke mindst de seneste uger klaret sig meget dårligt, og aktien nåede i denne uge et nyt lavpunkt for hele 2008.

MWL

Læs i AktieUgebrevet nr. 21/2008

Side 2 - Ugens Aktie

Er 250 mio. kr. nok for Brdr. Hartmann?

Side 3 - Copenhagen Benchmark

Vi går ind i en afgørende uge

Side 4-5 - C20-aktierne

Salgsanbefaling på Danske Bank

Side 6 - Aktieskoleartikel

Farlige ord i regnskabsmeddelelser

Side 7 - Basismodelporteføljen

Dobbelt udskiftning i Basisporteføljen

Side 8 - Aktiekommentar

Dicentia gav overskud i aprilregnskab

Side 9 - Aktiekommentar

Alvorlig tvivl om Aamunds lederskab

Side 10 - Aktiestrategianalyse

Nu vender den negative stemning tilbage

Side 11 - AU Professionel

De professionelle kigger kun på C20-aktier

Side 12 - Udvidet analyse

Jyske Bank genindtræder i C20-indekset

Side 13 - Spekulationsmodelporteføljen

Frasalg og køb af Xact Bear planlægges

Er 250 mio. kr. nok for Brdr. Hartmann?

Den igangværende aktieemission forventes at give Brdr. Hartmann en kvart milliard kroner i kassen. Men en trediedel af pengene går til kreditorerne, og vi stiller spørgsmålstejn ved, om den resterende del af kapitalen er tilstrækkelig til at finansiere eventuelle ubehagelige overraskelser.

Børskurs på analysetidspunktet: 150,00
AktieUgebrevets fair value (6 mdr): 150,00

Brdr. Hartmann skal have tilført en kvart milliard kroner i ny kapital, og i den forbindelse udtalte adm. direktør Peter A. Poulsen, at "Når begejstringen over forbedringen i første kvartal har lagt sig, kan vi se, at det stadig er en ynkelig forretning". Dermed demonstrerede han en ærlighed, som man ikke møder tit på børsen.

Måske er Peter A. Poulsen simpelthen en ærlig mand. Eller måske er Brdr. Hartmann efterhånden kommet så langt ud i tovene, at aktiemarkedet ikke længere køber lyserøde forventninger, håb og drømme.

Et skeptisk aktiemarked er et rigtig dårligt udgangspunkt, når man har brug for at få tilført ny kapital, og det har Brdr. Hartmann da tydeligvis også været meget opmærksom på. Man har således skiftet ud i ledelsen, og revideret selskabets strategi meget betydeligt. Og nu går man så til børsen og beder om flere penge.

Det sker ved udstedelse af 3.507.545 nye B-aktier til kurs 78. Samtidig vil opdelingen i A, AA og B-aktier bliver ophævet, så der fremover kun vil være én aktieklasser.

Denne aktieemission planlægges at tilføre Brdr. Hartmann 252 mio. kr., som skal skabe det finansielle fundament for selskabets reviderede strategi.

Emissionen er i praksis sikret

Eftersom eksisterende aktionærer har givet bindende forhåndstilsagn om tegning af nye aktier for 214,6 mio. kr. samt garanti for erhvervelse af yderligere aktier for 48,4 mio. kr., hvis ikke udbuddet fuldtegnes, kan det allerede nu konstateres, at pengene med meget stor sikkerhed er i hus.

Men en del af den kvarte milliard kroner er faktisk også allerede brugt. Et beløb på 65 mio. kr. vil nemlig blive brugt til at indfri en ekstraordinær midlertidig kreditfacilitet hos Danske Bank og Nordea. Og yderligere 16,7 mio. kr. betales til Brdr. Hartmanns Fond som indfrielse af et ansvarligt lån. Dermed forsvinder en trediedel af den nye kapital altså til kreditorerne. De resterende 171 mio. kr. planlægger man at anvende til "yderligere investeringer i kerneforretningen med det formål at øge Selskabets langsigtede indtjening".

Det forklares nærmere, at hovedparten af investeringerne forventes anvendt i 2009, hvor investeringsniveauet vil være 100 - 125 mio. kr. højere end det normale niveau. Af regnskabsoplysningerne i aktieemissionsprospektet kan man beregne, at den gennemsnitlige pengestrøm fra investeringsaktivitet de seneste tre år har været 67 mio. kr. om året. Gennemsnitstallet indeholder salg af materielle aktiver for 114,7 mio. kr. i 2006, så det er snarere for lavt end for højt.

Men hvis vi tager udgangspunkt i et normalt investeringsniveau på ca. 67 mio. kr. om året og ekstraordinære investeringer i 2009 på 100 - 125 mio. kr., så er hele proventet fra aktieemissionen faktisk væk i løbet af 2009. Når det sammenholdes med risikogennemgangen i prospektet tænder -et par advarselsslamper.

Risiko for flere nedskrivninger

Det oplyses bl.a., at bristede forudsætninger for forretningsområdet Ægemballage Nordamerika medfører en risiko for yderligere væsentlige nedskrivninger.

Det oplyses også, at Industriemballage er afhængig af én større kunde, som nu har meddelt, at deres indkøb hos Brdr. Hartmann forventes afsluttet ved udgangen af 2009. Og at en nedlukning af dette forretningsområde kan få en væsentlig negativ virkning.

Oplysningen om, at Brdr. Hartmanns konkurrenter er mere ressourcerstærke, og at markedet er præget af 10-15% overkapacitet med deraf følgende prispres er heller ikke beroligende læsning.

Disse risici skal ses i sammenhæng med, at Brdr. Hartmanns turn-around proces er en langstrakt affære, som først på længere sigt kommer til at give overskud. På kort sigt vil virkningen være negativ på både resultatopgørelse og pengestrøm. Det er i erkendelsen heraf, man nu gennemfører en aktieemission.

Spørgsmålet er imidlertid, om denne kapitaltilførsel er stor nok til at dække eventuelle ubehagelige overraskelser. Eller om den kun kan finansiere et "best case scenario", så man igen må på børsen og hente ny kapital, hvis noget går galt. Noget, som Brdr. Hartmann er blevet ramt af igen og igen de seneste år.

Hvis det bliver tilfældet, kan det blive langt vanskeligere at skaffe yderligere kapital (hvilket da også oplyses på side 26 i prospektet). Denne usikkerhed bør påvirke aktiekursen negativt.

Vi fastholder vurderingen af Brdr. Hartmann som en spændende aktie med et stort kurspotentiale. Men også en risiko langt over gennemsnittet, og på den baggrund fastholder vi vores tidligere kursmål på 150.

Vi går ind i en afgørende uge

Den kommende uge bliver et meget vigtigt pejlemærke for udviklingen på aktiemarkedet hen over sommeren. Som det fremgår af øverste figur i venstre spalte, så ligger Copenhagen Benchmark (CB) stadig over den vigtige grænse i 570, så umiddelbart ser det hele tilforladeligt ud. Men der er to grunde til bekymring, som måske kan kaste grus i maskineriet.

For det første ser det ud til, at faldet fra toppen i 611 ikke bliver fulgt op med en ny udfordring af denne top. Det begyndte ganske vist godt med en hurtig stigning fra 583 til 596, men så gik markedet i stå og begyndte i stedet at gå baglæns.

Det er negativt, at CB's fald ikke standsede før den seneste bund i 583, men fredag fortsatte nedad for fuld kraft. Dermed bliver 570 den afgørende grænse. Brydes den er der åbent for et frit fald.

For det andet kan vi se af nederste figur i venstre spalte, at det trods to forsøg endnu ikke er lykkedes CB at komme over på rigtige side af det lange 200 dages glidende gennemsnit. Et sådant gennembrud er helt afgørende for genetableringen af tillid blandt investorerne.

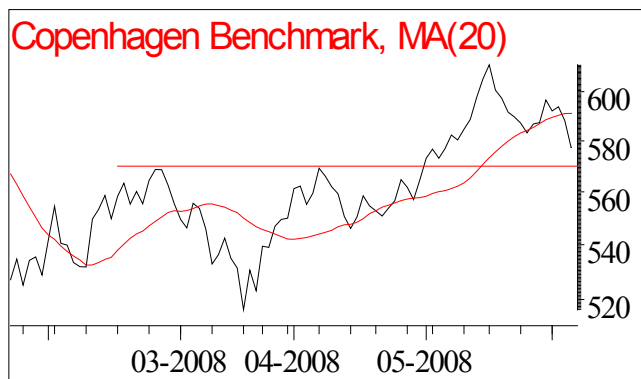
Så længe CB ligger under sit lange 200 dages glidende gennemsnit, er budskabet nemlig, at aktiemarkedet måske stiger i øjeblikket, men at den overordnede retning stadig er nedad.

Med den holdning i baghovedet kan man godt investere sine penge, men det bliver ikke hele kapitalen, som sættes i spil, og det bliver med en hurtigere finger på salgsknappen, end hvis man har en grundlæggende tillid til markedets stigning.

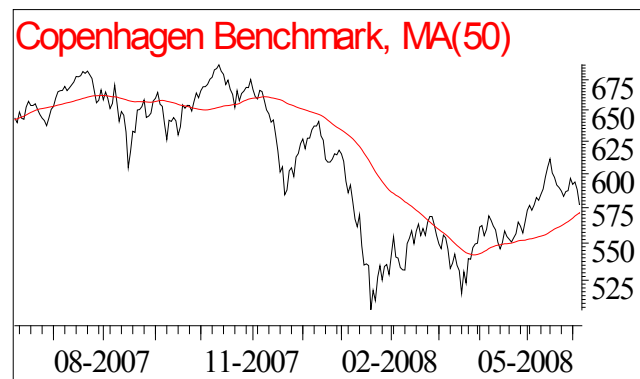
Netop den nervøse og kortsigtede indstilling har vi set adskillige eksempler på den seneste måned. Her har nedjusteringer, som for et år siden ville have medført et kursfald på 3-4% nu resulteret i noget, som nærmest har lignet panikudsalg. Som eksempler kan nævnes aktier som Coloplast, DLH og H+H International.

Hvis ikke 200 dages glidende gennemsnit (599,20) brydes, vil denne nervøse indstilling sandsynligvis resultere i væsentlige kursfald, som i bedste fald standser ved 560 - 570 niveauet. Men i værste fald sender markedet tilbage til niveauet i januar og marts. D.v.s. yderligere kursfald på 10 - 15%.

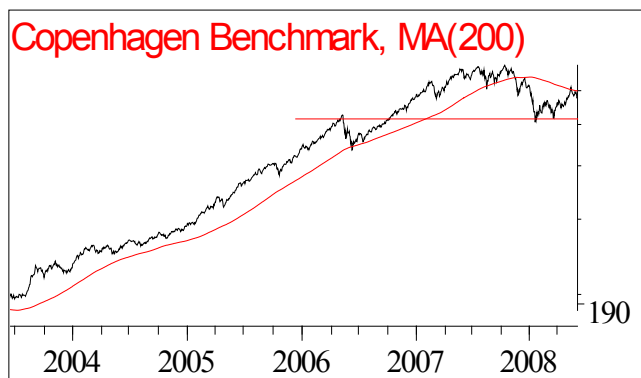
BJ



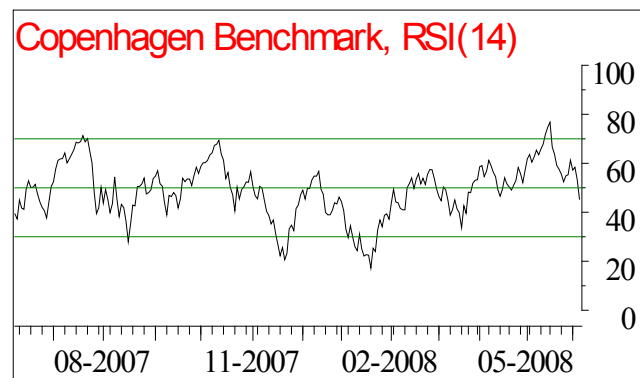
BCVIEW



BCVIEW



BCVIEW



BCVIEW

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").

Salgsanbefaling på 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: 58000,00

APM holder sig i toppen af den stigende kurskanal, som aktien har ligget i siden januar. Kursen ligger over både 20 og 50 dages glidende gennemsnit, og på trods af tilbagefaldet siden seneste top i 60300 er APM dermed stadig en aktie i stigning.

Carlsberg B

Aktuel kurs: 508,00

Carlsbergs aktieemission er nu ved at være overstået, og da de rigtig store investorer må formodes at have fået stillet deres sult m.h.t. Carlsberg-aktier, kan det resultere i en sivende kurs et stykke tid. Men alene det forhold, at efterspørgslen efter Carlsberg-aktien var så stor, som det viste sig at være tilfældet, taler til fordel for en stigning på lidt længere sigt.

D/S Norden

Aktuel kurs: 564,00

D/S Norden kæmper for at holde sig omkring den brudte modstandslinie i 580. Kikser det, kan der være lagt op til et fald mod 460.

Danisco

Aktuel kurs: 365,50

For Danisco har stigningerne den seneste måned været betydeligt større end de følgende fald. Det fortæller om en aktie på vej opad, og det forventer vi fortsætter, indtil der kommer en afklaring om salget af Danisco Sugar. Det første bud kommer sandsynligvis indenfor de næste to uger.

BJ ejer privat aktier i Danisco

Danske Bank

Aktuel kurs: 151,00

Efter at have haft niveauet omkring kurs 163 som bund i lang tid, er Danske Bank nu på vej ned gennem den bund. Vi beskrev i sidste uge to forskellige scenarier for Danske Bank og frarådede et køb, indtil det var klart, hvilket scenarie aktien valgte.

Nu kan vi konstatere, at det blev det negative scenarie med en Descending Triangle (en "faldende trekant" med faldende kurstoppe og vandrette kursbunde), som blev en realitet. Det taler for, at Danske Bank skal væsentligt længere ned. Så selvom vi på lang sigt er positive overfor Danske Bank hæfter vi på kort sigt en salgsanbefaling på aktien.

DSV

Aktuel kurs: 118,25

DSV bevæger sig på kort sigt sidelæns i en bevægelse, som til forveksling ligner situationen i første halvdel af april. Dengang afsluttedes den sidelæns bevægelser med en lodret stigning. Det tror vi ikke vil ske denne gang. Selvom DSV på lang sigt er en attraktiv aktie, er de første nedjusteringer på DSV nu begyndt at komme fra de internationale finanshuse, og på kort sigt vil et tilbagefald mod støttelinien i kurs 110 være mere sandsynligt end en stigning til den tidligere top i 139.

FLSmidth & Co

Aktuel kurs: 559,00

FLSmidt stiger støt og roligt. Toppen fra efteråret 2007 er nu passeret, og det sker tilmed under en pæn omsætning. Det er fristende at advare mod en aktie, som slår kursrekorderne fra sidste år med henvisning til, at stigningen nok snart slutter. Men teknisk er FLSmidt faktisk en af stærkeste aktier i C20-indekset idag.

Genmab

Aktuel kurs: 229,75

Genmab blev afvist klart ved det første forsøg på igen at komme ind i kursintervallet 285 - 400. Det afgørende er nu, om kursen standser faldet før bunden fra midten af marts, som lå i 220,75. Ligger bunden idag højere end dengang taler det for, at der snart kommer endnu et angreb på kurs 285. Men ligger den lavere, kan det betyde frit fald for Genmab. Så hold godt øje med, hvordan Genmabs kurs opfører sig, mens den nærmer sig 220.

GN Store Nord

Aktuel kurs: 30,00

GN Store Nord bevæger sig sidelæns og giver ikke anledning til yderligere kommentarer i denne uge.

Salgsanbefaling på Danske Bank

H. Lundbeck

Aktuel kurs: 117,75

Lundbecks fald fra kurs 130 standsede i det område mellem 115 og 120, som har været midteraksen for Lundbecks aktiekurs det meste af året. Med mindre man spekulerer i små hurtige kursgevinster, er Lundbeck derfor ikke længere interessant.

NKT

Aktuel kurs: 409,00

NKT arbejder sig op mod modstanden i 430, men denne grænse er endnu ikke brudt. Derfor bør man holde sig på sidelinien et stykke tid endnu. Afvent en stigning forbi kurs 430 før et køb overvejes.

Nordea

Aktuel kurs: 72,50

Nordea rammes nu af det pres mod finansaktierne, som igen er ved at starte i USA. Teknisk giver aktien et klart salgssignal. Vi vælger dog alligevel at beholde aktien i Basismodelporteføljen, da den fundamentale baggrund i Nordea er stærk, og aktien derfor på lidt længere sigt efter vores mening vil være et godt køb.

Novo Nordisk B

Aktuel kurs: 315,00

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

Novozymes B

Aktuel kurs: 479,00

Novozymes havde en svagt negativ udvikling siden det eksplosive kurshop fra 427,50 til 532. Det var der ikke noget overraskende i, og kursen holdt sig da også over både 20 og 50 dages glidende gennemsnit samt støttelinien i 480. Sådan er det ikke længere, og fredagens fald kan være indledningen til en større nedtur for Novozymes.

Sydbank

Aktuel kurs: 191,25

Sydbanks lodrette stigning er nu standset, og kursen tester 20 dages glidende gennemsnit i 198. Gevinsttagning nu vil presse kursen tilbage mod 50 dages glidende gennemsnit i 187.

Topdanmark

Aktuel kurs: 794,00

Topdanmark svinger mellem 800 og 860. Det kan den risikovillige swingtrade på, men den forsigtige investor holder sig væk, indtil 860 er passeret markant.

TrygVesta

Aktuel kurs: 384,50

TrygVesta tester nu modstandslinien ved 390, men eftersom kursen ligger under både 20 og 50 dages glidende gennemsnit, og der ikke er hverken selskabsspecifikke eller markedsmæssige nyheder, som begrunder en stigning, forventer vi, at modstanden holder. Resultatet vil derfor blive et kursfald på 5-10%.

Vestas Wind Systems

Aktuel kurs: 656,00

Vestas fortsætter sin flotte stigning, selvom alle pejlemærker taler for en snarlig korrektion i nedadgående retning. Kursen har således lagt meget stor afstand til 50 dages glidende gennemsnit, og det signalerer normalt en optimistisk stigning, som går lidt for hurtigt. Tilsyneladende står der stærke kræfter bag Vestas' stigning, som derfor godt kan fortsætte et stykke tid endnu.

William Demant Holding

Aktuel kurs: 332,00

WDH ligger nu igen under støttelinien ved 350. Sidst det skete var i slutningen af januar, hvor faldet standsede ved 325, men derefter blev vendt til en stigning op forbi kurs 400. Med en kurs under både 20 og 50 dages glidende gennemsnit er WDH nu en presset aktie, og vi anser et fald under bundniveauet fra januar for sandsynligt.

BJ

Ugens stigninger og fald

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

Farlige ord i regnskabsmeddelelser

Vi er netop blevet færdig med sæsonen for 1. kvartalsregnskaber, og snart kommer halvårsregnskaberne.

Disse regnskaber opfattes ofte som objektive og neutrale beskrivelser af, hvordan det er gået for et selskab i en bestemt periode. Beskrivelsen gives dels i form af tal (resultatopgørelse, balance og nogen gange også en pengestrømsanalyse) og dels i en tekst, som sætter en sproglig forklaring på alle tallene.

Talmaterialet i et regnskab er forholdsvis objektivt, men til gengæld kræver det ofte en vis regnskabskundskab at forstå det. Derfor er den forklarende tekst vigtig for de fleste ikke-professionelle regnskabslæsere.

Problemet er bare, at den forklarende tekst ikke er lige så objektiv som tallene. Mens tallene produceres af et regnskabsprogram, så er teksten skrevet af mennesker, og det giver mulighed for manipulation.

Med manipulation mener vi ikke et bevidst forsøg på at snyde læserne med forkerte oplysninger, for det er der næppe nogen selskaber, som er dumme nok til at forsøge. Men eftersom det er selskaberne selv, som skriver den forklarende tekst, er det også selskaberne, som bestemmer, hvor fokus i regnskabsteksten skal være. Og det giver rige muligheder for at styre læseren.

Hvis ikke man som læser er opmærksom på, at man måske bliver ledt i den retning, som selskabet ønsker, så risikerer man at blive efterladt med et helt forkert billede af det regnskab, man læser.

Et selskab kan ikke undlade at videregive ubehagelige oplysninger, men de kan pakkes ind og omformuleres, så de glider lettere ned. Til det formål benyttes ofte ganske bestemte ord og formuleringer, og hvis man er opmærksom på dem, har man et udmærket udgangspunkt for at gennemskue det virkelige indhold i regnskabsteksten. Lad os se på tre eksempler.

Lavere end forventet

Vi starter med en formulering, som er rimeligt nem at forstå. Nemlig, når et selskab fortæller os, at resultatet er lavere end forventet. Det betyder, at man tog fejl, da man spåede om det kommende resultat.

Det er der ikke nødvendigvis noget problem i, men som læser bør man gøre to ting, når man læser sådan en oplysning. For det første skal man læse videre i regnskabet og finde årsagen til, at selskabet ikke levede op til egne forventninger. Skyldes det enkeltstående udefrakommende forhold, som man ikke havde nogen indflydelse på? Eller skyldes det, at man bare ikke var god nok til at lave forudsigelser? De to spørgsmål er ret vigtige, når man skal vurdere troværdigheden i de korrigerede forventninger.

For det andet skal man kigge på selskabets tidligere

regnskaber og finde ud af, om den aktuelle nedjustering af forventningerne er en enkeltstående begivenhed, eller om det er en god gammel tradition i dette selskab at love mere, end man kan holde. Den slags selskaber findes faktisk på børsen idag.

Vi har fokus på...

Næste udtryk er vanskeligere at gennemskue, for der er jo som udgangspunkt ikke noget galt i at have fokus på noget. Men når man alligevel skal betragte denne formulering som et advarselssignal, skyldes det, at udtrykket meget ofte anvendes i forbindelse med et problem, som man ikke har løst.

Her skal regnskabslæseren undersøge, hvad selskabet rent faktisk har tænkt sig gøre ved problemet. Ud over at "sætte fokus på det", hvilket jo i sig selv er en ret indholdsløs formulering.

Hvis ikke der følges op med en konkret forklaring på, hvad dette fokus skal resultere i af konkrete handlinger, så taler sandsynligheden for, at selskabet faktisk ikke ved, hvad de skal gøre. Men bare er nødt til at give indtryk af, at de har styr på situationen. I den slags situationer kan man forvente, at problemet også er der i næste regnskab.

Vi ser udfordringer...

Dette sidste udtryk er det værste. Det kan stort set oversættes til "Vi er i krise og håber det bedste". Men det kan man jo ikke skrive i et officielt regnskab, som gerne skulle give aktionærerne indtryk af, at man er et succesfuldt selskab med kontrol over tingene. Så vælger man at tale om "væsentlige udfordringer" i stedet for at tale om "problemer, som måske kan koste selskabet livet".

Her bør man som regnskabslæser skære igennem og sætte et stort minus i marginen ud for denne formulering. Og derefter nøje overveje, om man tror på, at selskabet kan klare denne "udfordring".

Man læser meget ofte om udfordringer i regnskaber, som indeholder et dårligere resultat end forventet, og hvor selskabet pointerer, at man skam har fokus på problemerne. Sådanne regnskaber bør tænde en hel række røde advarselsslamper.

Konklusion

Det handler grundlæggende om ikke blot at læse ordene i et regnskab, men også at gennemskue indholdet i dem. Husk, at der på den anden side af bordet sidder en gruppe mennesker, som har en interesse i at overbevise dig om, at de og deres selskab klarer sig godt. Også når de faktisk ikke klarer sig særlig godt.

Dobbelt udskiftning i Basisporteføljen

Modelporteføljen pr. 06/06-2008

Købt	Navn	Antal	Kurs	Købskurs	Udbytte	+/-	+/-
300108	Danisco	470	365,50	335,50	0	13688	8,7%
300408	H+H International B	120	1364,00	1325,00	0	4277	2,7%
020608	Thrane & Thrane	530	288,50	288,00	0	-117	-0,1%
020608	A. P. Møller – Mærsk B	3	58000,00	59000,00	0	-3439	-1,9%
090408	Carlsberg B	240	508,00	648,00	29640	-4307	-2,8%
190308	Alm. Brand	540	265,00	291,50	0	-14686	-9,3%
070508	Nordea Bank	1900	72,50	83,25	0	-20795	-13,1%
-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-

Gevinst/tab på seneste fem solgte aktier

270508	Dantherm Holding	1150	119,00	137,00	0	-21068	-13,4%
280508	H. Lundbeck	1250	118,50	125,75	0	-9444	-6,0%
290508	DLH B	2000	70,50	76,50	4000	-8368	-5,5%
030608	DSV	1450	122,00	109,50	363	18068	11,4%
040608	Royal Unibrew	280	539,00	562,00	2800	-4025	-2,6%

Startkapital pr. 10/8-2003	500000	Resultat	2008	I alt
+ realiseret gevinst	1048788	Basisporteføljen	-2,2%	204,7%
+ urealiseret gevinst	-25378	Copenhagen Benchmark	-6,6%	183,7%
= kapital	1523410	Investeringsgrad		70,3

Vi fastholdt investeringsgraden, men benyttede ugen til at udskifte både DSV og Royal Unibrew med henholdsvis A. P. Møller - Mærsk og Thrane & Thrane.

DSV blev solgt med en god gevinst, og med salget brød vi en god gammel regel om at holde fast i en stigende aktie. Men selvom DSV er en meget attraktiv aktie på lang sigt, så kommer den fra en kraftig stigning, som næsten har bragt kursen op til topniveauet fra sidste år.

Det stiller store krav til en aktie at slå kursrekorden fra før den store nedtur startede i efteråret 2007, og vi anser risikoen for, at DSV ikke klarer den opgave for at være for stor. Storbanken HSBC nedjusterede i øvrigt deres vurdering af DSV dagen efter salget fra Basismodelporteføljen.

Royal Unibrew steg helt som forventet, men mødet med modstandslinien ved 620 afsluttede stigningen meget brat. Med et lodret fald tilfølg. Det læser vi som et

signal om, at markedet endnu ikke er klar til at give Royal Unibrew den stigning, som vi mener de fundamentale forhold bag aktien berettiger til, og det er vi nødt til at respektere. Afløseren APM kræver næppe den store introduktion. Her er der tale om en aktie, som er steget gennem længere tid, og som handles til lave nøgletal.

Thrane & Thrane har vi tidligere haft i Basismodelporteføljen, og selskabets ekspansion ser ud til at gå helt efter planen. Regnskabstallene fra T&T snyder en hel del, da man har valgt at udgiftsføre integrationsomkostninger fra en tilkøbt virksomhed på én gang, hvilket får det aktuelle regnskab til at se meget dårligt ud. Men reelt er der tale om en investering i en styrket fremtidig indtjening, og det er endnu ikke belønnet tilstrækkeligt i kursen.

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.

Dicentia gav overskud i aprilregnskab

Så kom prospektet fra Dicentia for tegning af konvertible obligationer, samt perioderegnskab for april 2008. Vi ser fortsat gode muligheder for, at selskabet på den beskrevne baggrund kan levere et solidt turn around og komme væk fra den aktuelle konkurstrussel. Men lad det være sagt med det samme: aktien er - trods de lysere udsigter - fortsat en højrisikoinvestering.

Det er dog meget positivt, at det aflagte regnskab for april 2008 faktisk viser et overskud på knap én mio. kr. Driftsoverskud viste i april således plus 1,4 mio. kr. mod minus 5 mio. kr. i årets første tre måneder. Resultatet fremkommer ved at trække tal i 1. kvartalsregnskabet fra det netop fremlagte januar- april regnskab. Denne udvikling i driften er meget positiv, ikke mindst fordi overtagelsen af fabrikken i Dassow først gennemføres i juni, og outsourcing af produktionen også er under udførelse.

Prospektets følsomhedsanalyser (side 65) viser potentialet i en bedre udvikling end basisscenariet fra årets start: 10% højere bruttomargin end i basisscenariet giver ekstra 18 mio. kr. i driftsoverskud før afskrivninger. 10% større produktion af DVD end i basisscenariet giver plus 8 mio. kr. i driftsoverskud før afskrivninger.

Hertil kommer, at der nu er sket en markant styrkelse af den daglige ledelse, at selskabet efter tre europæiske konkurrenters konkurs bliver en dominerende aktør i Europa, at priserne på DVD er opadgående, og at selskabet planlægger ekspansion i Europa med åbning af 3-4 salgskontorer/studios.

Af den samlede emission på mellem 28 og 58 mio. kr. er 28 mio. kr. garanteret af Nordea og LD Equity 1. Med en bogført egenkapital på kun 12 mio. kr. er der ikke meget at give af. Men hvis egenkapitalen tabes, vil de konvertible obligationer blive omdannet til ny aktiekapital. Og ifølge adm. direktør Torben Nordquist vil det blot betyde en udvidelse af aktiekapitalen, altså således at den "gamle" aktiekapital ikke nedskrives til nul.

Markant reduceret konkursrisiko

Dermed bliver konkursrisikoen også markant reduceret, da det betyder, at hvis den aktuelle egenkapital mod forventning tabes, så indtræder de konvertible obligationer som ny supplerende egenkapital (og aktiekapital). Derved er der altså indirekte samlet set gammel og "ny" egenkapital for i alt 40 til 70 mio. kr. på nuværende tidspunkt. Her skal dog fratrækkes 6 mio. kr. i omkostninger ved emissionen.

Vi forventer, at en stor del af fortegningen gennemføres af de nuværende storaktionærer - udover LD's og Nordeas tegningsgaranti på knap halvdelen af emissionsbeløbet. Af de resterende 50% forventer vi de tre

øvrige storaktionærer, blandt andet svenske AP-fonden tegner sig for yderligere ca. 32%, svarende til deres samlede ejerandel, da deres ejerandele ellers vil blive kraftigt udvandet. Derved burde ca. 80% af tegningsretterne været sikret i emissionen.

God forretning i tegningsretterne

Da Dicentia-aktien er meget illikvid, forventer vi at tegningsretter muligvis vil kunne købes meget billigt, da en række private investorer med Dicentia-aktier næppe vil sætte mere kapital i selskabet. Investorer, der ikke i dag er aktionærer i Dicentia, vil efter vores vurdering kunne gøre en særdeles god forretning ved køb af tegningsretter under 2-3 kr. stykket, da obligationerne giver 8% årligt i rente, indtil en konvertering.

De tegningsretter, vi får tildelt i Spekulationsporteføljen, vil vi ikke sælge under 4-6 kr. stykket. Obligationerne koster 5 kr. stykket og kan senere konverteres til en aktie, som efter vores vurdering bør ligge i mindst 10-15 kr. Når emissionen er afsluttet, forventer vi, at aktier og obligationer vil stige i kurs på grund af den reducerede usikkerhed, ikke mindst efter et forventet positivt resultat for 2. og 3. kvartal.

Med det nye set up og det styrkede kapitalgrundlag ser vi stor sandsynlighed for, at selskabet kan gennemføre et solidt turn around. Ikke mindst fordi tegningsprisen på nye obligationer (= senere aktier) er meget lav. Risikoen er nu mest, at omstillingsprocessen til det nye set up af en eller anden grund kører af sporet. Men med den styrkede ledelse, ser vi ikke stor risiko herfor.

Vores konklusioner altså, at vi bevarer Dicentia-aktierne i spekulationsporteføljen, og at vi udnytter de tildelte tegningsretter, med mindre vi kan sælge dem til en bedre pris end 4-6 kr.

MWL

MWL ejer privat aktier i Dicentia

Fakta

Den 11. juni vil enhver, der har aktier i Dicentia, få tildelt tre tegningsretter til at tegne konvertible obligationer á 5 kr. stykket. Tegningsretterne handles på børsen frem til 20. juni. Tegningsretterne skal indenfor tegningsperioden enten sælges på børsen, eller udnyttes til at tegne obligationer á 5 kr. stykket. Disse obligationer giver 8% i årlig rente, og de kan senere konverteres til aktier, som bør ligge i 15-20 kr. altså umiddelbart en 3-4-dobling af indskuddet.

Alvorlig tvivl om Aamunds lederskab

Bestyrelsesformand, hovedaktionær Asger Aamunds, manglende lyst til at svare på spørgsmål om ledelsen af Bavarian Nordic sår nu alvorlig tvivl om kvaliteten af hans lederskab. Nyhedsbrev for Bestyrelser bragte for nylig dele af et kritisk indlæg fra direktør Michael Voss fra Fundamental Fondsmæglerselskab, som blev fremført på Bavarians generalforsamling. Som en opfølgning var det planen i et interview at give Asger Aamund mulighed for at give et grundigt svar på de kritiserede forhold. Men Asger Aamund valgte at sige nej.

Nyhedsbrev for Bestyrelser fremsendte en række skriftlige spørgsmål til Aamund, som er storaktionær i Bavarian Nordic og Neurosearch, og bestyrelsesformand for Bavarian.

Aamund svarede på mail følgende: "Generalforsamlingens debat og beslutninger er fyldestgørende beskrevet i det officielle referat, som er offentliggjort umiddelbart efter generalforsamlingen." Aamund undgik derved det faktum, at det udsendte referat fra generalforsamlingen (se adressen www.bavarian-nordic.com/08-08_DK) er ekstremt summarisk og ikke med et eneste ord refererer til den faktiske debat på over én time under dagsordenspunktet ledelsens beretning. Det konstateres blot at ledelsens beretning blev taget til efterretning.

Ubesvarede spørgsmål

Nyhedsbrev for Bestyrelser ville gerne have spurgt Aamund mere detaljeret om blandt andet følgende forhold:

Åben, rettidig information om produktkandidaten IMVABOOST? Ledelsen har tidligere udmeldt, at den havde meget store forventninger til dette projekt. For et år siden blev det "sat på hold" for at koncentrere kræfter om koppevaccineordren. Senere skulle projektet "indgå i en evaluering af strategiprocesen." I det netop aflagte årsregnskab 2007 fra marts oplyses nu på side 19, at projektet er opgivet. Oplysningen fremgår ikke af årsregnskabsmeddelelsen.

Klar information om sammenlægning af HIV projekter? Under overskriften "redefinering af HIV-projekterne" i starten af november 2007 i kvartalsregnskabet blev sammenlægning af to HIV-projekter omtalt positivt. Der blev ikke oplyst om, at det reelt ville betyde en markant forsinkelse. Lige efter faldt aktien over 20% - 415 til 320. Jyske Banks analytiker nedjusterede fra kurs 649 til kurs 515.

Rettidig information om forsinkelse af koppevaccineleverancer? Først i årsregnskab 2007 fra marts 2008

blev det oplyst, at leverancer af koppevaccine til USA myndigheder først starter i 2009. Tidligere udmeldt til 3. kvartal 2008. Ikke børsmeddelelse herom tidligere. Ordren blev indgået i juni 2007, og det var velkendt, at myndighederne i USA først skulle validere data. Men hvorfor blev der ikke udmeldt umiddelbart efter oplysningen kom? Forskel i bundlinien på plus eller minus en kvart milliard i 2008.

Risikable investeringer

Blandt andet på baggrund af den mangelfulde oplysningspraksis, herunder Aamunds manglende villighed til at svare på de konkrete spørgsmål, vurderer AktieUgebrevet, at man indtil videre skal være meget forsigtig med en investering i de to selskaber.

Vores vurdering baseres også på en række andre forhold: For det første meddelte Bavarians eneste storaktionær PKA for nylig, at pensionskassens ejerandel var nedbragt til under 5%.

For det andet er biotek generelt ikke "in" hos de professionelle investorer, som p.t. skyer alt med høje risici.

For det tredje er vi en smule bekymret over den finansielle stødpude i Aamunds holdingselskab, A.J. Aamund A/S, som de seneste halvandet år har haft kurstab på over en halv mia. kr. Begynder bankerne at ryste på hånden over deres tilgodehavende på flere hundrede millioner kr. i det private holdingselskab, kan tvangssalg udløse yderligere kursfald.

Endelig bemærker vi, at de professionelle investorer ifølge analyseredskabet AU Professionel har haft nettosalg i syv ud af de seneste ti uger. I tre uger har der været mindre nettokøb. Samme billede kan tegnes for Neurosearch, hvor der kun har været nettokøb i to ud af ti uger.

Neurosearch-aktien nåede i denne uge det laveste niveau i halvandet år, omkring kurs 250. Dette kursleje har flere gange tidligere ydet solid støtte, men hvis det ikke sker denne gang, ser det tekniske billede meget negativt ud.

Billedet er samme for Bavarian, hvor aktien har været inde i en lang glidetur det seneste år. Aktiekursen nåede denne uge det laveste kursleje siden december 2003.

Vi skal endelig understrege, at der i vores vurdering ikke indgår en stillingtagen til selskabernes produktpipeline, men alene en række forhold, som efter vores vurdering meget vel kan påvirke stemningen omkring aktierne de næste par måneder.

MWL

Nu vender den negative stemning tilbage

Med fredagens kraftige kursfald på det amerikanske aktiemarked, fik vi bruddet af det vigtige pejlemærke i 1375-1380 for S&P 500 indeks. Lukkekursen blev 1360.

Nedturen fredag blev sat i gang af økonomiske nøgletal for arbejdsløsheden i USA, som kom ud med 5,5% mod analytikernes forventning på 5,1%. Vi er meget overrasket over, at arbejdsløsheden pludselig skulle være steget så meget. Ikke mindst efter, at der i ugen også kom moderat pæne økonomiske nøgletal fra de amerikanske indkøbschefers ISM, for både fremstillings- og serviceindustri. Også data for jobskabelsen viste positive takter, idet nedgangen i arbejdspladser blev 49.000 mod forventet minus 60.000. Med andre ord viser de fleste nøgletal, at USA's økonomi vakler på randen af stagnation/svag recession. Men hidtil har de økonomiske data ikke været katastrofale.

Da udviklingen på det amerikanske boligmarked, kreditmarkedet og de amerikanske bankaktier de seneste uger også har vist svaghedstegn, manglede der kun et lille negativt signal til at vælte læsset. Det kom så fredag med den store vækst i arbejdsløsheden. Salgspresset er uden tvivl blevet forstærket af, at det tekniske billede understøtter en ny større aktienedtur. Som det fremgår af kursgrafnen nåede S&P 500 indeks for nogle uger siden toppen i en faldende kanal, som kan føres tilbage til august-september sidste år.

Vi ser nu stor risiko for, at S&P 500 indeks skal ned i ca. 1250 for en fornyet test af bunden i trendkanalen. Det vil svare til, at aktiemarkedet skal ca. 8% ned, før der igen er støtte.

Skift fra positiv til negativ

Den seneste uge har flere fundamentale signaler ændret sig fra det positive til det negative: Stemningen på kreditmarkedet, målt på iTraxx Crossover, er igen nedadgående. Indikatoren for det amerikanske boligmarked, iShares Dow Jones Real Estate, faldt fredag hele 4%. Fredag faldt også de amerikanske bankaktier hele 5,3%, og dermed er bankaktierne dykket markant under bunden i både januar og marts 2008. Vi finder det meget ildevarslende, at investorernes syn på storbankaktier (som også har ramt Danske Bank-aktien) er så negativ, som det faktisk er tilfældet.

Overordnet er den negative stemning også udløst af det forhold, at de høje energipriser nu presser erhvervslivets indtjening, det samme gør høje råvarepriser og stigende renter. Hertil kommer frygten for stigende inflation, som følge af de høje energipriser.

Vi lægger også meget vægt på OECD's ledende indikator, som blev fremlagt i fredags. De seneste måneders data for OECD, som historisk har været en meget

pålidelig indikator for den økonomiske udvikling, peger nu i retning af en økonomisk afmatning/nedtur i hele OECD-området.

Især i USA, England og Frankrig har nedturen ifølge OECD's indikator bidt sig fast. I Tyskland noteres der indtil videre kun en moderat opbremsning. Begge de to tyske indikatorer, IFO og ZEW, har på det seneste vist stabilitet i tysk økonomi. Men desværre er det sikkert på lånt tid. Endelig er der positive signaler fra Japan, Rusland og Kina, mens også Brasilien og Indien nu viser svaghedstegn.

Om stemningen på aktiemarkedet er det også værd at bemærke, at nervøsitetsindikatoren VIX efter syv uger i nedtrend (faldende nervøsitet) nu igen er røget op i det røde felt (for stigende nervøsitet). Samtidig ligger der et vigtigt signal i, at fredagens nedtur på aktiemarkedet var meget bredt funderet: Stor set alle brancher blev sat markant ned, med banker og transport som de største tabere. Bedst klarede guldaktier, råvarer, healthcare, telekom og energi sig. At det ikke var udvalgte brancher, som trak aktieindekset ned, underbygges også af NYSE Advance Decline Line, som viser kursfald over en bred front.

Vores bundlinie er altså, at man nu bør overveje at reducere risikoen i sine aktieinvesteringer igen. Hvis der kommer en mindre positiv korrektion de næste dage, bør den anvendes til salg og reduktion i investeringsgraden. Kun et markant brud op gennem 1400 niveau for S&P 500, vil måske ændre vores syn i positiv retning.

Som det fremgår af artiklen om Spekulationsporteføljen side 12, vil vi nu reducere investeringsgraden og i stedet investere 20-40% af kapitalen i den svenske bearfond, Xact Bear.

MWL



BC/VEV

De professionelle kigger kun på C20-aktier

Efter fire uger med nettokøb i C20-aktier vendte de udenlandske finanshuse tilbage som nettosælgere i sidste uge. Også i de øvrige aktieindeks var der nettosalg fra de professionelle investorer, viser ugens opdatering af analyseredskabet AU Professionel.

Langt størst nettosalg var der i Danske Bank, som alene fredag faldt fire procent. Øget nervøsitet om forholdene i de store finanshuse i den vestlige verden sendte chokbølger gennem finanssektoren.

Også i A.P. Møller – Mærsk B, Novozymes og Danisco var der større nettosalg. Til gengæld var der moderate nettokøb i blandt andet FLSmidth, Novo Nordisk, D/S Norden og Topdanmark.

I de øvrige mellemstore og mindre aktier holdt de udenlandske finanshuse sig stort set helt væk. Kun var der moderat nettokøb i D/S Torm. Men ellers var det ekstremt tyndt med købsinteresse hos de professionelle i aktierne uden for C20 indeks. Det underbygger det billede, vi allerede i sidste uges "Ugen der kommer" beskrev: Nemlig at man som investor især bør gå efter de store kvalitetsaktier og mere eller mindre holde sig fra de mindre aktier for tiden på grund af stor nervøsitet.

Vi forventer, at dette råd bliver endnu mere rigtigt i de kommende uger. I de mindre og mellemstore aktier forventer vi meget sparsom købsinteresse. Og det betyder, at de mindre aktier kan blive udsat for større kursfald under relativ tynd omsætning på grund af mangel på købere.

Ser man på omsætningsmønstret i sidste uge, var der kun pæne kursstigninger under overnormal stor omsætning i SIF Fodbold Support og i Skandinavian Brake System. En kursstigning var der også i Danware og Topotarget under lidt større end normal omsætning. Ellers var hovedparten af aktierne med overnormal stor omsætning præget af kursfald, blandt andet Topdanmark og Sydbank.

MWL

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/nyheder/33/

Har du brikker nok at flytte med?

Job til
højtuddannede

Højtuddannede
til jobbet

 **Jobbank.dk**
AKADEMIKERNES JOBBANK



Jyske Bank genindtræder i C20-indekset

C20-indekset revideres to gange om året, og første revision i 2008 har nu fundet sted. Den resulterede i, at Jyske Bank erstatter GN Store Nord i C20-indekset. Skiftet sker den 20. juni.

Som det fremgår af figuren i højre spalte, har Jyske Bank været ramt af den samme nedtur, som stort set alle andre finansaktier det seneste årstid. Fra toppen i 476,50 faldt kursen til 303,50 i januar og 302,50 i marts. Det er et fald på 36%, hvilket er en anelse mindre end det fald på 38%, som det danske bankindeks har leveret i samme periode.

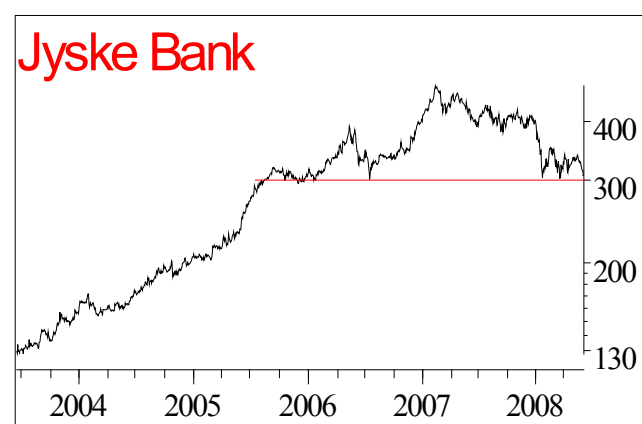
Men hvis man ser på figuren igen, så bemærker man, at et kursniveau omkring 300 tilsyneladende er en bund for Jyske Bank. Efter en lang stigning op mod kurs 300 holdt kursen en pause ved det niveau omkring årsskiftet 2005/06 og midt i 2006 var det ved kurs 300 kursens fald på 22% standsede. Og det var altså også her det endnu større kursfald hen over årsskiftet 2007/08 standsede.

Jyske Banks indtræden i C20-indekset betyder, at indeksfonde m.v. nu skal til at inkludere aktien i deres porteføljer, og det kan skabe en efterspørgsel, som løfter aktien fra det aktuelle bundniveau. Jyske Bank er derfor

en interessant mulighed netop nu, hvis man ønsker at placere en del af kapitalen i banksektoren.

Bemærk dog, at hele finanssektoren i øjeblikket presses hårdt, og det kan trække Jyske Bank med ned. Selvom Jyske Bank er et godt valg i banksektoren, kan det derfor diskuteres, om denne sektor i det hele taget er et godt valg netop nu.

BJ



BCVIEW



**DANMARKS BEDSTE
EM-DÆKNING PÅ NETTET!**

www.tipsbladet.dk/em

- Nyheder 24/7 fra Østrig og Schweiz
- Baggrund, analyse, holdninger og reaktioner fra TIPS-bladets udsendte reportere
- Blogs og billeder
- LIVE-dækning af alle kampe
- Fuldt kamp- og tv-program
- Resultater og statistik
- Daglige spilforslag
- Stor EM-quiz. Vind Euro2008-spillet, abonnementer på TIPS-bladet og meget andet.



Frasalg og køb af Xact Bear planlægges

Modelporteføljen pr. 06/06-2008

Købt	Navn	Antal	Kurs	Købskurs	Udbytte	+/-	+/-
020508	FLSmidth	140	559,00	524,00	0	4673	6,4%
300508	Greentech	1000	88,50	88,00	0	235	0,3%
011107	LifeCycle Pharma	2957	24,00	34,26	0	-30597	-30,2%
011107	Dicentia	3460	10,10	23,10	0	-45165	-56,5%
-	-	-	-	-	-	-	-

Gevinst/tab på seneste fem solgte aktier

280308	Greentech	1080	80,00	75,00	0	5149	6,4%
110408	FLSmidth	180	469,00	466,00	0	288	0,3%
160508	Genmab	260	271,50	313,00	0	-11018	-13,5%
200508	Novozymes	225	512,00	367,00	0	32328	39,2%
020608	D/S Norden	110	587,00	617,00	0	-3499	-5,2%

Startkapital pr. 04/01-2004	150000	Resultat	2008	I alt
+ realiseret gevinst	287285	Modelporteføljen	0,7%	144,3%
+ urealiseret gevinst	-70854	Investeringsgrad		78,5
= kapital	366431			

Fredagens nedtur på det amerikanske aktiemarked vil uden tvivl sætte sig med en negativ start på det europæiske – og danske aktiemarked – mandag formiddag.

Også fredag faldt de danske aktier. Men efter dansk lukketid kl. 17:00, faldt de amerikanske aktier yderligere halvanden procent, som det danske aktiemarked umiddelbart har i negativt "efterslæb." Effekten afhænger naturligvis også af udviklingen på det asiatiske aktiemarked natten til mandag. Men den negative stemning her kan meget vel forstærke nedturen på det danske aktiemarked mandag formiddag.

Vores strategi i Spekulationsporteføljen er dels relativt hurtigt at reducere investeringsgraden i danske aktier, dels at indlægge meget stramme stop loss, og dels at købe ind i den svenske bear fond, Xact Bear (som stiger i kurs i faldende markeder), for 20-40% af kapitalen.

Vi fastholder indtil videre posterne i LifeCycle Pharma (LCP) og Dicentia, som vi opfatter som special cases. Begrundelserne for, at vi i sin tid købte LCP til porteføljen er stadig intakte, og "historien" er kun blevet bedre og bedre, som tiden er gået. Det er muligt, at aktien sendes ned – sammen med det generelle marked. Men den risiko er vi rede til at tage. Vi vurderer fortsat, at det er et

spørgsmål om tid, før de professionelle investorer "opdager" aktien – og finder ud af det betydelige gab mellem underliggende værdi og den aktuelle børskurs.

Dicentia omtaler vi på side 8, herunder prospekt og vores vurdering af emission og fremtidsudsigter.

Af de tre resterende poster vil vi antageligt først sælge FLSmidth, dels for at hjemtage gevinst, dels fordi aktien virker meget kursfølsom i det aktuelle nervøse marked. Vores meget positive vurdering af aktien står vi ved.

De to sidste poster, Geentech og Carlsberg B, klarer sig i fredagens meget negative aktiemarked utroligt flot. Så længe de holder sig pænt, vil vi bevare posterne. Men vi vil til gengæld også lægge et stramt stop loss, så de ikke får lov til at købe fra os.

Begge aktier betragter vi fortsat som meget stærke kortsigtede og langsigtede investeringer – isoleret set. Meget tyder på, at vi nu ser starten på en ny større aktienedtur, hvor alle aktier vil få smæk. Og det bliver vi nødt til at forholde os til.

MWL

MWL ejer privat aktier i FLSmidth, Greentech, LifeCycle Pharma og Dicentia.

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 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
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 børsmarkederne.

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 finansmarkederne 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.