



Økonomisk Ugebrev **Finans/CFO**

Nyhedsbrev om finans og corporate finance

# DIREKTØRRATING 2017: HER ER DANMARKS BEDSTE TOPCHEFER

25 analytikere og porteføljeforvalter giver karakter til 45 danske topchefer og udpeger de bedste og svageste i Økonomisk Ugebrevs årlige CEO Rating. Læs blandt andet om de nye fremadstormende topchefer og grundrecepten på succes. Tema [side 08-14](#).



## PFA MED NY STRATEGI: KAMPEN UDVIDES TIL PENSIONISTER

Interview med PFA's CEO Allan Polack: PFA Pension omlægger strategi til mere fokus på at servicere pensionister.

## NYHEDSANALYSER

- 03** Ældre det nye guld: Nye strategier i pensionssektoren
- 04** PFA ny strategi: Kampen udvides til pensionister
- 06** Storentreprenører halter igen, fusion ikke løsning
- 07** Anmeldelse: Med Vestas på dødsgangen

## TEMA: TOP 40 CEO RATING

- 08** Topchefer fra andet geled brillerer i CEO Rating 2017
- 09** CEO Rating: Varige værdiskabere scorer i top
- 10** CEO Rating: Sådan skabes en vinder i CEO rating
- 11** Jyske Banks Anders Dam svigter analytikere
- 13** Et dårligt år for direktørerne i Novo-selskaber
- 14** Paradokset Colding-Friis i Pandora

## OVERBLIK OG KONJUNKTUR

- 15** Lovforslag, bekendtgørelser og rapporter
- 16** Aktuelle faglige nyhedsbreve og rapporter
- 17** Ugens stærkeste og svageste erhvervsdækning
- 18** Kun Europa lyspunkt i global økonomi

## MARKEDSOVERVÅGNING

- 19** Stadig lange udsigter før ECB hæver renten
- 20** Lange renter holdes nede af lav inflation
- 21** GBP-udsigterne markant ændret efter britisk valg
- 22** Finans- og boligkalender

**Storentreprenører halter igen, fusion ikke løsning:**

Mere kontrol, integration og tæt kontakt med kunder indgår i flere entreprenørers turnaround recept efter uventede problemer i et godt bygge-marked... **Side 6**

**Anmeldelse: Med Vestas på dødsgangen:**

Veldokumenteret bog om Vestas' krise og utraditionelle metoder på kant med loven, som sprængte både bestyrelsen og direktionen med Ditlev Engel i spidsen... **Side 7**

**CEO Rating: Paradokset Colding-Friis i Pandora:**

Pandoras CEO i største fald af alle topchefer på Økonomisk Ugebrevs årlige DirektørRating. Fra en 10. plads sidste år til en 34. plads i år... **Side 14**

**Kun Europa lyspunkt i global økonomi:**

Både USA og Kina bremser nu klart op, og det kan ikke undgå at smitte af på Europa om nogle måneder, blandt andet understøttet af en stærkere Euro... **Side 18**



## ÆLDRE DET NYE GULD: NYE STRATEGIER I PENSIONSSEKTOREN

I det skjulte er den danske pensionsbranche under stor forandring: De ældre vil få meget mere fokus i forretningsudviklingen. Pensionselskaberne arbejder på bedre at udnytte mulighederne i digitalisering og deleøkonomi, både for bedre at efterkomme pensionisternes behov og øge effektiviteten, vurderer eksperter.

### ANALYSE

Pensionselskabernes topledelse erken-der nu, at det forretningsmæssige fokus i branchen de sidste mange år har været lagt forkert. Kampen har stået benhårdt om nye kunder og på at fastholde dem, mens de sparer op til pension. Men nu blæser der nye vinde: Fokus skal i højere grad rettes mod dem, det handler om: Pensionisterne.

I al stilhed er pensionselskaberne i gang med at ændre deres strategier. For det er gået op for mange, at det nærmest er en umulig opgave at få unge mennesker til at interessere sig for pension. Men danskerne bliver derimod meget interesserede, når de kommer tæt på pension. Den type kunder skal der gøres meget mere for, og det har også den fordel, at det også er de kunder, der har den højeste pensionsopsparing, og de lægger derfor også mest i omkostninger i deres pensionselskab.

"Hele 90 procent af resurserne har været lagt på det område, der har mindst interesse for kunderne - nemlig selve opsparingen, og man bruger rigtigt meget krudt på at få flere ind i butikken undervejs. Men vi ser nu en markant efterspørgsel fra branchen på viden om seniorrådgivning i forhold til uddannelse af medarbejdere. Det havde vi slet ikke fra et par år siden," siger uddannelsespolitisk chef **Bjarne Dyrberg** fra **Forsikringsakademiet** til Økonomisk Ugebrev.

Det er i de lys, at landets største pensionselskab **PFA** eksempelvis har startet en bank. Før i tiden fik kunderne når de gik på pension blot et brev med angivelse af, hvor pensionen skulle sendes hen. Det vil der blive lavet om på. Nu går PFA målrettet efter pensionister.

Det er måske også i det lys, **PensionDanmark** for nylig er begyndt at anvende robotter i dele af sagsbehandlingen af medlemmerne. Pensionskassen er allerede den billigste på markedet, så besparelser er ikke det mest presserende. Men der bliver nu frigjort resurser til hårdere satsning på de ældre kunder i fremtiden - helst uden det går ud over at få kunder ind og hjælpe dem med at spare op.

### NYE KOMPETENCER

Så er spørgsmålet, hvad de ældres behov egentlig er, og her byder Bjarne Dyrberg på et overraskende svar. Det er nok ikke så anderledes end de unges, når det kommer til stykket. Han spør, at moderne tendenser som deleøkonomi nok også vil finde vej til de ældre. "På pensionstidspunktet taler vi om behov som pleje, sundhed, sport, transport, fritidsaktiviteter og mad. Er det så tosset at tro, at de gerne vil købe en samlet pakke i deres pensionskasse, der opfylder alle disse behov på en gang - for måske ti tusinde kroner hver måned. Jeg tror også, vi vil se et gennembrud for deleøkonomien. Vil folk eje, når de kan bruge tilbud som **Airbnb** og **Gomore** og dermed rejse mere i deres alderdom," spørger han.

Så den slags nye tilbud skal medarbejderne i pensionsbranchen være i stand til at forstå, kommunikere og rådgive om på samme niveau, som bankrådgiverne i dag sælger produkter til deres kunder fra den bank, der er ansat i. "Vi ved, hvor svært det i dag er at få kontakt og forståelige svar fra vores pensionselskab. Så kravene til medarbejderne bliver fremover ikke bare, at de skal efteruddannes. De skal også kunne noget mere end i dag. Computere og robotter er dårlige til at forstå mennesker, så hvis man vil gøre sig attraktiv i fremtiden, handler det om at komme tættere på kunderne, kunne kommunikere med dem og forstå deres behov. Og det vil også være godt nyt for ældre medarbejdere, der må antages at forstå deres jævnaldere bedre," siger direktør **Jesper Bo Jensen** fra **Institut for Fremtidsforskning**.

### FLERE KRAV

I PFA er man allerede i gang med at undersøge, hvordan man kan tilbyde fremtidens kunder pleje i pensionsalderen, som det fremgår af interview med CEO **Allan Polack** fra PFA Pension. Det er den helt rigtige vej at gå, vurderer fremtidsforsker **Jesper Bo Jensen**. "Tallene viser, at 15 procent af befolkningen bliver bevægelseshæmmede i alderdommen, men alle er bange for det. Det gør det jo til det ideelle forsikringsprodukt. Det er derfor oplagt for pensionsbranchen at tilbyde en forsikring, så nogle kommer og hjælper, hvis det sker," siger han.

**Carsten Vitoft**

## PFA NY STRATEGI: KAMPEN UDVIDES TIL PENSIONISTER

**Interview med PFA's CEO Allan Polack: PFA Pension i fuld gang med at omlægge sin strategi. Fremtidens forretningsmæssige fokus bliver i højere grad at servicere ældre med produkter relateret til pensionsalderen. Nye tilbud er allerede på vej. Blandt andet privat ældrepleje, nye tilbud om seniorboliger og sundhedsforsikringer til danskere i pensionsalderen.**

### CEO INTERVIEW

Kamppladsen på pensionsmarkedet har i en årrække været firmapensionsmarkedet, altså pensionsordninger for lønmodtagere i arbejde. Konkurrencepresset ventes nu at flytte mere over på den stigende befolkningsandel af formuende pensionister, som ikke længere er på arbejdsmarkedet.

Sundhedsforsikringer har været et af de mest populære produkter på markedet for firmapensioner i mange år. Men når kunderne har allermest brug for produktet, altså når de går på pension, mister de deres forsikringsdækning. Groft sagt har pensionsbranchen kun solgt pensionsprodukter, så længe danskerne har været aktive på arbejdsmarkedet.

På samme måde med selve opsparingen til pension. Når kunderne efter pensionstidspunktet har haft brug for rådgivning og hjælp omkring nedsparing, altså planlægning af, hvordan pensionsopsparingen strækkes bedst muligt i den tredje alder, har der ikke været nogen hjælp at hente hos pensionselskaberne.

Denne tilgang til "salg" og service i pensionsbranchen vil der blive ændret på, hvis det står til **PFA's** adm. direktør **Allan Polack**. Pensionsbranchen skal være mere for de ældre og fokusere mere på deres behov.

"Vi kan se en klar tendens til, at kundernes fokus og efterspørgsel ændrer sig, jo tættere de kommer på pensionen. Kunderne efterspørger ikke bare økonomisk tryghed, højt afkast og lave omkostninger mere. De efterspørger også social tryghed i den 3. alder. Et øget økonomisk råderum hos mange ældre gør også, at de ikke vil lade sig nøjes, men afsøger forskellige muligheder for, hvordan de kan optimere deres livssituation."

Videre siger Allan Polack: "Her har vi oplevet en stigende interesse for, hvad vi kan byde ind med. Vi har en langvarig relation med rigtig mange af vores kunder, og vi er ofte den nærmeste rådgiver i forhold til deres pensi-

onsforhold. Samtidig ønsker vi som kunde-ejet selskab at kunne levere relevante tilbud og være omstillingsparate i forhold til de ønsker, som kunderne har til os efter deres pensionering," siger adm. direktør i PFA Allan Polack, der i det følgende uddyber, hvor PFA nu er på vej hen.

### KONTROVERSIELLE TILBUD

Privat ældrepleje har tidligere været et kontroversielt emne i Danmark, hvor ikke mindst fagbevægelsen er stærke modstandere af privat "indblanding" i den offentlige ældrepleje. Ikke desto mindre er det en af de retninger, PFA nu overvejer.

"Vi har på det seneste skruet op for forretningsudviklingen inden for det område, vi kalder non-financial-services. Vi ser bl.a. på boligkoncepter, plejetilbud, sundhed og betydningen af nye arbejdsmønstre målrettet perioden op imod og efter pension. Vi søger veje, hvor vi som pensionselskab kan facilitere et bedre pensionistliv, og hvordan vi – gerne i samarbejde med arbejdspladserne – kan skabe bedre overgange til pensionen. For at sikre relevante tilbud har vi også oprettet et Seniorrådgivningsråd med medlemmer på 55-70 år, hvor vi lytter til, hvad det er, at kunderne efterspørger, og hvor vi kan teste vores ideer og nye produkter," fortæller Allan Polack.

Ifølge topchefen er nye produkttilbud lige om hjørnet – om end udviklingen og strategien om nye tilbud til de ældre også rækker langt ud i fremtiden.

"Det kræver tid, grundige overvejelser og den rigtige business case, når man bevæger sig ind på et helt nyt område, som vi gør her. Men vi er godt i gang, og på opsparingsområdet tilbyder vi allerede attraktive og enkle opsparingsløsninger via PFA Bank. Også på sundhedsområdet og boligområdet vil vi inden længe kunne lancere nye tilbud. Når vi kigger ud i verden, er der andre lande, der er foran på dette område, hvilket hænger sammen med, at vi i Danmark har været vant til, at det oftest anses som klassiske offentlige opgaver. Derfor har vi fundet god inspiration i at kigge uden for Danmarks grænser bl.a. på boligområdet, hvor de eksempelvis i England er længere fremme, når det kommer til at udvikle attraktive boligtilbud for ældre," siger han.

**FORTSÆTTES PÅ NÆSTE SIDE »**

« FORTSAT FRA FORRIGE SIDE

**HÅRDERE KONKURRENCE OG NYE KRAV**

Allan Polack ved godt, at PFA ikke er eneste pensions-selskab, der tænker nye tanker omkring rådgivning og produkttilbud til kundernes 3. alder. De fleste større pensionselskaber er i et eller andet omfang i gang med at tilpasse produkter og rådgivning til den digitale alder.

Men hvad betyder det så for konkurrencen i fremtiden? "Konkurrencen på det danske pensionsmarked er klart skærpet. Derfor er det vigtigt, at vi hele tiden udvikler vores samlede tilbud til vores kunder. Som pensionselskab ønsker vi bl.a. at blive meget bedre til at se og forstå de behov, som vores seniorkunder har, og selvfølgelig levere på det. Vi kan spille en ny og større rolle i den 3. alder," lyder det fra Allan Polack.

Det er ikke små udfordringer branchen som helhed står over for. Først og fremmest kræver det helt nye kompetencer hos medarbejderne i pensionsbranchen, og ikke mindst deres evne til at se kundernes behov i et nyt lys.

"Det stiller nye krav til branchen og dens medarbejdere, for det er på mange måder en ny måde at tænke på. Det er et andet produkt felt at arbejde i, og det kræver andre kompetencer og andre arbejdsmetoder, end dem vi normalt trækker på. Og så er det også nødvendigt

for succes, at vi håndterer A og B-holdsproblematikken rigtigt. Der vil også i fremtiden være store forskelle på pensionisternes økonomi, og det er centralt i vores ambition, at vi ønsker at udvikle produkter til alle vores kunder. Dernæst skal vi sikre – ligesom vi har gjort det med vores sundhedsforsikringer – at produkterne spiller rigtigt sammen med de serviceydelser borgerne modtager fra det offentlige," slutter han.

**Artiklen er skrevet af:**

**Carsten Vitoft:** f.1971.

Uddannet Cand. Merc. Fir. CBS, Bachelor (H), South Bank University London.

Journalist på Økonomisk Ugebrev siden 2001.

Tidligere Berlingske Tidende og Ugebrevet Mandag Morgen.

Fagspecialer: Pensionsbranchen, pensionsmæglere, skadesforsikring, og investeringsforeninger.

Aktuelle artikelsier: Pensionssektorens fremtidige struktur, skadesforsikring, governance i Pensionssektoren, alternative Investeringer, investeringsforeninger.

**DOWNLOAD VORES GRATIS APP  
OG TAG ØKONOMISK UGEBREV MED PÅ FARTEN**

Det er blevet nemt at have Økonomisk Ugebrev med overalt. Download vores gratis app og læs Økonomisk Ugebrev på alle dine enheder.

Download on the **App Store**

NU PÅ **Google Play**

## STORENTREPRENØRER HALTER IGEN, FUSION IKKE LØSNING

**Mere kontrol, integration og nærkontakt med kunder indgår i flere entreprenørers turnaround-recept efter uventede problemer i et ellers godt byggemarked. Hovedaktørerne ser konstant forbedring i alle led som løsningen fremfor mere drastiske løsninger som fusioner, som ikke vurderes som en løsning på problemerne.**

### ANALYSE

Store danske entreprenører intensiverer igen bestræbelserne på at få bedre styr på driften og samspillet med opdragsgiverne, efter at de i 2016 og i de seneste kvartaler atter en gang er løbet ind i skuffelser. Det vil blandt andet betyde mindre brug af underentreprenører.

I foråret måtte også Danmarks største entreprenør **Aarsleff** skuffe, efter at rivalen **Arkil** i 2016 var løbet ind i uventede vanskeligheder: Aarsleff har nedjusteret forventningen til driftsresultatet i regnskabsåret 2016/17. I det næststørste entreprenørselskab **MT Højgaard** faldt driftsmarginen til minus 1,3 procent.

De skuffende resultater kommer selvom [boligbyggeriet](#) er steget kraftigt siden 2013, mens også erhvervsbyggeriet nu igen viser fremgang. Alligevel kan stort set ingen store danske – eller nordiske – entreprenører leve op til deres langsigtede indtjeningsmål (se skema), om end de er forskelligt påvirket af markeder og sæsonudsving.

### PROBLEMER GÅR IGEN

Entreprenørerne oplever en række bestemte problemer: Kalkulations- og kontraktskrivning bør blive mere professionel, vurderer ledere i branchen. Processerne, der i entreprenørselskabet **Arkil** fører frem til afgivning af tilbud, er nu gjort mere detaljerede og systematiske, "så de bliver mere ensartede, også når det skal gå stærkt," understreger CEO **Jesper Arkil**. En fælles formel i branchen for tilbudsgivning er dog næppe en løsning, mener **Jesper Arkil**. "Netop kalkulationsprocessen er en vigtig del af vores konkurrenceevne," siger han.

Projektstyring: Såkaldte "uventede vanskeligheder" er notoriske for branchen. Eksempelvis har **Aarsleff** oplevet dette "problem" med elektrificeringen af banenettet. Entreprenørerne skal blive bedre til at styre projekterne, ikke mindst, som **Aarsleff** understreger, "de større og mere komplicerede". **Arkil** vil fremover have tættere kontrol, især på store ordrer. "Det er vigtigt, at vi stadig

kan arbejde med de store projekter," siger **Jesper Arkil**.

Samspillet mellem hoved- og underleverandør giver igen problemer: Denne gang for blandt andre **MT Højgaard**, der som underleverandør er ramt stilstand på arbejdet for **Copenhagen Metro Team**. Ved at benytte sig mindre af underleverandører og mere af **Arkil**'s egne medarbejdere vil **Arkil** på sin side reducere risikoen for ubehagelige overraskelser på store projekter.

Et presset fragmenteret marked: Branchen er fragmenteret med mange udbydere, også nogle, der er klar til at tage betydelige risici. "Vi ser, at nogle bygherrer gerne vil vælte mere ansvar over på entreprenøren, og at problemer så senere skal løses i retten," siger **Jesper Arkil**. Han ser stadig flere afvigelser fra de [Almindelige Byggebetinger](#) (AB), der skal skabe mere faste rammer for forholdet mellem bygherrer og entreprenører. Mange i branchen satser på tættere samarbejde mellem bygherrer, rådgivere og entreprenører.

### SKEPSIS OVER FOR KONSOLIDERING

Vanskeligheder med opkøb og konsolidering: Resultaterne i **Hansson & Knudsen** med en omsætning på 742 mio. kr., som **Aarsleff** købte i 2015, er blevet uventet hårdt ramt af en lav ordreindgang. Det er det seneste eksempel på, at opkøb og fusioner generelt ikke opleves som en løsning på branchens problemer.

Fusionen af **Højgaard & Schultz** og **Monberg & Thorsen** til **MT Højgaard** i 2001, gav ikke branchen en ny dynamik. Fusionen har tværtimod tabt markedsandele, og dens samlede omsætning er faldet fra cirka 9 mia. kr. til 6,8 mia. kr. i 2016. Endelig er flere af de mellemstore entreprenører velfungerende familievirksomheder, der klarer sig bedre end de største. **Morten A. Sørensen**

### ENTREPRENØRER LANGT FRA MÅL

Entreprenør	Ebit-margin i procent		Ebit-margin Målsætning	Aktiekurs Ændr. i pct. 12 mdr.
	1. kv. 2017	2016		
Arkil	-6,2	0,2	3,5	12,4
MT Højgaard*	-1,3	1,1	5	-32
Aarsleff**	0,3	4	5	2,3
Veidekke	2,1	3,3	5****	14,2
Hoffmann***		5,5		
Skanska	1,2	2,6	3,5	12,1
NCC	2,6	2,6	4	17,1

Kilde: Kvartals- og årsrapporter

Noter: Målsætningerne er for entreprenøraktiviteter

\* Aktiekurs for Højgaard Holding B

\*\* Regnskabsår 1/10 - 30/9

\*\*\* Veidekkes danske datterselskab

\*\*\*\* Målsætning er for resultat før skat

## ANMELDELSE: MED VESTAS PÅ DØDSGANGEN

**Ny bog kommer helt tæt ind i de inderste cirkler i Vestas og fortæller veldokumenteret historien om, hvor tæt Vestas har været på at gå konkurs, uden at det på noget tidspunkt gik op for offentligheden. Og metoderne til at kæmpe sig gennem krisen var så utraditionelle at det endte med at sprænge både bestyrelse og direktion.**

### BOGANMELDELSE

En sætning står centralt i bogen:

"I 2008 red vi bare på toppen og havde lidt oplevelsen af, at alt, hvad vi rørte ved, blev til guld. Men vi sad i virkeligheden på dødsgangen med for meget kapacitet i Nordvesteuropa". Citatet stammer fra Peter Kruse, tidligere IR-direktør i Vestas og en af de kilder, der deltager med navns nævnelser i bogen.

I 2008 var finanskrisen brudt ud. Men udadtil lod Vestas til at være helt uberørt af krisen. Indadtil var krisetegnene for alvor begyndt at melde sig. Ordre udeblev eller blev forsinket alt imens Vestas fortsatte sit høje produktionsniveau. En situation der endte med, at Vestas måtte producere til lager, hvor møllernes teknologi og værdi blev forældet på ingen tid.

Bogen tager læserne med fra den spæde start af det, der senere blev verdens førende vindmølleproducent. Men det er tiden med **Ditlev Engel** i direktørstolen og den i offentligheden ukendte **Henrik Nørreremark** i stolen som koncernøkonomidirektør, der fokuseres på. Ditlev Engel som den udadvendte visionære person, der kan tale energipolitik med alle verdens ledere, og Henrik Nørreremark, der kan løse alle de problemer, der opstår i kølvandet på en virksomhed, der vokser alt for hurtigt.

### PROJECT DRAGON

Oven i de selvskabte problemer fik Vestas også problemer med konkurrenter fra Kina, der byggede billigere og tilsyneladende bedre møller end Vestas. Henrik Nørreremark påtog sig opgaven med at skaffe viden om de kinesiske konkurrenter. Det skete via det indiske selskab **RRB** under ledelse af Vestas mangeårige indiske samarbejdspartner og levemand **Bakesh Bakshi**, en mand der gennem mange år havde hjulpet Vestas af med gamle møller.

Operationen blev døbt Project Dragon og gik ud på, at det indiske selskab skulle købe et par bestemte kinesiske møller, der senere så skulle fragtes til Danmark for at blive skilt ad og studeret. En operation der blandt indebar,

at Vestas overførte 108 mio. kr. til det indiske selskab. At studere konkurrenters produkter på den måde er der normalt ikke noget odiøst i. Tøj-designere og elektronikproducenter går gerne ud og køber konkurrenternes produkter for at tage dem med hjem og skille dem fuldstændig ad uden, at de nogen sinde har været i brug.

Hvorfor Vestas ikke kunne gøre det samme, fortæller sig i bogen. Og det er her, forfatterne svigter deres egne ambitioner. I bogen fortælles, hvordan Vestas medarbejder Jens Tommerup "afprøvede om Vestas på hensigtsmæssig og lovlige vilkår kunne købe en kinesisk mølle, men konkluderede, at det ikke var muligt og stoppede derfor processen, da han henset til moralske og etiske spørgsmål fandt det utilfredsstillende".

Hvorfor det ikke var lovligt eller hvorfor det var moralsk eller etisk utilfredsstillende undersøger forfatterne desværre ikke. Og det er ærgerligt, for hvis Vestas havde fået fingre i kinesiske møller var mange af de efterfølgende begivenheder, beskyldninger, retssager og uvenskaber måske undgået.

I stedet fortsætter Henrik Nørreremark med Operation Dragon og det indiske selskab får de 108 mio. kr. Bogens forfattere forsøger herefter ihærdigt at påvise, om Ditlev Engel og dele af bestyrelsen var vidende om dette, men det bliver ved antydningen og sandsynligheden herfor.

### ANKLAGE OM SVINDEL

De kinesiske møller bliver aldrig leveret, og da det senere står klart for alle, hvad der er sket, anklager Vestas Henrik Nørreremark for at have svindlet sig til de mange millioner i samarbejde med inderne og delt pengene i porten. Henrik Nørreremark forsvarer sig med, at han handlede med ledelsens tilladelse og velsignelse. Først umiddelbart før en retssag skal starte indgår parterne forlig.

Bogens forfattere undrer sig meget forståeligt over, hvad der skulle motivere en økonomidirektør med en årløn på over 4 mio. kr. til at svindle for nogle millioner mere og så samtidig risikere alt. Motivet kunne findes i, at han har haft store tab på andre private forretninger ved siden af Vestas. Men det ender med at blive en hypotese.

Men for alle, der ofte læser børsmeldelser, er denne bog et fremragende studie i, hvordan man meddeler sig på en måde udadtil – for på bedste måde at dække over de virkelige tal og begivenheder.

**Henrik Denta**

## TOPCHEFER FRA ANDET GELED BRILLERER I CEO RATING 2017

**Topdirektørerne fra de mellemstore selskaberne Schouw & Co., DFDS, Simcorp og Tivoli ligger bemærkelsesværdigt højt på ranglisten efter et år, hvor en række af største C20 selskabers direktører ikke har levet op til forventningerne. Er det fremtidens vindere, vi her ser på?**

### TEMA: CEO RATING

Det siges, at humlebien ifølge videnskaben ikke kan flyve,

men den gør det bare alligevel. **Jens Bjerg Sørensen** fra **Schouw og Co.** er aktiemarkedets humlebi: I en tid, hvor investorerne skyer konglomerater, bestyrer han det mest udprægede konglomerat, der kan tænkes. Men han bliver alligevel belønnet med en bemærkelsesværdig tredjeplads i Økonomisk Ugebrevs DirektørRating; lige efter superstjernerne **Jens Bjørn Andersen** fra **DSV** og **Anders Runevad** fra **Vestas**.

Jens Bjerg Sørensen har kun lige akkurat fået de fem bedømmelser, der skal til for at få en samlet rating. Det vidner om, at aktien endnu ikke er noget almindeligt investeringsobjekt. Men de, som sprang på i tide, har set en tredobling af deres investering over de seneste tre år. "Ratingen skyldes kombinationen af en imponerende udvikling gennem efterhånden en række år, og en række opjusteringer. Faktisk har alle selskaberne i konglomeratet haft en flot udvikling. Jens Bjerg Sørensen fremstår meget troværdig, og han har været ansvarlig for ikke blot at udvikle konglomeratet, men også at få frasolgt og tilkøbt aktiviteter," siger **Claus Almer**, aktieanalytiker i **Nordea**.

### STØRSTE SELSKABER GÅR TILBAGE

I år er direktørerne fra en stribe af fondsbørsens største selskaber sendt ned i DirektørRatingens midterfelt, og det har givet plads i toppen til flere andre direktører, hvis selskaber først i de senere år er kommet op i kategorien large cap. Det gælder således **Niels Smedegaard** fra **DFDS** (nr. 5) og **Klaus Holse** fra **Simcorp** (nr. 8). Også **Lars Liebst** fra **Tivoli** fortjener at blive nævnt – han er nummer 11, og dermed den bedst placerede direktør fra mid cap. Det er altså lykkedes ham at trække en stillestående "hyggeaktie" for hr. og fru Danmark ind i de "rigtige" investorers søgelys.

Fælles for disse direktører er, at det er lykkedes dem

at forløse potentialet i deres virksomheder. DFDS er f.eks. over et årti groft sagt transformeret fra at være et støvet rederi til at være en moderne transportvirksomhed. "DFDS er blevet en vækstcase frem for blot at være et rederi. Det har Niels Smedegaard stået for, sammen med sin meddirektør, Torben Carlsen. De har fået skabt et momentum i indtjeningen og i folks opfattelse af selskabet. Det finder jeg meget positivt," siger **Tue Østergaard**, Head of Markets og Managing Partner hos **ABG Sundal Collier**.

Han fremhæver også, at makkerparret i spidsen er meget professionelle over for aktiemarkedet, selv om betjeningen af dette i vidt omfang først er kommet til, efterhånden som selskabets markedsværdi er vokset.

### SIMCORP NY LEDENDE AKTØR

I **Simcorp** er historien, at man er gået fra at være et utallige håbefulde it-selskaber til nu at være en ledende aktør inden for sit segment: it-systemer til finansielle virksomheder. Indtil for få år siden hang det i en balance, hvor man kun havde nået et rigtigt gennembrud i Europa, og hvor produktpaletten også var rigeligt smal.

"Mens **Klaus Holse** har været CEO, har selskabet formået at vende udviklingen i USA, og det er også lykkedes at vinde en række nye store kunder på sit front office-modul. Man er altså vokset inden for nogle nye produktsegmenter," siger **Claus Almer**, der også fremhæver, at Klaus Holse – ligesom i øvrigt sin kollega i Schouw & Co. – er bakket op af en velfungerende og troværdig ir-afdeling.

Tue Østergaard fremhæver, at den høje tillid til Klaus Holses også fremgår af aktiekursen: Aktien bliver for tiden handlet på meget høje nøgletal – P/E baseret på forventet overskud i år ligger på tårnhøje 31 gange overskuddet. "Simcorp har formået at positionere aktien rigtigt godt, og dermed at opnå en meget høj valuation. I den henseende kigger man på forretningsmodellen, men altså også på ledelsen," siger Tue Østergaard.

Den høje værdisætning sætter også barren højt for Klaus Holse. Skulle vækst eller indtjening skuffe i de kommende år, vil det med al sandsynlighed også gå ud over hans rating, på samme måde som **Lars Rasmussen** fra **Coloplast** på få år har taget et stort dyk fra en tidligere topplacering til nu at ligge midt i feltet.

**Sten Thorup Kristensen**



## CEO RATING: VARIGE VÆRDISKABERE SCORER I TOP

Det er de varige værdiskabere, som topper Økonomisk Ugebrevs årlige rangliste over de bedste CEO'er. 25 analytikere og porteføljemanagere har givet de bedste karakterer til disse topchefer.

### TEMA: CEO RATING

Nummer ét på ranglisten er **Jens Bjørn Andersen**, som har været topchef for transportvirksomheden **DSV** siden 2013. I den periode er aktiekursen omtrent tredoblet, mens driftsresultatet er løftet fra 2,6 til 3,5 mia. kr. i 2016. Han har i maj opjusteret for hele 2017, hvor driftsresultatet nu ventes at blive 4,3 – 4,6 mia. kr.

Nummer to, **Anders Runevad**, er CEO for **Vestas** siden 2013. Koncernens aktiekurs er siden omtrent 12-doblet, driftsresultatet løftet fra 211 mio. euro til 1421 mio. euro, og Vestas har i det seneste kvartal igen leveret overraskende gode tal.

Nummer tre – og ny i toppen af ranglisten – er **Jens Bjerg Sørensen**, CEO for **Schouw & Co.** siden 2000. Han har i de seneste fem år løftet driftsresultatet fra 772 til 1038 mio. kr. og har skabt vækst gennem en efterhånden usædvanlig koncernkonstruktion: Konglomeratet.

Nummer fire, **Thomas F. Borgen**, har siden 2013 været CEO for **Danske Bank**. Banken har siden mere end fordoblet aktiekursen, genvundet omdømme og position på det danske marked, og står nu stærkere over for sine nordiske rivaler end nogensinde.

Med vækst og resultater, der de seneste år har udstanceret konkurrenterne, har disse topchefer markeret sig som nogle af landets bedste.

### Artiklerne til DirektørRating er skrevet af:

**Morten A. Sørensen:** f. 1958. Journalist DJH. Økonomisk Ugebrev siden 2009. Tidligere ansat som erhvervsredaktør på Berlingske Nyhedsmagasinet, nyhedschef på Dagbladet Børsen, DR og Udenrigsministeriet. Fagspecialer: Virksomhedsanalyse, selskabsstrategi, erhvervslivets transformation, M&A, kapitalfonde & venture.

**Sten Thorup Kristensen:** f. 1964. Cand. polit. fra Københavns Universitet 1993. Økonomisk Ugebrev siden 1997, bl.a. som chefredaktør. Siden 2009 freelancer. Redaktør på Berlingske Business Ejendomme. Skriver for Penge & Privatøkonomi og Magasinet Advokaten. Specialer: ejendomsmarkedet, offentlig ledelse og makroøkonomi

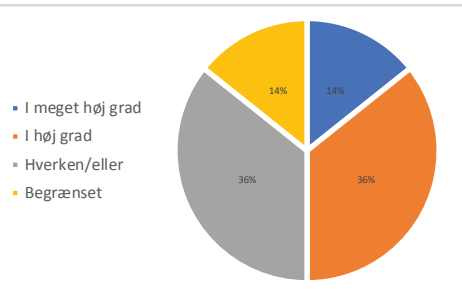
**Morten W. Langer:** f. 1958. Cand. polit. Københavns Universitet 1986. DJH 1988. Tidligere på Børsens Nyhedsmagasinet og Ugebrevet Mandag Morgen. Siden 2002 udgiver og ejer af medievirksomheden, Økonomisk Ugebrev a/s.

### TOP 5 DIREKTØRRATING 2017

	CEO	Selskab	Karakter 2017	Ændring fra 2016
1 (1)	Jens Bjørn Andersen	DSV	4,9	0,4
2 (3)	Ander Runevad	Vestas WindSystems	4,6	0,3
3 (ER)	Jens Bjerg Sørensen	Schouw & Co	4,4	N/A
4 (6)	Thomas F. Borgen	Danske Bank	4,3	0,3
5 (ER)	Niels Smedegaard	DFDS	4,3	N/A

Kilde: Økonomisk Ugebrev Research

### HAR CEES 'T HART VENDT CARLSBERG?

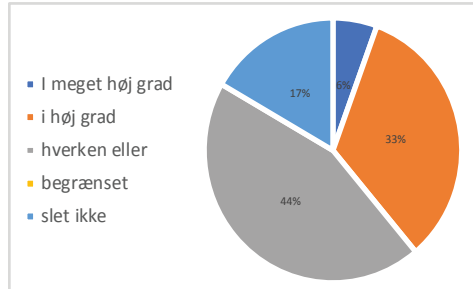


Kilde: Økonomisk Ugebrev Research

Note: Besvarelser fra 14 aktieanalytikere og porteføljemanagere

Spørgsmål: I hvor høj grad vurderer du, at Carlsbergs CEO Cees 't Hart har haft succes med at dreje den internationale bryggerikoncern ind på en nyt strategisk spor, der de kommende år kan løfte lønsomheden?

### HAR SØREN SCHOU ÆNDRET MÆRSK STRATEGI TIL DET BEDRE?



Kilde: Økonomisk Ugebrev Research

Note: Besvarelser fra 18 aktieanalytikere og porteføljemanagere

Spørgsmål: I hvor høj grad vurderer du, at A.P. Møller-Mærsk's nye CEO Søren Schou strategisk har drejet industrigruppen ind på en mere succesfuld vej, som på sigt kan løfte lønsomheden markant?

## CEO RATING: SÅDAN SKABES EN VINDER I CEO RATING

I disse år sker der store rokader i toppen af Økonomisk Ugebrevs årlige DirektørRating. Traditionelle topscorer gennem årene har tidligere været topchefer for A.P. Møller-Mærsk, Novo Nordisk, Coloplast, Chr. Hansen og Pandora. Men disse selskabers topchefer er alle sat tilbage. Læs her om, hvad der skal til for at holde en topplacering år efter år.

### TEMA: CEO RATING

Topchefer for børsnoterede selskaber bliver normalt sat op på en piedestal af analytikere og porteføljeformidlere, hvis de år efter år leverer fremragende aktieafkast og ikke kommer med skuffelser, der presser aktiekursen. De seneste års rokader i toppen af Økonomisk Ugebrevs DirektørRating viser, at der ikke skal mange "ulykker" til før topcheferne bliver sat meget ned i karakterbedømmelse. Tidligere tiders storhed kan altså hurtigt krakelere. Men der alligevel også andre forhold end reelle resultater, som indgår i analytikernes bedømmelse.

### TOPPLACERINGER SKABES OVER FLERE ÅR

For det første opnår en CEO ikke en topplacering, fordi der i et enkelt eller to år præsteres gode resultater. Eksempelvis har **Alm. Brands** CEO **Søren Boe Mortensen** de seneste år leveret flotte finansielle resultater. Men der ses fortsat betydelige udfordringer med koncernens selskabsledelse, så der er fortsat et godt stykke vej til det "fine selskab". Er en CEO først røget langt ned af ranglisten fra en tidligere topplacering, kan det tage flere år at genopbygge tilliden hos investorer og analytikere.

Der skal resultater til. Det viser sig også i vurderingen af for eksempel **NKT Holdings** **Michael Hedegaard Lyng**, **TDC's** **Pernille Erenbjerg**, **Bang & Olufsen's** **Henrik Clausen** og **Solars** **Anders Wilhjelm**. De er alle i gang med spændende turnaround- og transformationsplaner, men de ligger i den nederste halvdel af ratingen. Resultaterne er endnu ikke tydelige nok. Vurderingerne kan også være præget af, at nogle af dem arbejder i vanskelige stagnerende brancher.

Der er måske noget at lære af for eksempel **Lundbecks** CEO **Kåre Schultz**, **Carlsbergs** **Cees t'Hart** samt **F.L. Smidths** **Thomas Schulz**. De leder også virksomheder, der – hvis man skal tro dem – langt fra har udnyttet deres potentiale. Men deres placeringer blandt ratingens 20 bedste tyder på, at de bedre har formået at overbevise

deres omverden og formentlig også deres medarbejdere om, at de er godt på vej. Det er en evne, der for en CEO er lige så vigtig, som en fortid med enestående præstationer.

### IKKE NOK MED FLOTTE VISIONER

For det andet er det altså ikke tilstrækkeligt at fremlægge flotte visioner for selskabets udvikling. Der skal også være substans og en troværdig kommunikation bag udmeldingerne. Ambitiøse planer og lovende potentiale bliver ofte betragtet med skepsis, ikke mindst hvis der ikke sættes konkret handling bag planerne eller visionerne. Analytikerne skal kunne se ret klart, at CEO'en har bragt selskabet i en position, hvor udsigten til fortsat fremgang i toplinje og bundlinje er meget synlig, eksempelvis ved konkrete strategiske tiltag.

Aktiekursen på **A.P. Møller-Mærsk** er godt nok steget 46 procent, siden CEO **Søren Skou** tiltrådte sidste år. Med sin plan om en opsplittning af koncernen, og om integration af transportdelen, har han lagt op til historisk forandring. Men kun 35 procent af de adspurgte analytikere mener, at Søren Skou i høj eller meget høj grad har drejet den store koncern "ind på en mere succesfuld vej, som på sigt kan løfte lønsomheden markant." 47 procent svarer "hverken eller" og 18 procent svarer "slet ikke. Der er stadig tvivl om Mærsk store planer.

Offensive tiltag og perspektivrige opkøb belønnes: Fokusering af koncernen gennem frasalg og tilkøb af virksomheder, der giver synergier og øget topinjen belønnes, hvis topledelsen har erfaring med at foretage den type transaktioner. Eksemplet er DSV. Det belønnes også, hvis topledelsen viser, at man tager de nye digitale muligheder seriøst, og hvis man søger at være frontløber i digital transformation og tester nye forretningsmodeller relateret til den digitale verden. Eksemplet er Danske Bank.

Seriøs og åben kommunikation med interessenter afgørende: CEO'erne i toppen af ranglisten har alle været dygtige til at kommunikere med medier, analytikere og investorer i de mellem fire og 17 år, hvor de har kunnet opbygge troværdighed i markedet. Overraskende er det ikke, at kommunikationen mellem topledelsen og analytikere ses som afgørende for, at investorerne kan forstå den vare, altså selskabet, som de køber sig ind i. Jo bedre varedeklarationen er, jo mindre behøver investorerne at beregne sig i risikopræmie.

**Morten A. Sørensen**

## JYSKE BANKS ANDERS DAM SVIGTER ANALYTIKERE

Adm. direktør Anders Dam fra Jyske Bank ligger nu alene i bunden af CEO Rating blandt direktørerne i de finansielle virksomheder. Han vil ikke snakke med analytikere. Spar Nords Lasse Nyby spurter frem og ligger i front lige efter Thomas F. Borgen fra Danske Bank.

### TEMA: CEO RATING

Blandt topcheferne i de finansielle virksomheder er der det seneste år sket store skift: **Anders Dam** ligger tilbage i bunden af ranglisten, efter at de fleste andre finansielle topchefer har taget større eller mindre spring frem. **Danske Bank Thomas Borgen** ligger stadig suverænt i front.

Efter et kvantespring frem ligger **Spar Nords Lasse Nyby** nummer to. Også topchef **Søren Bo Morten** fra **Alm. Brand** går stærkt frem til en position lige over middel. **Nordeas Casper Von Koskull** og **Sydbanks Karen Frøsig** går en spids frem til en middelkarakter.

Økonomisk Ugebrev er gået om bag vurderingerne og indhentet forklaringer på blandt andet, hvorfor Anders Dam i årets rating står tilbage som dumpe Peter. Ifølge analytikerne er der flere forklaringer: Grundlæggende spiller det negativt ind, at Anders Dam nærmest har boykottet møder med aktieanalytikerne. Efter det oplyste er der en enkelt undtagelse, eller to. Til gengæld mødes han gerne med store investorer, ved to årlige besøg i København.

### ANDERS DAM ER ANDERLEDES

**Jyske Bank** og Anders Dam anses på mange måder for at være "anderledes" end de andre. Opfattelsen er, at han ikke har samme fokus på at skabe aktionærværdi. Og at der er andre hensyn, som får højere prioritet

For det første har ledelsen haft meget fokus på at flytte kunder fra **Totalkredit** til **BRFKredit**, og fra **BRFKredit** til Jyske Bank. Integrationen af BRF har givet de ventede synergier, men selve bankforretningen har skuffet stort på udviklingen i nettorenteindtægter.

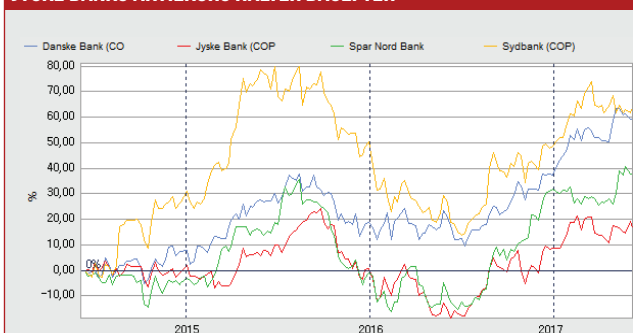
For det andet ses denne fokus på kunder og til dels medarbejdere – på bekostning af aktionærer – enten som en varig anderledes prioritering mellem de forskellige stakeholder grupper. Eller som en investering i fremtiden, hvor fokus på at tiltrække og fastholde kunder ikke udløser de forventede kortsigtede gevinster. Altså hvor

### DIREKTØRRATING: FINANSIELLE VIRKSOMHEDER

CEO	Selskab	Karakter 2017	Ændr.
Thomas F. Borgen	Danske Bank	4,3	0,3
Lasse Nyby	Spar Nord Bank	4,0	0,9
Morten Hübbe	Tryg	3,6	0,2
Christian Sagild	Topdanmark	3,2	0
Søren Bo Mortensen	Alm. Brand	3,2	0,9
Casper Von Koskull	Nordea Bank	3,0	0,3
Karen Frøsig	Sydbank	2,9	0,3
Anders Dam	Jyske Bank	2,6	0

Kilde: Økonomisk Ugebrev Research

### JYSKE BANKS AKTIEKURS HALTER BAGEFTER



Kilde: Euroland.com

der groft sagt nu investeres i fremtidige øget indtjening.

For det tredje er investorer og analytikere usikre på, hvad Jyske Bank fremover vil beslutte af aktietilbagekøb og aktieudbytter, og de er nu blevet skuffet flere gang. En forklaring er, at Anders Dam måske afventer fremtidige kapitalkrav, som kan nødvendiggøre ekstra kapitalpolstring i realkreditte, og hvor store aktietilbagekøb nu derfor ikke vil virke som rettidig omhu.

For det fjerde mener flere analytikere, at bankens informationskvalitet i regnskabsaflæggelsen halter. Blandt andet gives ikke klare og tydelige oplysninger om strukturen i egenbeholdningen af obligationer. Det gør det vanskeligere at skønne den fremtidige nettorenteudvikling på obligationerne, og udviklingen i nettorenterne i selve bankforretningen mudres til. Til gengæld anerkendes det, at Anders Dam, efter et forvirrende uklart regnskab lige efter BRF fusionen, justerede regnskabsaflæggelsen markant og derved efterkom analytikerens kritik.

En stik modsat tilgang til analytikerne har adm. direktør Lasse Nyby fra Spar Nord. Han opfattes som meget kommunikerende, åben og ærlig over for analytikerne,

**FORTSÆTTES PÅ NÆSTE SIDE »**

## « FORTSAT FRA FORRIGE SIDE

også når det handler om negative nyheder. Til Økonomisk Ugebrev siger Lasse Nyby: "Jeg tror, der kan være flere forklaringer på, at det er gået så godt i år. Dels har vi i Spar Nord leveret en række pæne regnskaber, dels har den nye strategi, vi lancerede sidste år i november, generelt fået en pæn modtagelse blandt både investorerne og de andre nøgleinteressenter. Endelig kan det måske spille en rolle, at jeg er en af de CEO's, der bruger relativt meget af min tid på at tale med investorer og analytikere. Det har vi bl.a. besluttet at gøre, fordi vi som en mellemstor bank nok skal kæmpe lidt mere for markedets opmærksomhed end de store skal."

## GOVERNANCE PROBLEMER

En anden højdespringer på årets rangliste er **Søren Boe Mortensen** fra **Alm. Brand**, som nu ligger på karakterniveau med **Christian Saggild** fra **Topdanmark** og lidt efter **Morten Hübbe** fra **Tryg Forsikring**. Søren Boe Mortensen har de seneste år præsteret en superflot kursudvikling, som skyldes en solid udvikling i forsikringsforretningen, og den tidligere nødlidende datterbank synes nu at være ved at have lukket hullet. Udviklingen ændrer dog ikke ved, at der fortsat er massive governance problemer i Alm. Brand koncernen, som tidligere har været

beskrevet i Økonomisk Ugebrev. Endelig scorer Casper Von Koskull fra Nordea middelkarakteren 3,0, hvilket dækker over massive pæne regnskabsmæssige resultater, men massive image og omdømmeproblemer, samt et voldsomt kundetab i den danske forretning, blandt andet på grund af vedvarende It-problemer i netbanken.

**Morten W. Langer**

## DIREKTØRRATING 2017

	CEO	Selskab	Karakter			Svar
			2017	2016	Ændr.	2017
1 (1)	Jens Bjørn Andersen	DSV	4,9	4,5	0,4	13
2 (3)	Ander Runevad	Vestas	4,6	4,3	0,3	13
3 (ER)	Jens Bjerg Sørensen	Schouw & Co	4,4	-	-	5
4 (6)	Thomas F. Borgen	Danske Bank	4,3	4,0	0,3	15
5 (ER)	Niels Smedegaard	DFDS	4,3	-	-	9
6 (7)	Kåre Schultz	Lundbeck	4,3	4,0	0,3	10
7 (9)	Jan G. J. vande Winkel	Genmab	4,1	3,8	0,3	11
8 (13)	Klaus Holse	SimCorp	4,0	3,5	0,5	10
9 (22)	Lasse Nyby	Spar Nord Bank	4,0	3,1	0,9	8
10 (NS)	Henrik Poulsen	Dong Energy	3,9	-	-	11
11 (ER)	Lars Liebst	Tivoli	3,8	-	-	6
12 (24)	Lars Marcher	Ambu	3,8	3,0	0,8	8
13 (ER)	Carsten Hellmann	Alk-Abelló	3,7	-	-	6
14 (16)	Cees 't Hart	Carlsberg	3,7	3,3	0,4	9
15 (15)	Morten Hübbe	Tryg	3,6	3,4	0,2	10
16 (25)	Paul Chaplin	Bavarian Nordic	3,6	3,0	0,6	7
17 (8)	Cees De Jong	Chr. Hansen	3,6	3,9	-0,3	9
18 (19)	Thomas Schulz	FLSmidth & Co.	3,5	3,2	0,3	11
19 (5)	Lars Rasmussen	Coloplast	3,5	4,1	-0,6	10
20 (12)	Jens Birgersson	Rockwool	3,5	3,6	-0,1	6
21 (ER)	Jeff Gravenhorst	ISS	3,4	-	-	9
22 (14)	Per Kogut	NNIT	3,3	3,5	-0,2	7
23 (18)	Christian Saggild	Topdanmark	3,2	3,2	0,0	9
24 (ER)	Jón Sigurðsson	Össur hf	3,2	-	-	5
25 (37)	Søren B. Mortensen	Alm. Brand	3,2	2,3	0,9	5
26 (ND)	Lars F. Jørgensen	Novo Nordisk	3,1	-	-	8
27 (36)	Michael H. Lyng	NKT Holding	3,1	2,5	0,6	9
28 (ND)	Søren Nielsen	William Demant	3,1	-	-	9
29 (ND)	Søren Skou	AP. Møller Mærsk	3,1	-	-	13
30 (28)	Anders Hedegaard	GN Store Nord	3,0	2,8	0,2	12
31 (31)	Casper Von Koskull	Nordea Bank	3,0	2,7	0,3	8
32 (ND)	Peter Thorsen	IC Group	3,0	-	-	5
33 (ER)	Ebbe Malte Iversen	Per Aarslef	3,0	-	-	7
34 (10)	Anders C. Friis	Pandora	2,9	3,8	-0,9	11
35 (33)	Karen Frøsig	Sydbank	2,9	2,6	0,3	9
36 (29)	Pernille Erenbjerg	TDC	2,9	2,8	0,1	9
37 (39)	Henrik Clausen	Bang & Olufsen	2,9	2,2	0,7	7
38 (21)	Jan Rindbo	DS Norden	2,8	3,1	-0,3	6
39 (35)	Tejre List	Matas	2,7	2,6	0,1	7
40 (ER)	Anders Wilhjelm	Solar	2,7	-	-	6
41 (34)	Anders Dam	Jyske Bank	2,6	2,6	0,0	14
42 (27)	Jacob Meldgaard	Torm	2,4	2,9	-0,5	7
43 (NS)	Bo Nilsson	Nets	2,4	-	-	14
44 (20)	Peder Holk Nielsen	Novozymes	2,3	3,2	-1,0	12
45 (32)	Niels Frederiksen	Scan. Tobacco	2,2	2,7	-0,5	5

Kilde: Økonomisk Ugebrev Research

Note: Baseret på besvarelser fra 24 porteføljemanagere og aktieanalytikere

Note: I første søjle angiver tallet i parentes placering sidste år. Alternativt NS (nyt selskab på fondsbørsen), ND (ny direktør), ER (ej rated sidste år af andre grunde).

## Sådan har vi gjort

Økonomisk Ugebrevs årlige CEO rating er baseret på input fra 25 aktieanalytikere og porteføljemanagere. 137 er adspurgt via mail, hvilket giver en svarprocent på 19. Hver respondent er blevet bedt om at give direktørerne fra fondsbørsens large- og midcap-selskaber, samt direktørerne for enkelte andre selskaber, en karakter på en skala fra 1 til 5. Det er præciseret, at bedømmelsen sker ud fra et aktionærsynspunkt, og at man kun skal give en karakter i de tilfælde, hvor man føler, man har tilstrækkeligt kendskab til direktøren og selskabet. Den årlige ceo rating i Økonomisk Ugebrev er gennemført hvert år de seneste tyve år.

## ET DÅRLIGT ÅR FOR DIREKTØRERNE I NOVO-SELSKABER

**Peder Holk Nielsen fra Novozymes må konstatere årets største fald i bedømmelsen, selv om han faktisk har leveret et solidt afkast til investorerne det seneste år. Også bedømmelsen af direktører fra Novo Nordisk og NNIT ligger under vanligt niveau.**

### TEMA: CEO RATING

Sidder man i bestyrelsen eller direktionen hos holdingselskabet

**Novo A/S**, er Økonomisk Ugebrevs DirektørRating alt andet end munter læsning: Der er dårlige bedømmelser til direktørerne i alle familiens børsnoterede selskaber. Værst ser det ud for **Peder Holk Nielsen** fra **Novozyms**, der falder et helt karakterpoint (på skalaen fra 1 til 5) til 2,3 og kommer ind næstsidst af de 45 ratede direktører.

**Novo Nordisk** nye topchef **Lars Fruergaard Jørgensen** får karakteren 3,1 som i sig selv er hæderlig, men langt fra den karakter på 4,5 og opefter, som plejede at tilfalde forgængeren **Lars Rebién Sørensen**. **Per Kogut** fra **NNIT** ligger lidt bedre med karakteren 3,3, altså lige over middel. Men også han synes at være trukket ned af miseren i Novo Nordisk og øget usikkerhed om det fremtidige salg til den største kunde, nemlig Novo Nordisk. Hans score falder 0,2 karakterpoint i et år, hvor der ellers har været fremgang for de fleste direktører i de børsnoterede selskaber.

Denne fremgang er blandt andet kommet **Kåre Schultz** i **Lundbeck** til gode – hvilket må være en lidt besk konstatering i Novo Nordisk, hvor Schultz som bekendt tabte en magtkamp om at blive ny CEO for to år siden, hvormed Fruergaard i sidste ende kunne indtage førersædet. Ifølge markedsdeltagere skal man dog langt fra tolke Lars Fruergaard Jørgensens skrabede karakter sådan, at den nye topchef ikke får en chance.

Man skal heller ikke lægge noget negativt i, at han her trekvart år efter sin tiltrædelse ikke rigtigt har gjort sig kendt, hvilket afspejles i, at han kun bliver bedømt af otte respondenter, mod 13-15 bedømmelser til de mest kendte direktører. Den nye topchef i Novo Nordisk skal blot ses an, og han får rosede ord med på vejen fra en kant, hvor det måske luner lidt ekstra: Nemlig fra **Dominick Beskos**, chefstrateg i **Momentum Markets**. Han var en af de få herhjemme, som - mens det endnu var anset som et mærkeligt afvigende standpunkt - forudså, at Novo Nordisk var på vej ud i store problemer i USA, og at disse problemer ville få aktiekursen til at falde betragteligt.

”Lakmustesten for Lars Fruergaard Jørgensen bliver forhandlingerne i USA, som han har været ude og sige bliver meget hårde. Man må håbe, han gør det bedste. Men umiddelbart har jeg ikke en finger at sætte på det, han allerede har gjort. Han har også udvist den ydmyghed, der var nødvendig på det tidspunkt, hvor han trådte til. Min holdning er, at det havde været upassende, hvis han havde været mere aggressiv,” siger Domenick Beskos.

Aktieanalytiker **Michael Friis Jørgensen** fra **Alm. Brand Markets** hæfter sig ved, at bedømmelserne af direktørerne i vidt omfang følger aktiekursudviklingen i året forinden, og Novo Nordisk-aktien er nu engang faldet brat. ”Det virker fair, at han kommer ind med en middelkarakter. Han kommer ind i en svær tid. Men han har også sit at bevise, for han har været en del af topledelsen, mens den har taget meget fejl af situationen. Han er altså ikke uskyldsren. Men regnskabet for første kvartal viste, at han foreløbigt har formået at skære omkostningerne til, hvilket er en af hans opgaver,” siger Michael Friis Jørgensen.

### NETJUSTERINGER KOSTER

Det er et faktum, at aktionærerne i Novozymes er betydeligt bedre stillede end aktionærerne i Novo Nordisk. Det seneste års tid har de faktisk fået et solidt afkast, og aktien ligger heller ikke milevidt under sin topkurs fra juli 2015. Men forventningen om, at Novozymes skal være en stabil aktie med en spændende andel i fremtidens teknologier, er uheldigt blevet brudt, fremhæver Michael Friis Jørgensen.

Han sammenfatter Peder Holk Nielsen situation sådan, at han er kommet til top i selskabet på et uheldigt tidspunkt: ”Gennem 20 år har selskabet satset på det langsigtede perspektiv og har brugt penge på at forske i teknologier, man først ville tjene penge på langt ude i fremtiden. Men de seneste ti års investeringer var baseret på høje energi- og råvarepriser, og det viste sig ikke at holde stik. Det betød, at man for første gang rigtigt måtte skære til og blandt andet skille sig af med forskningschefen (Per Falholt, red.), som ellers havde været en kulturbærer i selskabet. Jeg synes, Peder Holk Nielsen har kommunikeret fint nok gennem denne proces, men det er klart, at det giver nogle hak, når man nedjusterer flere gange på et år” siger Michael Friis Jørgensen. Peder Holk Nielsen selv har ikke ønsket at kommentere sin placering i DirektørRatingen. **STK**

## PARADOKSET COLDING-FRIIS I PANDORA

**Anders Colding-Friis, CEO i Pandora, tager i Økonomisk Ugebrevs årlige DirektørRating det største spring nedad af alle topchefer. Fra en 10. plads sidste år til en 34. plads i år. Men analytikerne har stort set fastholdt deres kursmål, som er 60 procent over den aktuelle børskurs.**

### TEMA: CEO RATING

Porteføljemanagerne og analytikerne, der følger **Pandora**, er tydeligvis

frustrerede. På den ene side tror de tilsyneladende fortsat på den gode vækstcase for Pandora. På den anden side vakler deres tillid til **Anders Colding-Friis** på grund af en svag informationskvalitet om den underliggende salgsudvikling.

Anders Colding-Friis er i dette års CEO rating blevet vurderet af elleve professionelle, med en gennemsnitskarakter på 2,9 point, hvor 3,0 er neutral på den samlede skala fra 1,0 til 5,0. I sidste års CEO Rating fik Pandora chefen et flot skudsmål på samlet 3,8. Overfor Økonomisk Ugebrev lyder analytikernes vurdering, at der grundlæggende er to forklaringer på den vigende tillid.

### KOMMUNIKATION HALTER

For det første er der stigende fokus på, at den eksterne kommunikation halter. Op til Q1 regnskabet blev der ændret på salgsrapporteringen, angiveligt for at forbedre informationskvaliteten om den såkaldte like-for-like salgsudvikling. Groft sagt handler det om, at analytikerne mener, at de ikke kan afkode den underliggende salgsudvikling eksempelvis på vigtige modne markeder som USA og UK med de salgsdata, som oplyses nu.

Eksempelvis for USA oplyses kun salgsdata for Pandoraejede butikker, som kun udgør ca. 15 procent af det samlede antal butikker, idet de fleste forretninger er franchise. For koncernen dækker de vigtige like-for-like salgsdata kun ca. 20 procent af det samlede eksterne salg til slutkunderne. Desuden mudres billedet af, at onlinesalget med solid vækst indgår i de oplyste salgsdata for forretningerne.

Mistroen til den underliggende salgsudvikling har givet amerikanske shortfonde vind under vingerne. De har på det grundlag formået at lægge et stort pres på Pandora-aktien, som siden sidste sommer er dykket fra kurs 1000 til en foreløbig kursbund for nylig på kurs 600. Netop det forhold, at ledelsen ikke har formået at fjerne eller reducere denne mistro omkring salgsudviklingen,

opfattes som et stort kommunikationsbrist.

Svage salgstal for USA i Q1 har altså været med til at understøtte shortfondenes historie. Også selvom det efterfølgende er kommet frem, at konkurrenterne **Tiffany** og **Signet** også har meldt om svage salgstal i Q1. Signet har endda oplyst, at det **vigtige salg** på Valentines Day i Q1 blev hårdt ramt af en forsinket udbetaling af restskat til amerikanerne, hvilket antageligt også har ramt Pandora i USA.

### ER PANDORA PÅ RETTE VEJ?

**For det andet** er der skepsis blandt analytikerne om, hvorvidt Pandora har valgt den rette vej med at ville eje flere butikker selv. Det giver en større kapitalbinding, og det giver også en større finansiel risiko, i et marked, hvor den allerstørste vækst ligger på onlinesalget. Mange andre selskaber indenfor consumer goods som eksempelvis **Bang & Olufsen** går den stik modsatte vej, idet såkaldte asset light forretningsmodeller giver mindre finansiel sårbarhed.

Endelig er Anders Colding -Friis' stjerne også falmet en lille smule, efter at hans tidligere virksomhed, **Scandinavian Tobacco Group**, er røget ind i salgsproblemer. Analytikere sår tvivl om, hvorvidt STG var den velsmurte salgsmaskine, som de troede.

Samlet set er der dog heller ingen tvivl om, at Anders Colding-Friis hurtigt kan tage et gevaldigt spring op af ranglisten næste år. Hvis han leverer de resultater, analytikerne forventer, de kommende kvartaler, er der udsigt til et kursspring på mindst 20-30 procent. Bemærkelsesværdigt har analytikerne over det seneste år næsten fastholdt deres kursmål, trods deres kritik af informationskvaliteten.

Ifølge analysevirksomheden **Factset** er analytikernes konsensusestimater kun reduceret fra 1.150 til 1.050 siden juni sidste år. Der forventes fortsat en salgsvækst på 14 procent i år. Data fra Pandoras egen hjemmeside gengiver indsamlede **analytikerdata** fra **SME Direkt**, som netop er opdateret, viser, at analytikerne forventer salgsvækst i Q2 på 14 procent, og en fremgang i EBITDA resultat på knap elleve procent siden samme kvartal sidste år.

I den konkrete case synes en del af den negative rating for Colding-Friis at være forstærket af shortfondenes angreb, der har kostet overraskende meget på aktiekursen. Analytikerne og investorerne er selvfølgelig ikke tilfredse med kursudviklingen.

MWL

## LOVFORSLAG, BEKENDTGØRELSER OG RAPPORTER

### MYNDIGHEDSNYT

#### Forbrugerombudsmanden skal kunne udstede bøder ved

**overtrædelse af markedsføringsloven:** I [høringsoplæg](#) oplyses, at "I sager om overtrædelse af markedsføringsloven eller regler udstedt i medfør heraf omfattet af § 2, der ikke skønnes at medføre højere straf end bøde, kan Forbrugerombudsmanden i et bødeforelæg tilkendegive, at sagen kan afgøres uden retssag, hvis den, der har begået overtrædelser, erklærer sig skyldig i overtrædelser og erklærer sig rede til inden en nærmere angiven frist at betale den bøde, der er angivet i bødeforelægget. Stk. 2. Retsplejelovens regler om krav til indholdet af et anklageskrift og om, at en sigtet ikke er forpligtet til at udtale sig, finder tilsvarende anvendelse på bødeforelæg efter denne bekendtgørelse. Overtrædelser der kan søges afgjort ved bødeforelæg. § 2. En erhvervsdrivendes overtrædelse af markedsføringslovens § 10, stk. 1, om uanmodet henvendelse til bestemte aftagere, kan søges afgjort ved bødeforelæg i sager, der vedrører til og med 500 uanmodede henvendelser."

**Finanstilsynet: Danske Bank undervurderer OIV på privatkunder:** I [tilsynsredegørelse](#) hedder det, at "bankens nedskrivningsniveau var samlet set tilstrækkeligt. Banken undervurderede dog isoleret set nedskrivningsbehovet for kunder med OIV. Finanstilsynet fandt ved inspektionen, at bankens datakvalitet ikke var tilfredsstillende, og at beslutningsgrundlaget i sagerne i mange tilfælde var mangelfuldt. Banken har bl.a. som følge af Finanstilsynets konklusioner fra tidligere inspektioner iværksat tiltag for at forbedre beslutningsgrundlaget, og der var derfor ikke grundlag for yderligere tilsynsreaktioner. Banken skal dog fortsat have fokus på at forbedre datakvaliteten og beslutningsgrundlaget."

**Ny Gældsstyrelse skal inddrive offentlig gæld:** Skatteministeriet [skriver](#), at "Omkring 1.500 medarbejdere. Et stærkt organisatorisk og ledelsesmæssigt fokus. Og nye it-systemer, der skal understøtte gældsinddrivelsen. Det er hovedelementerne i en ny styrelse, som skatteminister Karsten Lauritzen inden sommerferien præsenterer i forbindelse med en ny organisering af fremtidens skattevæsen. Gældsstyrelsen skal fremover stå for al

inddrivelse af borgere og virksomheders gæld til det offentlige. Skatteminister Karsten Lauritzen kalder det absolut nødvendigt at ruste op som følge af de seneste års kollaps i SKATs gældsinddrivelse. "Vi må erkende, at SKAT ikke er lykkedes med at opkræve og inddrive gælden til det offentlige. Vi skal have en organisation og en ledelse, som ikke har andre opgaver end at sørge for, at vi får en så stor del som muligt af danskernes gæld til det offentlige i statskassen. Og så skal vi som politikere sikre, at der er ressourcer nok til opgaven. Det gælder både antallet af medarbejdere og it, der virker", siger skatteministeren."

**Udenlandske bankfilialer vil få offentliggjort tilsynsredegørelse fra Finanstilsynet:** I [høringsoplæg](#) hedder det, at "det foreslås, at anvendelsesområdet for offentliggørelsesbekendtgørelsen udvides til at omfatte filialer her i landet af udenlandske virksomheder, der er meddelt tilladelse til at udøve den virksomhed, som er nævnt i §§ 7-11 i lov om finansiel virksomhed, i et land inden for Den Europæiske Union eller et land, som Unionen har indgået aftale med på det finansielle område. Offentliggørelsesbekendtgørelsen finder ikke i dag anvendelse på filialer her i landet af udenlandske virksomheder, der er meddelt tilladelse i et land inden for Den Europæiske Union eller et land, som Unionen har indgået aftale med på det finansielle område. Disse filialer er derfor ikke underlagt krav om at skulle offentliggøre de redegørelser, som Finanstilsynet udarbejder om virksomheden. Finanstilsynet vil offentliggøre redegørelserne på sin hjemmeside. Offentliggørelse vil ske efter, at filialen har offentliggjort redegørelsen. Finanstilsynet vil dog offentliggøre redegørelsen senest tre hverdage efter, at filialen har modtaget redegørelsen fra Finanstilsynet, uanset om filialen har offentliggjort redegørelsen."

MWL

## AKTUELLE FAGLIGE NYHEDSBREVE OG RAPPORTER

RAPPORTINDEKS				
Titel og link	Tema	Udgiver	Type	Udgivet
<a href="#">EU's databeskyttelsesforordning (ny)</a>	Data	Beierholm	Artikel	maj -17
<a href="#">Er din virksomhed klar til at registrere sine reelle ejere? (ny)</a>	Registrering	Gorrissen Federspiel	Nyhedsbrev	jun-17
<a href="#">Kommissionens endelige rapport vedrørende e-handelssektoren (ny)</a>	Konkurrence	Gorrissen Federspiel	Nyhedsbrev	maj -17
<a href="#">Europa-Kommissionen beskylder multinational telekommunikation-virksomhed for "gun-jumping" (ny)</a>	Konkurrence	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	jun-17
<a href="#">Europa Kommissionen udgiver endelige konklusioner om e-handel (ny)</a>	Konkurrence	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	jun-17
<a href="#">SKAT offentliggør kontrolaktiviteter for 2017 (ny)</a>	Skat & afgifter	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	jun-17
<a href="#">Regulering af investeringsrådgivere (ny)</a>	Lovgivning	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	maj -17
<a href="#">Nye regler om reelle ejere er trådt i kraft (ny)</a>	Registrering	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	maj -17
<a href="#">Domstol i Düsseldorf stadfæster ulovligheden af Asics' restriktioner for brug af rissammenligningsværktøjer</a>	Konkurrence	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	maj -17
<a href="#">Betænkning om persondataforordningen</a>	Data	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	maj -17
<a href="#">Dong Energy sælger sin upstream olie - og gasforretning til INEOS</a>	Energi	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	maj -17
<a href="#">EU-domstolen: En offentlig myndighed kan ikke pålægges at videregive personoplysninger</a>	Data	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	maj -17
<a href="#">Entreprenørens produktansvar for rådgivning - praksis skærper ansvar for følgeskader</a>	Bolig og Byggeri	Plesner	Artikel	maj -17
<a href="#">Hvem og hvor rammer boligskattereformen hårdest?</a>	Skat	Sadolin & Albæk	Nyhedsbrev	maj -17
<a href="#">Erhvervsstyrelsen har nu åbnet sit register for reelle ejere</a>	Lovgivning	Kammeradvokaten	Nyhedsbrev	maj -17
<a href="#">Orientering om Udbudsret - uge 18-19 2017</a>	Lovgivning	Kammeradvokaten	Nyhedsbrev	maj -17
<a href="#">Fusionskontrol: Facebook idømt 110 mio. euro i bøde for vildledende oplysninger</a>	Konkurrence	Plesner	Artikel	maj -17
<a href="#">Selskabsret - Pligt til at registrere reelle ejere</a>	Lovgivning	Plesner	Artikel	maj -17
<a href="#">Konkurrenceret - EU undersøger syndikerede lån</a>	Konkurrence	Plesner	Artikel	maj -17
<a href="#">Ekspropriationsbestemmelser i planloven bliver nu gransket</a>	Lovgivning	Plesner	Nyhedsbrev	maj -17

### DENNE SIDE ER SPONSORERET AF:

(Klik på logo og få adgang til flere ressourcer)












## UGENS STÆRKESTE OG SVAGESTE ERHVERVSDÆKNING

### MEDIEANMELDELSE

#### Ukritiske medier stille spaltepads til rådighed:

Dækning af boligmarkedet kører friløb: Igen i denne uge er artikler om boligmarkedet blandt de absolut mest læste i danske erhvervsmedier, hvis man skal dømme efter internet-sidernes oversigter over "mest læste." Og igen i denne uge er erhvervsmediernes dækning af boligmarkedet en temmelig imødekommende, for ikke at sige ukritisk, gengivelse af public relations materiale fra de store aktører på dette marked. Dette materiale er ofte interessant og ind i mellem endda nuanceret.

Finans.dk [konstaterer](#) i en artikel, der bygger på information og vurderinger fra ejendomsmæglerkæden Nybolig, at brandudsalget på boligmarkedet er forbi. Det vil sige, at det ikke længere er så let at presse sælgerne ned i pris. Det kan sikkert være rigtigt, men det er jo påfaldende, at kilden må have en stærk interesse i at få dette budskab ud.

TV2 kunne via en analyse fra [Boligsiden.dk](#) forleden berette, at der nu sker langt flere skuffesalg end tidligere, altså hvor boligerne bliver solgt uden den normale forudgående annoncering. Sikkeret rigtigt i det aktuelle boligmarked.

Budskab: Nu skal køberne altså skynde sig med at slå hurtigt til, fordi deres hus ellers sælges til anden side. Og konklusionen var også, at det er godt for sælgerne. Ok? Måske kunne boligen så have været solgt til en højere pris ved annoncering. Blot et gæt.

En anden ejendomsmæglerkæde Home får sammen med Realkredit Danmark udspredd budskabet om, at kvinder går glip af gevinster på boligmarkedet, fordi færre kvinder end mænd aktuelt planlægger at købe bolig. Berlingske Business forsøger som et af få medier (eller måske det eneste medie) at sætte denne konstatering ind i et bredere [perspektiv](#).

Netop i en situation, hvor risikoen for [boble-dannelse](#) tilsyneladende er stigende, kan den kvindelige skepsis jo være sund og berettiget. Det er påfaldende, at de store medier i så ringe grad betjener deres kunder med uafhængig analyse af og kommentar til dette vigtige stofområde, men i den grad kører friløb på pressemeddelelser. De journalister, der har skrevet ovenstående artikler er, når de får lov og tid, sikkert i stand til at levere en glimrende selvstændig behandling af området.

#### Groft sagt: Krab-Johansen til Berlingske er godt for det danske demokrati:

Som bekendt skifter Anders Krab-Johansen, tidligere chefredaktør på dagbladet Børsen, nu til posten som adm. direktør for Berlingske Media. Vi kan godt forstå hans ønske om at skifte:

For det første er det antageligt et spørgsmål om tid, før JP/ Politiken overtager Dagbladet Børsen. Og man kan da heller ikke udelukke, at der allerede er sket en vis koordinering af det redaktionelle, og at markedsføringsindsatsen mellem de to bladhus - i hvert fald uformelt, efter at JP/politiken har overtaget 49 procent af Børsen.

For det andet er det klart og tydeligt, at Berlingske Media står overfor enorme økonomiske udfordringer, hvis huset skal vendes til at blive en lønsom forretning. Det kræver en bladmand, med dyb indsigt i mediebranchen og med forståelse for fremtidens mediebillede. Det tvivler vi på, at afgående CEO Mette Maix havde. Hun er helt sikkert en superdygtig købmand, men det er ikke nok for Berlingske. Krab-Johansen har leveret varen til sine ejere på Børsen, og han har givetvis den kompromisløshed, der skal til for at gøre en forskel også på Berlingske. Et økonomisk stærkt Berlingske er ikke mindst vigtigt for vores mediebillede.

MWL/MOS



### Kender du Økonomisk Ugebrev Flash News?

Tilmeld dig Økonomisk Ugebrev Flash NEWS! her og få nyheder gratis - hver dag

Økonomisk Ugebrev Flash NEWS! er en anderledes nyhedstjeneste. Vi dækker IKKE den almindelige konsensus nyhedsstrøm af fælles nyheder, som kommer på alle de større erhvervsmedier. Men til gengæld er vi en nyhedstjeneste med lidt mere analyse, dybde og holdning.

Vi henvender os til investorer, erhvervsfolk og ansatte i den finansielle sektor, der har internationalt udsyn og stiller krav til dybde og perspektiv.

## KUN EUROPA LYSPUNKT I GLOBAL ØKONOMI

**Europæisk økonomi ser ud til at være det sidste lyspunkt i den globale økonomi. Både Kina og USA bremser nu klart op. Det kan ikke undgå at smitte af på Europa om nogle måneder, blandt andet understøttet af en stærkere Euro.**

### GLOBAL KONJUNKTUR

Mens målingerne af erhvervstilliden i Europa buldrer derud af på flere års højeste, går det tilbage i både USA og Kina. Det synkrone globale opsving, som der blev snakket meget om i foråret, er lige så stille ved at fordufte. Og det fremgår også klart af Økonomisk Ugebrevs Konjunkturbarometer for den Globale Økonomi, som er baseret på ti centrale målepunkter. I denne opdatering sættes scoren ned på fire af målepunkterne, nemlig på Conference Boards forbrugertillid for USA, råvarepris indekset CRB Raw Industrial, oliepriser og erhvervstillid for Kina, som nu er under neutrale 50. Kun på ét signal sættes scoren op, nemlig på det IFO indeks for den tyske erhvervstillid.

For en gang skyldes synes det at være Europa, som ligger bedst i den økonomiske udvikling – i forhold til andre regioner. Det tyske [IFO institut](#) skriver:

“The mood among German business was euphoric in May. The ifo Business Climate Index rose (to) the highest figure on record since 1991. Companies upwardly revised assessments of both their current business situation and their business expectations significantly. This development in the ifo index combined with other key economic indicators, points to economic growth of 0.6 percent in the second quarter. Economic activity in Germany remains very brisk.”  
Da europæisk økonomi er meget eksportdrevet vil et

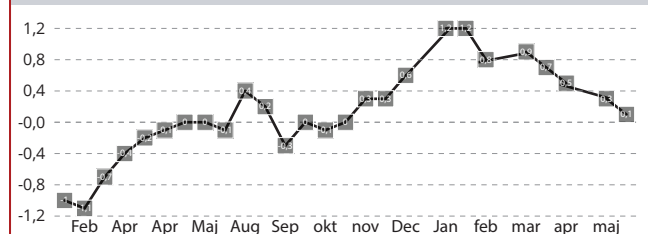
isoleret europæisk opsving næppe være særlig langtidsholdbart. Både kinesisk økonomi og USA viser tydelige tegn på en økonomisk opbremsning. I senest [PMI for Kina](#) skriver Markit: “Operating conditions faced by Chinese goods producers deteriorated for the first time in nearly a year in May. The fall in the headline index coincided with slower increases in output and new orders, while staff numbers were cut at a quicker rate. Subdued demand conditions underpinned a renewed fall in purchasing activity, albeit only slight, and the first increase in inventories of finished items in 2017 so far.”

Opbremsningen i erhvervstilliden understøttes af et lille fald i Fathoms CMI indikator for kinesisk økonomi, baseret på udviklingen i el-produktion, jernbanegodstransport og bankernes udlån. For udviklingen i USA's økonomi er der flere indikationer på opbremsning, ikke mindst efter forrige fredags skuffende jobtal. Men også forbrugertilliden, Citigroups Economic Surprise index og ECRI indikatoren viser alle tegn på økonomisk opbremsning. Dette billede understøttes også af, at den amerikanske 10-årige obligationsrente de er faldet.

MWL

### UDVIKLING I GLOBALT KONJUNKTURBAROMETER

Score for samlet konjunkturbarometer



Kilde: Økonomisk Ugebrev Research

### GLOBAL KONJUNKTUR BAROMETER: DE VIGTIGSTE INTERNATIONALE KONJUNKTURINDIKATORER

	Seneste	Forrige	Data for	Score	Ændring	Tendens	Kilde
S&P 500 aktieindeks	2430	2370	juni	1	0	op	
ISM Fremstilling, Nye ordrer	59,5	57,5	maj	1	0	uænd.	ISM
Conference board LEI, Ledende indikator	126,9	126,6	april	2	0	op	CONFERENCE BOARD
Conference board, Forbrugertillid Forvent.	102,6	105,4	maj	-1	-1	ned	CONFERENCE BOARD
CRB Raw Industrial, råvarepriser	502	505	juni	-1	-1	ned	CRBTRADER
OECD LEI, for Euroland	100,4	100,4	feb	0	0	uænd.	OECD
IFO-forventninger, Erhvervstillid	106,5	105,2	maj	1	2	op	IFO.DE
Oliepriser (Crude)	46	50	juni	-1	-1	ned	
PMI Kina	49,6	50,3	maj	-1	-1	ned	markit.com
Shanghai Container Shipping index	869	830	juni	0	0	uænd.	en.sse.net.cn
<b>SAMLET KONJUNKTURBAROMETER</b>				<b>0,1</b>	<b>-0,2</b>		

Note.: Forrige data er seneste offentliggørelse eller for 2 uger siden for markededata.

Kilde: Økonomisk Ugebrev Research og AktieUgebrevet

## STADIG LANGE UDSIGTER FØR ECB HÆVER RENTEN

Der kom på den forløbne uges rentemøde i ECB nogle små justeringer i den sproglige udlægning af pengepolitikken, men ikke nogen direkte ændringer i hverken renten eller i de igangværende obligationsopkøb. Det betyder, at det stadig varer længe før der kommer en decideret europæisk renteforhøjelse.

### KORT RENTE

En af de formuleringer centralbankchef **Draghi** har brugt gennem en lang periode i forbindelse med **ECB's** rentemøder er, at renten skal forblive på nuværende eller lavere niveau i en lang periode. Men denne gang er ordene "eller lavere" gledet ud af formuleringen, og netop denne sproglige justering var ventet af en del markedsdeltagere. Det er et signal om, at retningen i pengepolitikken er ved at blive ændret. Nu ser centralbanken ikke længere nogen sandsynlighed for, at det bliver nødvendigt at sænke renten yderligere. Nu hedder det i formuleringen, at renten vil forblive på nuværende niveau i længere tid.

Udover denne lille – men vigtige – sproglige justering peger cheføkonom **Jes Asmussen** fra **Handelsbanken**

på en anden sproglig justering, der også antyder at der er nye vinde på vej. "Risiciene for den økonomiske udvikling bliver nu vurderet som værende balancerede, mod tidligere at have været på nedsiden," påpeger Jes Asmussen.

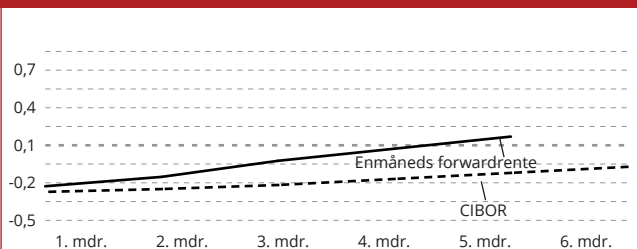
De fleste markedsdeltagere havde da heller ikke ventet andre justeringer end netop det, der er foretaget. Der var således ikke nogen indikationer af, hvad der skal ske med det aktuelle opkøbsprogram på 60 mia. EUR om måneden. Det vil efter planen fortsætte året ud.

Jes Asmussen skriver i en kommentar til mødet, at: "Problemet er dog fortsat, at bedringen i økonomien ikke har resulteret i stigende inflation." Han fremhæver, at ECB nu har sænket sit skøn over inflationen de kommende tre år.

Cheføkonom **Helge Pedersen** fra **Nordea** peger ligeledes på den manglende inflation, og fremhæver at både den samlede inflation og kerneinflationen faldt i maj. Den samlede inflation blev 1,4 procent og kerneinflationen faldt til 1,0 procent. "Vi venter først at renten sættes op i 2019," skriver Helge Pedersen i en kommentar til rentemødet.

**Ejlif Thomsen**

### KORTE RENTER OG FORVENTNINGER



Note: CIBOR er den faktiske rente, mens forwardrenterne er de indbyggede markedsforventninger til enmånedsrenten.

Kilde: Økonomisk Ugebrev Research

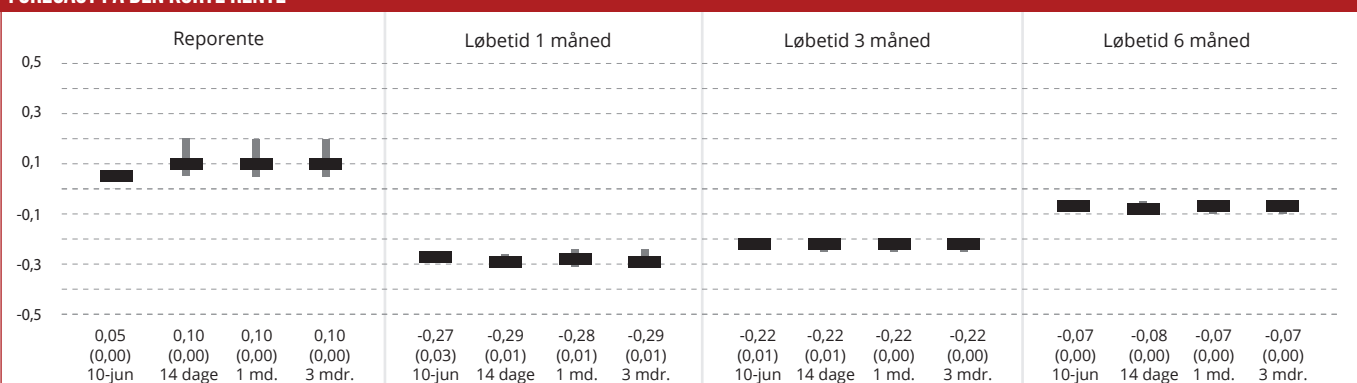
### FRA-SATSER

Rentesats i procent		
Start	3 mdr. frem	6 mdr. frem
jun-17	-0,24/21	-0,09/07
sep-17	-0,22/21	-0,07/05
dec-17	-0,2/19	-0,05/03
mar-18	-0,18/17	-0,03/01

Ud for jun-17 3 mdr. står -0,24/22. Det betyder, at man i dag kan aftale at placere indskud svarende til en tre-måneders CIBOR på -0,24 pct. fra jun. 17 til sep. 17. Tilsvarende kan man i dag aftale at låne svarende til en tre-måneders CIBOR på -0,21 pct. fra jun. 17 til sep. 17.

Kilde: Spar Nord

### FORECAST PÅ DEN KORTE RENTE



Forklaring: Forventninger til Nationalbankens repo-rente og til renten på interbank pengemarkedet. Rentesatsen er gennemsnittet for udlån uden sikkerhed og parenteser angiver ændringen fra sidste nummer. Den grå bar angiver højeste og laveste skøn.

Panelet består af: Alm. Brand Markets, Danske Markets, Handelsbanken Markets, Nordea Markets, Nykredit Markets og Sydbank

## LANGE RENTER HOLDES NEDE AF LAV INFLATION

Det er stadig ikke lykkedes de lange statsrenter for alvor at bryde ud af det handelsinterval på 0,5-0,7 procent, som har været gældende længe. Jyske Bank vurderer, at først når afslutningen af ECB's obligationsopkøb bliver indregnet vil renterne stige.

### LANG RENTE

Der er udbredt enighed mellem finanshusene om, at de lange renter skal højere op. Der er også forholdsvis stor enighed om, at det ikke er voldsomme bevægelser vi kommer til at se. Men foreløbig er der ikke kommet et klart brud på en langvarigt handelsinterval. Her spiller det utvivlsomt ind, at inflationen i EUR-zonen i maj igen faldt lidt tilbage.

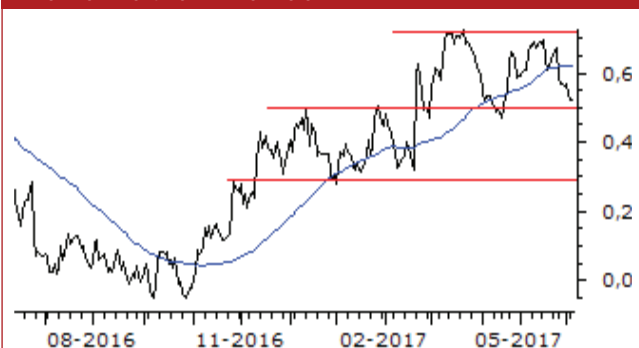
Jyske Bank peger i deres seneste renteprognose på, at kun hvis inflationen falder mere tilbage kan det udskyde rentestigningerne yderligere. Ellers er det, der ifølge denne prognose skal til før vi ser højere renter, at markederne begynder at indregne den forventede udfasning af ECB's obligationsopkøb. Det blev ikke nævnt på det seneste rente-

møde, men det behøver heller ikke nødvendigvis være sådan, at der skal ligge en offentliggjort plan fra ECB om, hvordan udfasningen – tapering – skal foregå. Bare det, at markederne begynder at indprise det vil ifølge Jyske Bank være nok til, at vi kommer til at se højere renter. De forventer, at det vil ske i løbet af de kommende måneder, og at vi allerede i løbet af de næste tre måneder vil se et brud på de 0,70 procent for de tiårige statsobligationer. Herefter vil vi stille og roligt se de tiårige statsrenter stige med omkring 20 basispoint pr. kvartal hen gemme resten af i år og hele 2018 vurderer Jyske Bank.

Både Danske Bank og Handelsbanken forventer et lidt mere afdæmpet forløb med mindre rentestigninger, men alle er enige om at retningen fra nu af er opad. Om et år forventer Danske Bank og Handelsbanken et niveau på 1,10-1,15 procent, mens Jyske Bank forventer 1,30 procent.

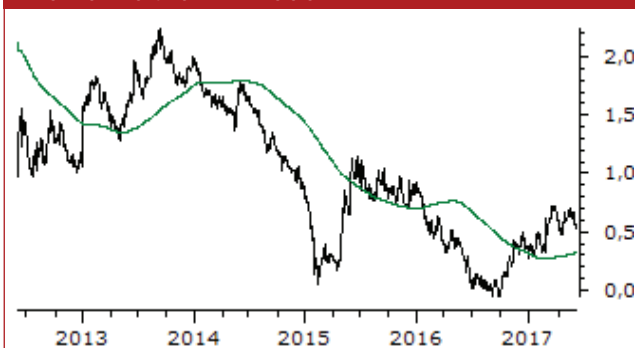
Statsrenter: Renten svinger stadig i snævert interval. Renten er nu faldet til bunden i intervallet 0,50-0,70 procent, og dermed er det mest sandsynlige en snarlig rentestigning tilbage til loftet i dette interval. **Ejlif Thomsen**

DANSKE STAT 3% 2021 – KORT SIGT



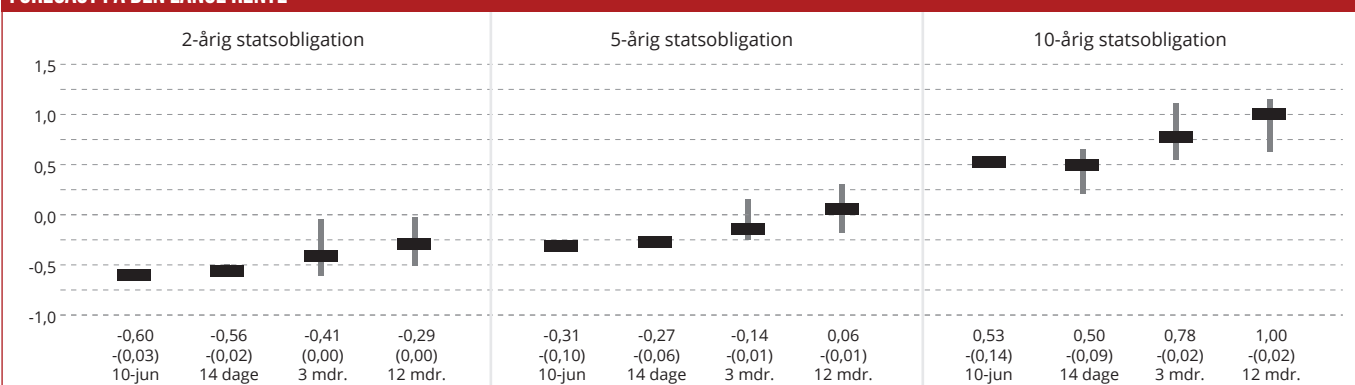
Kilde: BCVIEW

DANSKE STAT 3% 2021 – LANG SIGT



Kilde: BCVIEW

### FORECAST PÅ DEN LANGE RENTE



Forklaring: Obligationerne er henholdsvis 0,25 pct. 2018, 3% 2021 og 0,5% pct. 2027. Rentesatsen er gennemsnittet for udlån uden sikkerhed, og parenteser angiver ændringen fra sidste nummer. Den grå bar angiver højeste og laveste skøn.

Panelet består af: Alm. Brand Markets, Danske Markets, Handelsbanken Markets, Nordea Markets, Nykredit Markets og Sydbank

## GBP-UDSIGTERNE MARKANT ÆNDRET EFTER BRITISK VALG

**GBP faldt allerede efter torsdagens exit-poll med næsten to procent. Den politiske usikkerhed, der nu tegner sig i Storbritannien betyder, at flere finanshuse nu nedjusterer deres forventninger til GBP markant.**

### VALUTA

Både **Jyske Bank** og **Danske Bank** peger nu på, at den politiske usikkerhed betyder at GBP kan svækkes helt ned til EUR/GBP på 0,90. I dansk regning svarer det til 8,25 kr. for et pund. Til sammenligning har GBP det seneste halve år svinget inden for et interval fra 8,42-8,90 GBP/DKK.

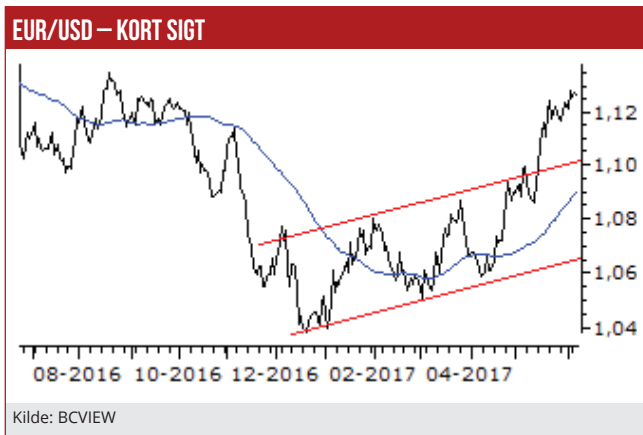
De markant mere negative forventninger udløses til trods for, at der dagen efter valget er forventning om, at premierminister **Theresa May** vil fortsætte som regeringsleder, selvom hun har mistet det absolutte flertal.

Men dels vil hun være afhængig af støtte fra et mindre parti, og dels betyder hendes svækkede mandat, at de kommende forhandlinger om udtræden af EU vil blive mere besværlige. Jyske Bank fremhæver i en ny prognose, at GBP allerede er historisk lavt prissat, men har efter valget nedjusteret deres forventning på tre måneders sigt med ni procent fra 9,07 GBP/DKK til 8,25 GBP/DKK.

### EUR/USD FORTSÆTTER I LANGVARIGT INTERVAL

EUR/USD ligger nu tæt på den øverste grænse i intervallet 1,05-1,15 EUR/USD. Medmindre vi får et brud på det mønster, som har været gældende siden starten af 2015, er det mest sandsynlige, at EUR/USD efter en kortvarig fortsættelse af den seneste stigning indleder et fald.

Ejlif Thomasen



### FORECAST PÅ DE VIGTIGSTE VALUTAER

	Aktuelle kurs	Forventninger til valutakurser om:			Pris inkl. 6 mdr. Inkl. termin
		09-06-2017	1 måned	3 måneder	
EUR	7,44		7,44	7,44	7,43
			(7,43-7,45)	(7,44-7,45)	(7,43-7,46)
GBP	!! 8,48	8,74	8,70	8,70	8,45
		(8,61-8,86)	(8,45-8,91)	(8,37-9,08)	
SEK	! 0,76	0,77	0,78	0,79	0,76
		(0,76-0,79)	(0,77-0,8)	(0,76-0,81)	
NOK	!! 0,78	0,80	0,81	0,81	0,78
		(0,79-0,82)	(0,79-0,83)	(0,78-0,85)	
CHF	!! 6,85	6,89	6,90	6,85	6,86
		(6,76-7,09)	(6,76-7,16)	0,00	
PLN	! 1,77	1,76	1,74	1,78	1,77
		(1,75-1,78)	(1,69-1,79)	(1,77-1,8)	
USD	!! 6,65	6,89	6,89	6,80	6,58
		(6,65-7,15)	(6,7-7,09)	(6,58-7,08)	
JPY	!!! 6,03	6,18	6,21	6,13	0,06
(X100)		(6-6,44)	(6-6,62)	(5,8-6,57)	
EUR/USD	!! 1,12	1,08	1,08	1,10	1,13
		(1,04-1,12)	(1,05-1,11)	(1,05-1,13)	

Kilde: Økonomisk Ugebrev Research

Note: Udråbstegnene angiver graden af usikkerhed. !!! udtrykker største usikkerhed. Øverste kurs ved hver valuta er gennemsnittet af panelets forventninger

Tallene i parentes angiver laveste og højeste forecast. Terminstillægget i sidste kolonne er gennemsnit for køb og salg.

Panelet består af:

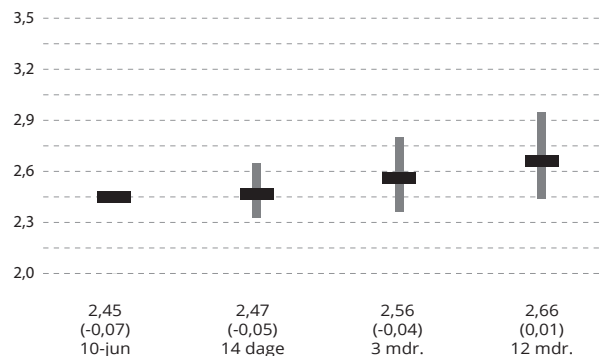
- Alm. Brand Markets
- Danske Markets
- Handelsbanken Markets
- Nordea Markets
- Nykredit Markets
- Saxo Bank
- Sydbank

## FINANSKALENDER

Vigtige begivenheder på finansmarkedet - 12. juni - 18. juni			
Japan	PPI, YoY	7,8 pct. (-0,7 pct.)	12. juni
Danmark	Forbrugerpriser	- (0,2 pct.)	12. juni
UK	Forbrugerpriser	- (0,5 pct.)	13. juni
Eurozonen	ZEW indeks	- (35,1)	13. juni
Tyskland	ZEW indeks	- (20,6)	13. juni
USA	MBA låneansøgninger	- (7,1 pct.)	13. juni
USA	PPI	0 pct. (0 pct.)	13. juni
UK	Arbejdsløshed	4,6 pct. (4,6 pct.)	14. juni
USA	Forbrugerpriser	0,0 pct. (0,2 pct.)	14. juni
USA	Rentemøde, FOMC	1,25 pct. (1,00 pct.)	14. juni
Kina	Pengemængde, M2	10,4 pct. (10,5 pct.)	15. juni
Australien	Arbejdsløshed	5,7 pct. (5,7 pct.)	15. juni
Schweiz	Rentemøde, SNB	- (-0,75 pct.)	15. juni
UK	Rentemøde, BOE	0,25 pct. (0,25 pct.)	15. juni
USA	Førstegangsansøgere til ledighedsstøtte	- (-)	15. juni
Japan	Rentemøde, BOJ	-0,1 pct. (-0,1 pct.)	16. juni
Eurozonen	Forbrugerpriser	- (0,4 pct.)	16. juni
USA	Påbegyndt boligbyggeri	1.225.000 (1.172.000)	16. juni
USA	Byggetilladelser	1.250.000 (1.229.000)	16. juni
USA	U. of Michigan forbrugertillid	97,1 (97,1)	16. juni

Note: Alle ændringer i procent er, medmindre andet er angivet, på årsbasis samt sæsonkorrigerede.  
Kilde: Alm. Brand

## 30-ÅRIG REALKREDITOBLIGATION

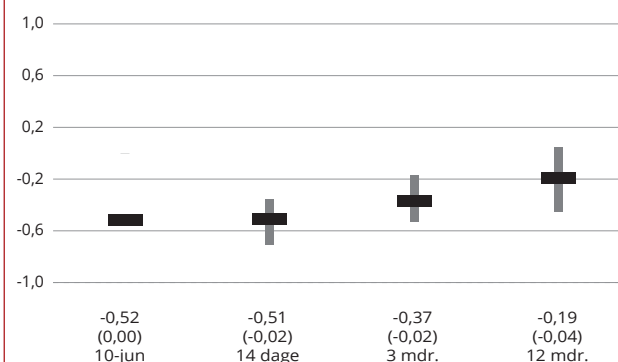


Forklaring: Obligationerne er henholdsvis 1 pct. april 2018 og 2,5 pct. RD 2047. Rentesatsen er gennemsnittet for udlån uden sikkerhed og parenteser angiver ændringen fra sidste nummer. Den grå bar angiver højeste og laveste skøn.

Panelet består af: Alm. Brand Markets, Danske Markets, Handelsbanken Markets, Nordea Markets, Nykredit Markets og Sydbank.

Kilde: Økonomisk Ugebrev Research

## ETÅRIG FLEXLÅN®



Forklaring: Obligationerne er henholdsvis 1 pct. april 2018 og 2,5 pct. RD 2047. Rentesatsen er gennemsnittet for udlån uden sikkerhed og parenteser angiver ændringen fra sidste nummer. Den grå bar angiver højeste og laveste skøn.

Panelet består af: Alm. Brand Markets, Danske Markets, Handelsbanken Markets, Nordea Markets, Nykredit Markets og Sydbank.

Kilde: Økonomisk Ugebrev Research

## KOLOFON

**Ansvh. chefredaktør:** Morten W. Langer

**Adm. direktør:** Steffen Damborg

**Redaktion:** Ejlf Thomasen, Peder Bjerger, Carsten Vitoft, Morten Sørensen, Sten Thorup Kristensen, Lars Abild, Joachim Katstrup, Bruno Japp, Hugo Gaarden, Peter Aabo, Henrik Denta

**Redigering og layout:** Katinka Sverker Brøndum

**Grafik og research:** Birk Løfqvist, Eva Busck Fensvig, Haris Nogo, Maria Nørgaard Langer, Villads Michelsen

ISSN 1903 - 8666

**Bogholderi:** Jørgen Olsen [jol@mm.dk](mailto:jol@mm.dk)

Kopiering eller videresendelse ikke tilladt

**Annoncesalg**  
NICHEHUSET  
Bredgade 23  
1260 København K

T 35 35 10 10  
[hej@nichehuset.dk](mailto:hej@nichehuset.dk)  
[www.nichehuset.dk/ugebrev](http://www.nichehuset.dk/ugebrev)

 **NICHEHUSET**  
MEDIER VIRKER

**Økonomisk Ugebrev Finans/CFO**  
**udgives af:**

Økonomisk Ugebrev A/S  
Pilestræde 34, 4. sal, 1147 København K  
CVR-nr.: 31760623  
Redaktionens tlf. nr.: 70 23 40 10  
Hjemmeside: [www.ugebrev.dk](http://www.ugebrev.dk)  
Email: [kontakt@ugebrev.dk](mailto:kontakt@ugebrev.dk)

**Abonnement:**

Helår 5.995 kr. eks. moms  
Halvår 3.600 kr. eks. moms

DOWNLOAD PDF  
TIL PRINT

