



NYE PROBLEMER FOR FALCK, MEN REDNINGS- FORRETNING GÅR STÆRKT FREM

Falcks halvårsregnskab viser stærk fremgang for lønsomheden i den ellers hårdt ramte redningsforretning. Men der er dukket nye problemer op i den hidtil så fremgangsrige healthcare-forretning, som ejes delvist af Tryghedsgruppen. En egentlig oprydning er i gang efter direktørskifte.



GAMECHANGER I H+H: FRA KONKURSTRUET TIL SOLID VÆKST

Porebetonvirksomheden H+H International har de seneste otte år bevæget sig fra at være livstruet til stabilisering og ny offensiv med opkøb, som nu begynder at løfte forretningen gevaldigt. Interview med CEO Michael T. Andersen om rejsen, status og fremtidsudsigter.

NYHEDSANALYSER

- 03** Medieanmeldelse: Børsen og skatteministerens uskyld
- 04** Kammeradvokaten vinder millionslagsmål mod Qudos
- 05** Nej til konsolidering: Pensionskasser vil være herre i eget hus
- 07** Gamechanger i H+H: Fra konkurstruet til solid vækst
- 09** Netcompany har minusvækst fra Q1 til Q2
- 11** Blockchain-teknologi kan overflødig gøre revisionspåtegning
- 12** Nye problemer i Falck, men stærkt frem i redning

TEMA: MEDIEANALYSEN 2018

- 13** Børsen er fortsat det mest lønsomme dagblad
- 14** Dagbladet Information mindst lønsom, men med formue
- 15** Tabel: Medieanalysen 2018 - Regnskabsdata

OVERBLIK OG KONJUNKTUR

- 16** Lovforslag, bekendtgørelser og rapporter
- 17** Aktuelle faglige nyhedsbreve og rapporter
- 18** Den globale vækstmotor USA bremser op
- 19** Tyrkiet vil være sprængfarlig i lang tid

FORECAST

- 20** Forecast på Udvikling i Kort rente
- 21** Forecast på Udvikling i Lang Rente
- 22** Forecast på Udvikling i Valuta
- 23** Forecast på udvikling i Boligrenter



André Rogaczewski, CEO, Netcompany

Hvor gylden bliver Netcompanys fremtid?: Enten har selskabet sprunget over en opjustering, eller også har aktiemarkedet overdrevet forventninger til andet halvår. Tårnhøj aktiekurs får stemningen til at sitre... **Side 09**

Alphas konkursbo får penge tilbage fra Qudos:

En række lyssky transaktioner mellem de to selskaber op til konkursen i Alpha Insurance er udredet. Qudos har indgået en aftale med kurator, som er kammeradvokaten, om at betale penge tilbage... **Side 04**

Pensionskasser vil bevare selvstændighed

Pensionskasserne erkender over en bred kam, at der er behov for konsolidering i branchen. Men de foretrækker samarbejder frem for fusioner, og de afviser helt de kommercielle selskaber... **Side 05**

Blockchain-teknologi kan gøre revisionspåtegning overflødig:

Teknologien har potentiale til at verificere et regnskab med langt større sikkerhed, end en revisor kan gøre i dag. Revisoren kan i fremtiden blive virksomhedernes bedste rådgiver – eller helt forsvinde... **Side 11**



MEDIEANMELDELSE: BØRSEN OG SKATTEMINISTERENS USKYLD

MEDIEANMELDELSE

Ugen startede tungt for skatteminister Karsten Lauritzen, da Rigsrevisionen meddelte, at den ikke kunne give SKAT's regnskab en blank påtegning. Men den lavede noget op torsdag, da **Børsen** over et opslag beskrev, hvordan ministeren sammen med forligspartierne DF og Radikale Venstre vil rydde op i besværlige erhvervsafgifter – et tiltag, der også fik **ros på lederplads**.

Vi kan ikke bortvejde vores mistanke om, at der er en sammenhæng mellem de to historier, således at den sidste kom sig af spindoktorers bestræbelser på at tale om noget andet end den første. Men uanset om denne sammenhæng er der eller ej, kan man godt kritisere Børsen for det medløb, de giver ministeren for det, der nøgternt set er en meget lille nyhed om, at man fjerner afgifter for blot cirka 50 mio. kroner – afgifter, som tiden er løbet fra, f.eks. afgift på kaffeerstatning. Det er en ren banalitet, at der engang imellem bliver ryddet op i den slags. Selv om Børsen forsøger sig med det, er det også svært at piske en stemning op om, hvor bøvlet det er for virksomhederne at betale afgifter. For det er nok irriterende, men normalt uhyre simpelt.

I kontrast til dét står det skandaløse rod under Skatteministeriet, og det begynder at blive pinligt for ministeren personligt. Han kom til som den unge mand med de friske øjne, der ikke havde noget personligt ansvar for dårligdommene i den butik, han overtog. Men nu har han altså siddet over tre år på posten. Hans ansvar er ikke længere kun formelt, men også i stødt voksende omfang reelt. Mon ikke ministeren håber, at folk bliver ved med at tænke på ham som Flinker Karsten, i hvert fald indtil og med det folketingsvalg, der skal afholdes senest til maj. Torsdag fik han en hjælpende hånd af Dagbladet Børsen.

DEN SVÆRE SKAT. HVOR MEGET KOSTEDE EFI EGENTLIGT?

Meddelelsen om revisors forbehold i SKAT's regnskab fik naturligt medierne til at gennemgå skandaler fra skattemyndighedernes side. Hvilket igen fik **Skatteministeriet** til at korrigere en fejl, der gik igen i flere unavngivne medier: Nej, problemerne med inddrivelsessystemet EFI har ikke kostet 89,3 mia. kroner i tabte fordringer. Beløbet udgør det samlede tab på dårlige betalere, f.eks. konkursramte eller socialt udsatte personer. Det lille intermezzo illustrerer en tragikomik i flere dimensioner.

For det første er det sigende, at mange tilsyneladende er blevet talblinde og ikke kan overskue, hvor mange penge, der er tabt i SKAT. Man går bare ud fra som en selvfølge, at pengene fosser i stride strømme ud af bunden af statskassen. For det andet en dårlig kommunikation hos Skatteministeriet. Alle organisationer har dårlige debitorer. Men hvor det er vigtigt, at virksomheder afskriver tabte udeståender, for at regnskaberne skal være retvisende, er dette ikke så vigtigt som myndigheder, der af denne grund ikke prioriterer oprydningen i kreditorlisten.

Men netop SKAT burde, sin situation taget i betragtning, have kommunikeret, hvad der skete, og lavet et overslag over, hvor stor en del af tabet på de 89,3 mia. kr. der var naturligt og forventeligt, og hvor stort en del der skyldes diverse organisatoriske fejl. Den beregning må kunne foretages af en mellembegavet aktuar eller revisor, og så havde medierne haft et rigtigt – og formentligt langt mindre – tal at skrive for tabet på EFI mv.

For det tredje er det naturligvis heller ikke imponerende, at de pågældende medier ikke forstod, at der selvfølgelig er mange dårlige debitorer blandt danske skatteydere, uanset hvor effektiv skatteinddrivelsen er.

BERLINGSKE: KATTENS TIL EFFEKTIV MARKEDSFØRING

Hvad tænker du, når du hører ordet Katjes? Hvis du bl.a. tænker på en kvinde i et lyserødt, muslimsk tørklæde, så er du en af dem, som vingummiproducenten har ramt med det, som må være en af årets mest effektive reklamekampanjer: En enkelt outdoorreklame, og Katjes bliver omtalt her og der og alle vegne. Respekt for selskabet og dets reklamebureau, men mindre bifald til **Berlingske**, der kalder reklamen "velment" og lader det lette kavaleri fra kommunikationsbranchen ævle løs om, at i dag er religion "et frækkere valg". I en tid med sociale medier er det ekstra vigtigt, at medierne ikke understøtter imagekampanjer baseret på provokationer og/eller tvivlsomme udsagn. Den slags skal man enten ignorere eller gå kritisk til – uanset om kampagnen kommer fra en skatteminister eller en vingummiproducent.

STK

KAMMERADVOKATEN VINDER MILLIONSLAGSMÅL MOD QUDOS

Det er nu bevist, at der vitterligt var tale om flere lys-sky handler, da forsikringsselskabet Qudos gennemførte en stribe transaktioner med Alpha Insurance, kort før selskabet gik konkurs i foråret. Efter at kammeradvokaten i sommer gik ind i sagen, har Qudos lagt sig fladt ned og betalt et større millionbeløb tilbage til konkursboet, erfarer Økonomisk Ugebrev.

ANALYSE

Folkene bag forsikringsselskabet Qudos kan have været en medvirkende faktor til konkursen i Alpha Insurance, der var en af de største forsikringskonkurser i Danmark nogensinde, og i øvrigt truer med at dræne Garantifonden for Skadesforsikring for alle dens midler.

Mindre end en måned før konkursen indgik Alpha Insurance nemlig en række store økonomiske transaktioner med Qudos. Og nu viser det sig, at transaktionerne ikke holdt vand, men uretmæssigt tilførte det ligeledes kriseramte Qudos midler og altså drænedes de samme midler fra Alpha Insurance op til konkursen.

"Jeg kan bekræfte, at jeg som kurator for konkursboet efter Alpha Insurance har indgået en aftale med ejerkredsen bag Qudos omkring en række af de transaktionerne, som der har været mellem Alpha Insurance og Qudos koncernen op til konkursen. Aftalen indebærer, at Qudos koncernen har betalt et beløb til konkursboet, men jeg kan ikke udtale mig mere om aftalen," siger Kammeradvokat Boris Frederiksen til Økonomisk Ugebrev.

Der er tale om et lynforlig, efter at Økonomisk Ugebrev i starten af juni fortalte om de mystiske transaktioner. Ifølge Økonomisk Ugebrevs oplysninger er der tale om, at begge de kriseramte forsikringsselskaber dels har byttet kunder, men at der også har været tale om lån mellem dem, lige inden konkursen indtraf.

Økonomisk Ugebrev har også henvendt sig til ledelsen i Qudos omkring en forklaring på transaktionerne. Men her lader adm. direktør Robert Thornedal vide via en medierådgiver, at han ikke ønsker at stille op til interview. Kortfattet lyder det: På vegne af Robert Thornedahl fremsender jeg hermed følgende udtalelse:

"Jeg kan bekræfte, at Qudos Insurance ikke længere har et mellemværende med Alpha Insurance. Herudover har jeg ingen kommentarer på nuværende tidspunkt."

Dét må tolkes på den måde, at kravene fra konkursboet efter Alpha er bragt ud af verden..

Robert Thornedal har formentlig også travlt med flere andre ting for tiden. Hen over sommeren fik Qudos flere påtaler fra Finanstilsynet for en mangelfuld halvårsrapport.

Qudos har selv længe været under skærpet observation fra Finanstilsynet grundet en meget lav solvens. Spørgsmålet er derfor også, hvor betalingen til konkursboet efter Alpha og Kammeradvokaten efterlader dem økonomisk. I Finanstilsynet synes man allerede at tage sine forbehold for selskabets sundhed. I forbindelse med påtalerne i slutningen af juli [skriver tilsynet](#): "Finanstilsynet har med afgørelsen ikke taget stilling til årsrapporten for 2017."

Carsten Vitoft

Qudos trækker alle beskyldninger mod Echelon tilbage

Ejerne bag Qudos fremsatte for nylig beskyldninger om sælgerne af forsikringsselskabet Qudos, nemlig det canadiske børsnoterede selskab Echelon. Tilsyneladende har det mest været teatertorden, som måske skulle give Qudos offentlig medvind på motorvejen, ikke mindst hvis Qudos røg ind i problemer eller blev endnu mere konkurstruet. Ifølge Qudos var kravet mod det canadiske forsikringsselskab Echelon på ikke mindre end 260 mio. kr., hvilket er betydeligt mere end den pris, Qudos blev solgt til.

Canadierne oplyste forleden i [en pressemeddelelse](#) i forbindelse med halvårsrapporten, at Qudos-ejerne allerede nu – få uger senere – har trukket alle beskyldningerne tilbage igen, efter at Echelon satte advokater på sagen.

"Echelon denies all allegations made in a recent press release issued by New Nordic Advisors, and is consulting with legal counsel on its course of action. Following discussions with the Company, New Nordic Advisors has agreed to withdraw its allegations of fraud and misrepresentation," lød det i meddelelsen.

Disse forhold har adm. direktør Robert Thornedal fra Qudos heller ikke ønsket at uddybe. Ifølge Echelons halvårsrapport har ejerne af Qudos Insurance faktisk betalt de resterende godt 30 mio. kr., som man skyldte for købet af Qudos for ganske nylig. Det skete ifølge canadierne så sent som 29. juni 2018, efter at danskerne i flere omgange at have fået henstand på betalingen.

NEJ TIL KONSOLIDERING: PENSIONS KASSER VIL VÆRE HERRE I EGET HUS

De store kommercielle pensionsselskaber skal ikke forvente at opsluge flere pensionskasser lige foreløbigt, lyder det fra bestyrelsesformænd og direktører i seks mindre kasser. De leverer allerede høje afkast og lave omkostninger, siger de. Selvstændighed har selvfølgelig en pris. Men den pris vil medlemmerne gerne betale for selv at kunne vælge retningen, lyder det. Læs videre i Økonomisk Ugebrevs artikelserie om Fremtidens Pensionssektor, hvor der blandt andet fokuseres på de store forskelle i investeringsafkast og omkostninger

ANALYSE

Størrelse er vigtig, og konsolidering i pensionsbranchen er uundgåelig.

Sådan siger arbejdsmarkedspensionskassernes topfolk, der også erkender, at kasserne nok skal deltage i en form for konsolidering, selv om de i mange år har modtaget kunderne per automatik. Men det skal være på egne og ikke de kommercielle selskabers vilkår.

Pensionskasserne vil bevare selvstændigheden, deres egne bestyrelser og muligheden for at trykke på bremsen, hvis de fællesskaber, de indgår i, ikke bevæger sig i den rigtige retning. Sådan lyder forklaringerne temmelig entydigt fra seks af de pensionskasser, der i fremtiden måske er for små til at klare sig alene på fremtidens pensionsmarked, hvor stordriftsfordele på både afkast og omkostninger får stigende betydning.

"Vi er enige i, at konsolideringen er vigtig. I Arkitekternes Pensionskasse er vi under ti tusinde medlemmer, og vi kan på ingen måder stå alene. Vi har været på en rejse, hvor vi nu er i samarbejde med Sampension. Det er nok en rejse, der ikke er slut. Jeg ved ikke, hvor mange aktører, der skal være på fremtidens pensionsmarked. Men vi ser gerne, at endnu flere deltager i det samarbejde, vi nu indgår i. Samtidig er det dog vigtigt for os at bevare selvstændigheden, så vi selv har muligheden for at trække i nødbremsen, så vi altid er sikre på, at vi i bestyrelsen kan varetage medlemmernes interesser," siger bestyrelsesformand Mette Carstad fra Arkitekternes Pensionskasse.

Den nødbremse blev senest brugt i samarbejdet Unipension mellem tre pensionskasser; et samarbejde, der blev opløst i 2016. Netop med forklaringen at

strategierne var forskellige. Det har kun styrket pensionskassernes vilje til at være herre i eget hus, fortæller bestyrelsesformand Erik Bisgaard Madsen fra Pensionskassen for Jordbrugsakademikere og Dyr læge (PJD), der også var med i Unipension – og nu også er gået til Sampension.

"Vi har hele tiden ønsket at have foden under eget bord. Vores nuværende løsning er en ideel vej, som andre også kunne have gavn af at vælge. Ja, det har en pris på under en halv promille af ÅOP at bevare selvstændighed som egen juridisk enhed og dermed muligheden for at kunne trække stikket, hvis afkast og omkostninger ikke lever på til vores forventninger," siger bestyrelsesformanden for PJD.

Hans medlemmer betaler nu 20 procent mere i administrationsomkostninger for at bevare selvstændigheden i samarbejdet med Sampension. Men det er en omkostning, som medlemmerne gerne vil betale, lyder forklaringen.

INGEN KOMMERCIELLE INTERESSER

Ingeniørerne udvikler også på deres egne samarbejder lige nu. Næste år er det meningen, at DIP (ingeniører) og JØP (økonomer og jurister) skal fusionere. Senere skulle ISP (ingeniører) også gerne med. Her lægger man ikke skjul på, at det ikke er en mulighed at lade sig opsluge af de største pensionsselskaber herhjemme.

"Fusion med et kommercielt pensionsselskab er ikke en vej, der er en nødvendighed for os. Vi kan se, at vores model er god for medlemmerne. En af fordelene ved arbejdsmarkedspensionskasserne er, at medlemmernes pensionskroner ikke behøver at finansiere hverken et kommercielt salgslid eller udbytte til ejerne. I DIP og JØP har vi allerede i dag nogle af markedets laveste omkostninger. Det er vores mål, at det skal forblive sådan. Men vi er også bevidste om, at størrelse har betydning for at kunne holde omkostningerne nede på sigt," lyder det fra direktør Søren Kolbye Sørensen fra DIP.

Han har selv været en ivrig deltager i fusionsdebatten – og [stærk modstander af en kommerciel løsning](#). Heller

FORTSÆTTER PÅ NÆSTE SIDE »

« FORTSAT FRA FORRIGE SIDE

ikke Lærernes eller Lægernes Pensionskasser arbejder på den slags løsninger. De mener, de selv er store nok.

"Lærernes Pension forvalter omkring 100 mia. kr. for 145.000 medlemmer. Lærernes Pension har altid baseret drift og administration på outsourcing. Først sammen med PFA og siden 2006 sammen med PKA og PBU. I 2006 dannede Lærernes Pension sammen med PKA og PBU administrationsselskabet Forca, som udnytter stordriftsfordele og administrerer 600.000 pensionsordninger for de tre ejere," lyder det fra adm. direktør Paul Brüniche-Olsen.

Han peger på, at afkastet har ligget som nogle af de højeste i branchen de senere år, og at depotrenten – det der tilskrives kundernes pensioner – også ligger i top med i år 7,5 procent. Og samtidig på, at han har nogle af de laveste omkostninger i branchen. Samt at Lærerne ligger helt i toppen, når eksterne bureauer laver målinger af tilfredshed, image, digitaliseringsgrad mv. blandt pensionsselskabernes kunder.

Hos partneren Pædagogernes Pensionskasse (PBU) fortæller adm. direktør Sune Schackenfjeldt også, at afkast og omkostninger ligger helt i top.

"Men det er ikke bare den økonomiske værdiskabelse, der skal være i top. Den er betingelsen for, at vi overhovedet har en legitimitet som selvstændig pensionskasse med vores størrelse. Vi skal også levere ved at være relevante for præcis vores medlemmer, og det handler om mange ting. Et eksempel kunne være, at vi kræver ansvarlige skattebetalinger i de virksomheder, hvor vi investerer medlemmernes penge. Vores medlemmers løn er jo netop finansieret via skattebetalinger," siger han.

TILBYDER ANDRE SERVICES

Sidst fortæller Lægernes Pensionskasse, at det nok er svært at finde andre steder, hvor den økonomiske værdiskabelse har været større for medlemmerne.

"Vi har eksisteret i næsten 75 år og leverer løbende et af de højeste afkast i sektoren. Vi holder omkostningerne helt i bund og har de mest tilfredse kunder blandt pensionsselskaberne. Vi er store nok til at klare os på egen hånd på sigt. Størrelse er ikke alene et spørgsmål om antal kunder, men også om hvor mange penge vi forvalter. Udover Lægernes Pension tilbyder vi også lægerne en

bank og en investeringsforening, der også benyttes af andre finansielle investorer. Vi forvalter samlet set over 130 mia. kr., og investeringsforeningen er den sjette største i Danmark målt på formue," slutter adm. direktør Chresten Dengsøe i Lægernes Pension & Bank.

Carsten Vitoft

PRÆCISERING:

I sidste uge skrev Økonomisk Ugebrev, at Funktionærpension bevarede sin bestyrelse og direktion, da de blev opslugt af PFA Pension. Det er også korrekt, men begge hver blev nedlagt efterfølgende og pensionskassen opslugt fuldt ud af PFA. Funktionærpension er videreført i PFA's største kundegruppe kaldet Pension for Funktionærer (PFF) med næsten 100.000 medlemmer.

Ny artikelserie: Sover verdens bedste pensionssystem tornerosesøvn?

Danmark er flere år i træk blevet kåret til at have verdens bedste pensionssystem. Måske har den flotte placering for det danske pensionssystem fået mange til at hvile på laurbærrene og ikke stille de nødvendige kritiske spørgsmål, om det faktisk kunne blive endnu bedre. Og om alle danskerne faktisk får den pension, som de bør få. Økonomisk Ugebrev vil med afsæt i disse spørgsmål hen over efteråret i en artikelserie sætte fokus på bagsiderne i det danske pensionssystem, hvor vi ser nærmere på udfordringerne, men også mulige løsninger. Blandt andet fortalt gennem interviews med toneangivende aktører i sektoren, politikere og eksperter.

GAMECHANGER I H+H: FRA KONKURSTRUET TIL SOLID VÆKST

Porebetonvirksomheden H+H International har over det seneste tiår været igennem et forløb fra familie-kontrol/delvist fondseje og konkurstruet, over langsom genoplivning og en moderat sundhedstilstand til en egentlig offensiv vækststrategi, som nu ser ud til at give resultater. Og opkøbene er ikke slut. Ledelsen arbejder ud fra en targetlist over opkøbsemner. Økonomisk Ugebrev bringer her interview med adm. direktør Michael T. Andersen om rejsen, status og fremtidsudsigter.

INTERVIEW

ØU: *Efter at I har aflagt regnskab for Q2 den 16. august er jeres aktie steget næsten 30 procent. Hvad ser du som de afgørende drivkræfter bag denne markante stigning?*

MTA: "Helt overordnet tror jeg, at den afgørende drivkraft har været den stærke organiske vækst i andet kvartal. Vi opjusterer jo både vores årsforventning til omsætningsvæksten og driftsoverskuddet. Og så har vi givet en klar melding om integrationen af de to store tilkøb i henholdsvis Polen og Tyskland, hvor vi følger vores planer. Og så skal man huske på, at Q1 var lidt skuffende på grund af det meget kolde vejr i Tyskland og England i marts. Så selv om markederne generelt har været meget stærke i Q2, var der også positiv effekt fra et catch up fra første kvartal."

SPREDER AKTIVITETERNE

Kan man sige, at Q2-regnskabet var et proof of concept på jeres vækststrategi?

"Ja, vi lavede et step change, og med run rate-effekter fra de tilkøbte virksomheder og modernisering af den engelske fabrik kommer der også positive effekter herfra næste år. Vi siger ikke noget om vores forventninger til 2019. Men vi har været åbne omkring de forventede effekter af, at opkøbene først har effekt fra foråret 2018, og dermed først får helårseffekt fra næste år."

H+H har været gennem en ret voldsom transformation – fra dødstruet lige efter finanskrisen på grund af høj gældsgearing til nu en vækstvirksomhed med interessante perspektiver?

"Vi er i gang med en stor transformationsproces, hvor vi har været meget afhængige af ét marked. Vi har kun været aktive i porebeton, hvor vi nu bevæger os mere over mod generelt vægbygningsmateriale, altså med

sandsten ud over porebeton. Og der kan komme andet til, hvor vi kan bygge videre på vores brand, distribution og markedsføring, samt produktion. Så vi har fokuseret meget på at få balance i koncernen, men også at fixe de markeder, hvor der var lav return of capital. Så nye kundetyper og nye produkter har også givet bedre muligheder for kritisk masse. Og eksempelvis er markedsandelen for kalksandsten i Polen fordoblet de seneste ti år."

Efter opkøbene i Tyskland og Polen må jeres afhængighed af det engelske marked været faldet?

"Andelen af vores omsætning i England er faldet fra ca. 40 procent til 33 procent, så vi har fået skabt en balance i koncernen, som vi ikke havde før. Så vi har fået lavet en hedging, hvor vi nu spreder den geografiske risiko noget mere."

NEGATIV EFFEKT FRA UK

På det store engelske marked har I haft jeres fabrik helt lukket på grund af modernisering af produktionsudstyret. Hvor meget har I fået gang i produktionen igen?

"Ja, lukningen har haft stor negativ indvirkning i første kvartal, men også en del af andet kvartal. Nu er fabrikken igen oppe i fulde omdrejninger, så der kommer en positiv run rate-effekt i de kommende kvartaler. Kapaciteten er nu oppe på det, vi var på før lukningen. Men vi forventer at komme 15-20 procent højere op, svarende til 75.000 kubikmeter mere end før. Omkring effektiviseringseffekter har vi fortalt, at bruttomarginalen på koncernniveau forbedres med 1-2 procentpoint. Men det har kostet os tæt på 20 mio. kr. at ligge stille i England i første halvår. Også selvom vi har hentet produkter til England fra vores fabrikker andre steder i Europa."

Hvordan ser I udsigterne for det engelske marked?

"Vi forventer betydelig fremgang i andet halvår i England. I realiteten har vi måttet begrænse afsætningen til vores kunder i en periode. Men nu kan vi igen skrue op for leverancerne, samtidig med at markedet fortsat er stærkt. Otte ud af ti nye privatboliger er baseret på porebeton, og derfor er det et kæmpe marked for os. Man kan sige, at vi er åbne for business igen. Vores konkurrencefordel er høj service, og kommunikationen omkring vores fabrikslukning er også gået godt. Vi kommer tilbage nu, og vi

FORTSÆTTER PÅ NÆSTE SIDE »

« FORTSAT FRA FORRIGE SIDE

kommer til at tage markedsandele på det engelske marked i andet halvår."

Der er vel fortsat nogen store usikkerheder omkring jeres engelske forretning i relation til de igangværende Brexitforhandlinger?

"Hvis vi ser lidt fremad, kan en Brexit uden en aftale mellem UK og EU godt udløse nogen usikkerhed i byggeriet og hos de englændere, som overvejer at bygge nyt hus. I disse år bliver det engelske marked drevet af et enormt underskud af boliger, og der er gået hul på aktiviteten med nogle finansieringspakker fra den engelske regering. Ud fra disse parametre ser det engelske marked meget positivt ud. Men det er også et meget sentiment-drevet marked, så Brexit er fortsat en usikkerhed i baggrunden. Hertil kommer, at vi henter overskuddet i England hjem til Danmark, og derfor er udviklingen i GBP også en usikkerhed."

POLSK SOLSTRÅLEHISTORIE

I oplyser i Q2-regnskabet, at jeres forretning i Polen går rigtig godt?

"Ja, man kan godt sige, at Polen er en solstrålehistorie. Dels er der solid økonomisk vækst, som er med til at trække vores forretning frem. Og dels har vi været med til at restrukturere markedet, så der ikke er samme overkapacitet på det, og mindre hård priskonkurrence. I dag er der nogle gode marginaler, men vi kørte med underskud i 2014. Vi har selv gennemført nogle strategiske tiltag, som har ændret det overordnede marked fuldstændigt."

Hvad er det konkret, I har gjort i Polen?

"Vigtigst er nok, at vi har taget 15 procent af produktionskapaciteten ud af markedet. Også andre producenter har reduceret deres kapacitet, og det har haft en utrolig positiv effekt på salgspriserne. Kombineret med, at der er kommet meget mere gang i byggeriet, er det blevet et godt marked for os. Vi har været med til at ændre det polske marked ved at opkøbe mindre selskaber, så en lille håndfuld store aktører i dag sidder på 80 procent af markedet. Traditionelt har markedet været præget af stor fragmentering med mange producenter. Modsat de fleste andre byggematerialesektorer, som er præget af meget store internationale aktører, som er hurtigere til at tilpasse deres kapacitet til ændrede markedsforhold. Mindre familieejede firmaer kan ikke deltage i den slags betragtninger."

I har tidligere meldt ud, at I gerne vil være med til at konsolidere det tyske marked yderligere, vel ud fra samme betragtninger som i Polen?

"På det tyske marked er der én meget stor aktør, nemlig Xella, og derefter os med en markedsandel på ca. 15 procent. Og resten er fordelt på en masse mindre familieejede selskaber, så dette marked er meget fragmenteret. Det betyder også, at der er stor overkapacitet, og de aktuelle salgspriser kan ikke retfærdiggøre udbygning af ny kapacitet. Så med tiden vil markedet tilpasse sig, fordi nogle af de mindre aktører må give op."

Så I er interesserede i yderligere opkøb i Tyskland?

"Ja, både fordi vi gerne vil være med til at konsolidere markedet. Men også fordi vi har nogle geografiske huller i Tyskland, både inden for porebeton og sandsten, hvor bedre dækning ville øge stordriftsfordelene. Så vi vil gerne købe nogle af de mindre familieejede selskaber op."

FRAGMENTERET TYSK MARKED

Ifølge jeres seneste investorpræsentation har I en "target list" med mulige emner for opkøb. Hvad er de kritiske faktorer omkring at få gennemført konkrete opkøb?

"Når man skal ind i Tyskland, skal man først og fremmest finde nogle familier, som synes, det er en god ide at sælge. Når man sælger sit familieejede selskab i Tyskland, ses det nærmest som en fiasko. Det er hjerteblod for dem. Så det er en lang proces med en løbende dialog med dem, hvor der kan være nogle mellemtrin før den endelige overtagelse. Det handler også om at snakke med dem om, hvordan de ser et fremtidigt marked. Og så kan nogle af de små aktører også blive finansielt presset på grund af lave priser, deres relativt lave markedsandel i de store byggemarkedskæder og behov for digitalisering af forretningsprocesser. Så vi vil gerne accelerere processen mod konsolidering af branchen, som under alle omstændigheder er på vej. Og så er det også en stor fordel for os, at vi endnu ikke har en størrelse, hvor vi skal ansøge hos konkurrencemyndighederne ved yderligere opkøb. Så vi kan tilkøbe for ca. 200 mio. euro i omsætning uden at skulle ansøge. Og de små omsætter typisk for 10-15 mio. euro. Vi vil gerne i gang med det nu, og vi håber på at få gennemført flere opkøb inden for de kommende år. Men vi kan ikke garantere det."

MWL

NETCOMPANY HAR MINUSVÆKST FRA Q1 TIL Q2

Nynoterede Netcompany, som handles til 40 gange årets forventede overskud på grund af enorme forventninger til de kommende års vækst, viste i andet kvartal flere svaghedstegn. Regnskabet blev modtaget negativt med et kursfald på 7 procent. Hos NNIT steg salget til Novo Nordisk, men analytikere er utålmodige omkring et længe ventet boost af life science-salget.

ANALYSE

Børskometen Netcompany ligger fortsat 45 procent over noteringskursen på 155 kr. fra juni. Med stigningen er aktien en af de absolut dyreste aktier på børsen. Den handles til 40 gange det forventede overskud i år.

Økonomisk Ugebrev har tidligere i en analyse under overskriften [Er Netcompany en boble med enorme indbyggede risici?](#) beskrevet, hvordan it-selskabets forretningsmodel virker meget risikabel, i forhold til ledelsens udmeldinger og de vækstrater i salg og lønsomhed, som markedet forventer.

Q2-regnskabet indeholder flere bekymrende forhold, som kan være første indikation på, at det bliver vanskeligt at holde væksttempoet og lønsomheden. Ledelsens forventning til helåret på ca. 2 mia. kr. i omsætning kommer helt sikkert i hus: Normalt ligger ca. 60 procent af årets omsætning i andet halvår, og efter første halvår er omsætningen 1 mia. kr. Analytikere ser to scenarier: Enten bliver Q3 og Q4 markant ringere end forventet af markedet. Eller også burde ledelsen have opjusteret allerede nu. Der ulmer også andre risici under overfladen.

For det første er det bekymrende, at den organiske vækst fra Q1 til Q2 faktisk var minus 6 procent – med et omsætningsfald fra 440 mio. kr. til 414 mio. kr. Næsten halvdelen blev dog modsvaret af øget omsætning fra opkøbet i England.

Omsætningstilbagegangen faldt på offentlige kunder, mens der var lille vækst på private kunder. Faldet i den organiske omsætning kan skyldes, at juni er delvis sommerferiemåned, men det burde give et parrallelt fald i begge kundetyper.

IT-virksomheden NNIT havde modsat positiv vækst fra Q1 til Q2, blandt andet på grund af en positiv påskeeffekt med flere arbejdsdage, som alt andet lige også burde have løftet Netcompany. Ledelsen fastholder dog forventningen for helåret om en organisk vækst på 20-25 procent for helåret.

For det andet kom Netcompanys ledelse med en in-

direkte nedjustering på lønsomheden i år, idet den nu guider på, at man rammer bunden af det tidligere udmeldte interval for EBITA-marginalen på 24,5 til 27,5 pct. for helåret. Noget af faldet kan skyldes valutaeffekter. Efter første halvår var marginalen 24,2 pct. og i Q2 23,6 pct., korrigeret for ekstraordinære omkostninger.

I Q1 var den ukorrigerede marginal i den danske forretning 26,2 pct., mod 21,9 pct. i andet kvartal. Skønsmæssigt, korrigeret for IPO-omkostninger, var marginalen 28,5 pct. Problemet synes altså at omfatte de udenlandske enheder.

For det tredje synes ledelsen at skulle bruge meget lang tid til at få trukket den danske forretningsmodel med høj lønsomhed ned over den engelske forretning, som især er baseret på træk på dyre eksterne konsulenter. Ledelsen oplyser, at det tager fire-fem år. Og der er lang vej fra de aktuelle 4 pct. i EBITA-marginal i UK til de ønskede 27 pct. Problemstillingen er den samme i Norge, hvor processen dog er længere fremme.

For det fjerde er Netcompany fortsat involveret i en række meget store offentlige projekter, som indebærer forøgede risici på grund af projekternes størrelse og kompleksitet. Økonomisk Ugebrev har tidligere beskrevet, at Netcompany har en meget lille garantiforsikring mod ulykker, og at det gør selskabet ekstra sårbart.

Både blandt analytikere og brancheeksperter er det opfattelsen, at selskabet før eller siden vil ryge ind i dyre problemer med projektstyring, forsinkelser eller mangel på interne personaleressourcer. I branchen er der således allerede snak i krogene om, at Netcompany er begyndt at have udfordringer på nogle af de store aktuelle projekter.

Også NNIT har netop leveret regnskab for Q2, som dels viste, at indtægtsfaldet fra Novo Nordisk er stabiliseret, i hvert fald i det forgangne kvartal. Og dels at der var pæn vækst i den øvrige forretning, dog ikke mindst på grund af den tilkøbte it-leverandør til life science, Scales. Fra Q1 til Q2 voksede omsætningen 8 pct. til 753 mio. kr.

Af væksten på 54 mio. kr. kom 23 mio. kr. fra Novo Nordisk-gruppen og 11 mio. kr. fra andre life science-kunder.

Efter regnskabet har NNIT-aktien ligget nogenlunde fladt, dels fordi der fortsat er usikkerhed om storkunden Novo Nordisk, dels på grund af utålmodighed hos analytikere om et længe ventet salgsboost i life science.

Artiklen har været forelagt både Netcompany og NNIT i fuld længde.

MWL



**NY PORTAL MED SKARP FOKUS PÅ ERHVERVSLIVETS
OG INVESTORERNES SAMFUNDSANSVAR.**

FOR 199 KR. PR. MD. FÅR DU ADGANG TIL

- CSR-STRATEGI
- TOPLEDERINTERVIEWS
- ESG ANALYSER
- TEMA OG RATINGS
- SÆRPRISER TIL ARRANGEMENTER
- NYE FORRETNINGSMODELLER
- KRITISK JOURNALISTIK

Gå til ØU Samfundsansvar

**OBS: ER DU ABONNENT PÅ LEDELSE, ER ØU SAMFUNDSANSVAR
INKLUDERET I DIT ABONNEMENT.**



BLOCKCHAIN-TEKNOLOGI KAN OVERFLØDIGGØRE REVISIONSPÅTEGNING

Om få år vil maskiner ikke blot kunne opstille regnskaber, men måske også kunne verificere dem. Endda med langt større sikkerhed end revisorerne kan. Revisorernes fremtid kan gå begge veje: de kan blive de mest værdsatte rådgivere. Men de kan også forsvinde helt ud af billedet, fremgår det af en rapport, FSR har fået udarbejdet.

ANALYSE

Der blev ikke stukket noget under stolene i [en ekstern konsulentrapport](#) om den digitale transformation i revisionsbranchen, som FSR – Danske Revisorer har fået udarbejdet: Nok har branchen grund til optimisme på den måde, at ny teknologi kan gøre revisionsydelserne langt mere værdifulde for kunderne og for samfundet som helhed. Men der er også en risiko for, at revisor falder bagud af dansen og i mange tilfælde bliver mere eller mindre overflødig.

TRUSLEN FRA BLOCKCHAINS

Problemet er ikke blot, som tidligere beskrevet i Økonomisk Ugebrev, at de nuværende ydelser kan produceres billigere og billigere, hvilket alt andet lige lægger et pres på omsætningen i revisionselskaberne. Nok så stor betydning har det, at selve revisionspåtegningen risikerer at blive overflødig. Den klarer maskinerne nemlig også.

”Præcis hvordan rollen som offentlighedens tillidsrepræsentant, der bygger på uafhængighed og uvildig vurdering, skal være, når eksempelvis blockchainens kvalitetsstempel slår revisorens ”vurdering”, og når flere og flere ydelser er rådgivnings- og dermed kundebestemte, er en stor udfordring,” som det hedder i rapporten.

Konsulenterne bag rapporten anslår, at den helt store forandring af revisionsbranchen vil ske inden for de kommende fem-syv år, og at den vil være tilendebragt inden for ti år. Jesper Kofoed, netop afdækket adm. direktør i EY, er i rapporten citeret for det, der umiddelbart fremstår som et modsynspunkt – at det absolut ikke bliver i hans tid som revisor, at vi vil se en fuldt automatiseret revision. Men, anfører han over for Økonomisk Ugebrev, dét udsagn skal også ses i lyset af, at han er 54 år gammel og har færre end ti år tilbage som partner. Først og fremmest viser erfaringer med digitalisering, at det er meget svært at forudsige, hvor den mere præcist udvikler sig henad på længere sigt, påpeger han.

”Der vil ske rigtigt meget. Jeg tror ikke, at blockchain

implementeret i virksomheder vil erstatte ekstern revision inden for hverken fem, syv eller ti år. Men det afhænger af, hvor hurtigt blockchain bliver gængs standard. Både virksomheden selv og modparten i en transaktion skal jo bruge teknologien. Men hvornår det sker, og om der i mellemtiden kommer noget andet, som kører i anden retning, det er ikke til at sige,” siger Jesper Kofoed.

Finten ved blockchains i denne sammenhæng er kort fortalt, at maskinerne vil kunne tjekke, om et udgiftsbilag i virksomhed A matcher et indtægtsbilag i virksomhed B. Hvis man forestiller sig en verden, hvor alle virksomheder er med i kæden, kan maskinen opstille og med næsten 100 procents sikkerhed verificere regnskaber.

Med sådan et redskab havde det f.eks. været helt umuligt for Stein Bagger at slippe af sted med at forfalske leasing-aktiviteter i IT Factory, og ligeledes havde Nordisk Fjer-skandalen været umulig.

Præmissen om, at alle virksomheder er med i blockchainen, ligger naturligvis et godt stykke ude i fremtiden, hvis det overhovedet bliver sådan. Men også andre teknologier bliver taget i anvendelse. Det gælder f.eks. de såkaldte revisionsrobotter, der, baseret på kunstig intelligens, kan lære sig selv at lede efter mønstre og typiske fejl, og som vil kunne gøre det langt bedre end revisoren ved sit skrivebord.

Igen kunne leasingkontrakter være et eksempel: Her kan robotter se, om der er systematiske uhensigtsmæssigheder, og om andre, tilsvarende virksomheder får mere værdi for pengene. Men dermed vil revisionsydelsen også blive endnu mere værdifuld for alle parter, end den er i dag.

PROFESSIONEL SKEPSIS

Hos FSR – Danske Revisorer peger faglig direktør Brian Adrian Wessel på, der vil være brug for rigtige mennesker af kød og blod til at fortolke de resultater, robotterne kommer med, og at sætte dem i kontekst.

”Der er helt klart nogle ting, vi har lavet, der kan erstattes af teknologi. Men der vil stadig være nogle, der skal repræsentere den professionelle skepsis, og i mange tilfælde vil der også skulle foretages nogle skøn. Rollen vil ændre sig, så det ikke nødvendigvis handler om, om revisor kan reglerne forfra og bagfra, men om at forstå hvordan systemet er sat op. Den rolle vil vi gerne påtage os, med udgangspunkt i de etiske standarder, vi arbejder efter,” siger Brian Adrian Wessel. **STK**

NYE PROBLEMER I FALCK, MEN STÆRKT FREM I REDNING

Falcks netop aflagte regnskab for første halvår viser stærk fremgang for lønsomheden i redningsforretningen. Samlet er der 1275 færre fuldtidsansatte i koncernen, og spareprogrammet følger planen. Men der er dukket nye problemer op i den ellers stærkt fremgangsrigе healthcare-forretning, som ejes delvist af Tryghedsgruppen.

ANALYSE

Falcks nye CEO, Jakob Riis, er i gang med at levere på sin målsætning om at genskabe lønsomheden og opnå et EBITA-overskud ved udgangen af 2019 på 1 mia. kr. I [et interview](#) med Økonomisk Ugebrev dette forår fortalte han, at det var målsætningen at nå en såkaldt economic profit på mindst nul i 2019. "Det betyder, at vi forrenter ejernes samlede kapitalbinding med et afkast på mindst 8 procent. Vi skal altså mindst tjene 80 mio. kr. for hver 1 mia. kr. i aktiver for at skabe en positiv economic profit," fortalte Jakob Riis.

MINUS TIL PLUS

I det netop aflagte regnskab landede EBITA-overskuddet på 145 mio. kr. for halvåret, mod minus 94 mio. kr. i første halvår sidste år. Altså en fremgang på 254 mio. kr. Til gengæld har der også i år været store nedskrivninger – på 100 mio. kr. på software og kundetilgodehavender i healthcare-divisionen og 35 mio. i den amerikanske ambulanceforretning, mod nedskrivninger i sidste års første halvår på 295 mio. kr.

Korrigeres for betydelige nedskrivninger både i år og sidste år var fremgangen dog knap så stor, nemlig på 79 mio. kr. især da effekterne af spareplanen først får effekt senere. Falck har forbedret sin underliggende EBITA-margin fra 2,8 pct. til 4,2 pct., hvilket stadig er langt fra målet på omkring 8 pct. fra 2019.

Nedskrivningerne ændrer altså ikke ved, at Jakob Riis får meget travlt de næste knap halvandet år, for at ramme den opstillede målsætning et årsoverskud for EBITA på ca. 1 mia. kr. Efter planen venter ledelsen at nå ca. 700 mio. kr. i år, hvorved yderligere 300 mio. kr. skal hentes på driftsresultatet næste år.

Første del af effektiviseringsprogrammet ventes at bringe lønsomheden tæt på første delmål. Fremgangen er næsten alene hentet ved at skære i omkostningerne. Blandt initiativerne er også fyringer. Omregnet til antal

fuldtidsansatte er antallet af medarbejdere nedbragt med 1275 det seneste år, til nu 26.260. Og da Falck er en meget løntung virksomhed, må der forventes mere af dette for at komme i mål.

"Man kan aldrig udelukke afskedigelser i en turnaorund, men vores initiativer rummer også et stort antal effektiviseringsinitiativer som f.eks. optimering af antallet af biler, bedre indkøb, outsourcing, flytning af Falcks hovedkvarter og meget andet," siger CFO Tor Magne Lønnum til Økonomisk Ugebrev.

Om effektiviseringsprogrammet skriver ledelsen ([side 6 i regnskabet](#)), at en stor del af det først får resultat effekt i andet halvår. Jakob Riis havde dog været nærmere ved målet, hvis der ikke var opstået store problemer i den tidligere mest fremgangsrigе division, nemlig Falck Healthcare, som ejes 49 procent af Tryghedsgruppen.

Over de seneste tre-fire år har netop denne division været mest succesfuld, med størst lønsomhed og størst vækst. Men tilsyneladende har fremgangen været baseret på et løst grundlag. Halvårets EBITA-driftsresultat lander på minus 101 mio. kr. efter nedskrivninger på 88 mio. kr. på software og kundetilgodehavender.

NEGATIVE FAKTORER

Forretningen er ramt negativt af tabet en stor kontrakt om hurtig diagnose i 2017 og en ufavorabel markedsudvikling. I Sverige aflønnes Falck-virksomheden Previa for hver behandling, men antallet af behandlinger er faldet. I den danske healthcare-forretning sælges abonnement på behandlinger, som er blevet mere og mere efterspurgt og dermed driver højere omkostninger.

Det er ikke nogen hemmelighed, at der ligger en del oprydning bag nedskrivningerne i den danske healthcare-virksomhed, som synes at følge et klassisk mønster i kølvandet på en ny direktør. [Anette Damgaard](#) tiltrådte i februar som ny direktør for divisionen. "Healthcare er den del af Falck, som er kommet senest i gang med sit turnaround. Vi bliver klogere hver dag og har gode muligheder for at øge lønsomheden. Det er vores fokus. Vækst og tanker om andre ejerskaber er ikke på agendaen," siger Tor Magne Lønnum.

Succeshistorien i første halvår er fremgang i driftsoverskuddet i assistance (herunder autohjælp), som gik fra 10 mio. kr. sidste år til 204 mio. kr. i år.

MWL

BØRSEN ER FORTSAT DET MEST LØNSOMME DAGBLAD

Økonomisk Ugebrev bringer her den årlige analyse af de 20 største udgivervirksomheder, med hovedvægt på dagbladsselskaberne. Dagbladet Børsen er fortsat langt den mest lønsomme større dagbladsvirksomhed, mens Aller Media, Søndagsavisen A/S og Information har laveste lønsomhed.

TEMA

Efter et driftsoverskud sidste år på 56 mio. kr. kom Dagbladet Børsen ud med den bedste lønsomhed blandt de store udgivervirksomheder. Overskuddet svarer til en forrentning af egenkapitalen på 45 procent, med en bogført egenkapital på 95 mio. kr. Afkastet på den investerede kapital var 24 procent, og bruttoresultatet pr. medarbejder var også helt i top med 967.000 kr.

Vinderen på lønsomhed er dog Benjamin Media, som ejes af Bonniers. Udgivervirksomheden kom ud af 2017 med et driftsoverskud på knap 11 mio. kroner, og det svarer til en forrentning af egenkapitalen på hele 74 procent. Afkastet på den investerede kapital var hele 30 procent, og bruttoresultatet pr. ansat 686.000 kr. og altså en del lavere end hos Dagbladet Børsen.

HØJ VÆKST HOS ALTINGET

Med i toppen ligger også vækstkometen Altinget, der med et bruttoresultat sidste år på 37 mio. kr. nu ligger i en størrelsesgruppe sammen med Ingeniøren og Lolland-Falsters Folketidende. Information og Bornholms Folketidende har halv størrelse af disse virksomheder. Altingets flotte forrentning af egenkapitalen skyldes dog mest en lav egenkapital, idet årets driftsoverskud var moderate 1,4 mio. kr., antageligt især på grund af den fortsatte intensive investering i vækst.

Fjerdehøjeste lønsomhed kom Lolland-Falsters Folketidende ud med, efter et driftsoverskud på 3,7 mio. kr. og en forrentning af egenkapitalen på 23 procent. Kun fordi værdien i det helejede trykkeriselskab i Malmø allerede var nedskrevet til nul, fik det ikke regnskabsmæssig effekt med konkursen i

september 2017. Forrige år blev der nedskrevet 22 mio. kr. på datterselskabet, men ellers har selve moderselskabet år for år formået at skabe stabile pæne driftsoverskud.

Ledelsen skriver i øvrigt om årets gang på Lolland-Falster: "Selskabet oplevede igen i 2017 en nedgang i annonceomsætningen på printmedierne. Nedgangen kan henføres til en nedgang i afsætning og en nedgang i den gennemsnitlige millimeterpris. Faldet i annonceomsætningen er på godt 4 pct., hvilket er mindre end set de senere år. Kommune- og regionsvalget i efteråret 2017 bidrog positivt til denne udvikling. Omsætningen på Folketidende.dk – selskabets onlineplatform – steg 22 pct. Denne meget positive udvikling kan ikke opveje tabet i annonceomsætningen på printprodukterne."

Femtemest lønsomme medievirksomhed er Ritzaus Bureau, der kom ud af året med et driftsoverskud på 0,9 mio. kr., mod 3,8 mio. kr. før skat. Den flotte forrentning af egenkapitalen på 19 procent skyldes stort set alene guldægget Ritzau Finans, idet datterselskabet sidste år gav et driftsoverskud på 4 mio. kr. Synliggørelsen af enhedens stærke resultater er dog slut fremover, idet Ritzau Finans nu er fusioneret ind i moderselskabet.

FYRTÅRNET KRISTELIGT DAGBLAD

En af de imponerende mellemstore dagbladsforretninger er Kristeligt Dagblad, der sidste år præsterede et overskud før skat på 19 mio. kr. og et driftsoverskud på 15 mio. kr. Med en forretning af egenkapitalen på 15 procent og en afkastningsgrad på 9 procent er dagbladet et bevis på, at det med den rette kommercielle skarphed godt kan lade sig gøre at drive dagbladsforretning i Danmark. Kristeligt Dagblad har efterhånden opsparet en likvid formue på knap 100 mio. kr. efter cash flow fra driften sidste år på 20 mio. kr. Dagbladets udvikling af journalistiske formater og digitale platforme synes at være en vægtig grund til den store succes, sammen med den særlige historie, som er dagbladets grundidé.

MWL

MEDIEANALYSEN 2018: TOP 5 OVERSKUDSGRAD

Selskaber	Omsætning	Egenkapital	Brutto res. pr. ansat (mio.)	OG ¹
Børsen	26,3	-22,4	0,62	18
Kristeligt Dagblad	328,1	-37,7	0,58	11
Jp/Politiken	22,4	-2,5	0,54	11
Berlingske Media	122,1	-4,2	0,58	7
Egmont Publish.	369,5	36,3	0,56	4

Kilde: Selskabernes årsrapporter

Note: 1) Overskudsgrad i %, øvrigt værdier i mio. kr.

MEDIEANALYSEN 2018: TOP 5 ROE

Selskaber	Bruttores. (mio.)	Driftres. (mio.)	AG ¹	ROE ²
Benjamin Media	81,0	10,8	30	73,5
Dagbladet Børsen	192,5	55,8	24	45
Aps Altinget	36,9	1,4	4	36,1
L.F. Folketidende	44,9	9	9	23
Ritzau Bureau	84,2	2	2	19,2

Kilde: Selskabernes årsrapporter

Note: 1) Afkastningsgrad 2) Egenkapitalforrentning

DAGBLADET INFORMATION MINDST LØNSOM, MEN MED FORMUE

Dagbladet Information er for alvor udfordret med en meget svag lønsomhed. Omsætningsmæssigt er selskabet ikke meget mindre end Kristeligt Dagblad, men der er en verden til forskel på de økonomiske nøgletal.

TEMA

Af de selvstændige medier er Dagbladet Information og Sjællandske Medier mest udfordret. Ringere lønsomhed sidste år var der kun i North Media-datterselskabet Søndagsavisen A/S, hvor der også er en stor oprydning i gang, og i Aller Media, som er en del af Allers Etablissement.

OPLAGSFREMANG

Information landende et driftsresultat på minus 2,5 mio. kr., men noget af underskuddet blev dækket ind af finansielle indtægter på 1,5 mio. kr. Ligesom Kristeligt Dagblad har Information en del likvide midler gemt på kistebunden til en regnvejrsdag, nemlig 58 mio. kr., hvilket var lidt mere end året før.

Ledelsen skriver i regnskabet, at "resultatet er påvirket af engangsomkostninger ifb. med en gennemført personale-reduktion. Abonnementsomsætningen voksede i året som følge af det stigende oplag. Det er en positiv udvikling og skyldes både en markant stigning i antallet af digitale abonnenter og en bedre fastholdelse af abonnenter. Annonce-omsætningen faldt, og Information fulgte dermed den generelle udvikling i avisannoncemarkedet i 2017. Informations oplag steg med 2,9 pct. i 2017. I 2015 var det gennemsnitlige oplag ca. 20.000, i 2016 var det ca. 20.750 – og i 2017 nåede vi op på et oplag på gennemsnitligt ca. 21.400."

For Sjællandske Medier-koncernen gælder som helhed, at der sidste år blev leveret et solidt overskud på 14 mio. kr. og 43 mio. kr. før afskrivninger. Selve modervirksomheden, altså dagbladsselskabet, gav et driftsresultat tæt på nul, ud af en omsætning på 378 mio. kr. Andre forretninger end selve dagbladet gav altså et overskud på 10

mio. kr. Af det samlede cash flow fra driften i koncernen på 43 mio. kr. sidste år blev 21 mio. kr. anvendt på nyinvesteringer, og der er en solid pengekasse på 78 mio. kr. til at stå imod med i svære tider.

Strategien er tydeligvis ekspansiv, og ledelsen oplyser i regnskabet, at "Sjællandske Medier har pr. 1. januar 2017 erhvervet aktiviteterne i Køge Medie Center, først og fremmest ugeavisen Lørdagsavisen, (...) samt senest tillige rettighederne til Lokalavisen Køge Bugt." Videre oplyses det, at "det er blandt Sjællandske Mediers mål at sikre et net af lokal- og område redaktioner over alt på Sjælland, så redaktionernes af virksomhedens dagblade, ugeaviser, nettjenester og lokalradioer er en naturlig del af de enkelte buers og kommuners liv." Det oplyses også, at de lokale redaktioners omkostninger skal dækkes 10 procent ved digitale indtægter i år, og at man forventer at nå dette mål.

Søndagsavisen, som nu kaldes North Media Aviser, har fortsat den svage udvikling i første halvår 2018. I halvårsregnskabet oplyses blandt andet under overskriften "Utilfredsstillende resultatudvikling i North Media Aviser", at "omsætningen blev på 54,6 mio. kr. i 1. halvår 2018. Det er 9,2 mio. kr. eller 14 procent lavere end i 1. halvår 2017. Omsætningstilbagegangen skyldes dels lukning af avistitler dels markedstilbagegang."

Også Aller Media er midt i en større reorganisering, som ventes at munde ud i et overskud i det igangværende regnskabsår 2017/2018. I årsrapporten skriver ledelsen blandt andet, at "alle forretningsområder har året igennem arbejdet med strategi- og forretningsudvikling for at sikre en fremtidig positiv omsætnings- og resultatudvikling. Selskabet udnævnte pr. 1. april 2017 Lars Sander Matjeka til ny adm. direktør efter Pål Thore Krosby, og en større reorganisering blev efterfølgende foretaget hen over sommeren 2017." Det oplyses dog også, at selve udgivervirksomheden har opnået et tilfredsstillende resultat, på trods af faldende oplag og modvind på annoncemarkedet, men hjulpet af effektiviseringer.

MWL

MEDIEANALYSEN 2018: BUND 5 OVERSKUDSGRAD

Selskaber	Omsætning	Egenkapital	Brutto res. pr. ansat (mio.)	OG ¹
Aller Media	842,5	119,8	0,63	-5
Information	119,3	31,5	0,37	-2
Politikens Lok. avis.	246,9	67,1	0,61	-2
Sj. Medier	378,5	302,5	0,54	1
Nordjyske Medier	628,4	293,2	0,55	1

Kilde: Selskabernes årsrapporter

Note: 1) Overskudsgrad i %, øvrigt værdier i mio. kr.

MEDIEANALYSEN 2018: BUND 5 ROE

Selskaber	Bruttores. (mio.)	Driftres. (mio.)	AG ¹	ROE ²
Søndagsavisen	26,3	-22,4	-48	-56,2
Aller Media	328,1	-37,7	4	-25,5
Information	22,4	-2,5	-	-3
Politikens lok. avis.	122,1	-4,2	4	-1
Berlingske Media	369,5	36,3	9	2

Kilde: Selskabernes årsrapporter

Note: 1) Afkastningsgrad 2) Egenkapitalforrentning

TABEL: MEDIEANALYSEN 2018 - REGNSKABSDATA

MEDIEANALYSEN 2018: REGNSKABSDATA DEL 1

Selskaber	Forrent. Egenkap.	Omsætning	Bruttoresultat	Driftsresultat	Res. før skat	Imatt. Aktiver	Likviditet	Egenkapital
Benjamin Media	73,5	-	81,0	10,8	10,7	-	0,0	11,1
Dagbladet Børsen	45	313,5	192,5	55,8	54,7	8,0	-	94,8
Aps Altinget	36,1	-	36,9	1,4	1,9	-	0,1	4,0
Lolland-Falsters Folketidende	23	-	44,9	3,7	4,4	1,1	8,3	15,4
Ritzaus Bureau	19,2	114,8	84,2	0,9	3,8	20,9	4,0	19,1
Egmont Publishing	18,5	418,0	146,3	18,4	16,1	5,3	0,0	67,9
Aktieselskabet Kristeligt Dagblad	15	128,3	72,1	14,5	20,0	-	6,5	103,4
Jp/Politikens Hus	9,8	1793,5	926,2	190,8	257,4	10,4	2,5	2077,4
Mediehuset Ingeniøren	6,9	-	38,2	1,5	2,4	1,4	11,9	28,6
Jysk Fynske Medier	6,7	1450,1	885,2	46,7	16,0	185,9	5,3	237,7
Aktieselskabet Bornholms Tidende	5,8	-	22,0	0,0	0,0	-	0,1	26,3
Herning Folkeblad (Vestjylland)	5,2	-	52,8	8,0	9,2	-	61,1	145,7
Sjællandske Medier	3,4	378,5	227,9	1,9	12,3	57,8	66,8	302,5
Nordjyske Medier	3	628,4	323,8	2,8	12,9	29,0	43,9	293,2
Berlingske Media	2	535,6	369,5	36,3	13,1	22,9	39,9	658,0
Politikens Lokalaviser	-1	246,9	122,1	-4,2	-1,4	19,1	3,9	67,1
Information	-3	119,3	22,4	-2,5	-1,2	0,2	6,5	31,5
Aller Media	-25,5	842,5	328,1	-37,7	-32,2	27,5	0,0	119,8
Søndagsavisen	-56,2	-	26,3	-22,4	-20,2	2,5	0,7	23,7

Kilde: Selskabernes årsrapporter

Note: Tal i mio. kr

MEDIEANALYSEN 2018: REGNSKABSDATA DEL 2

Selskaber	Kort gæld	Soliditet	Brutto marginal	Overskudsgrad	Afkastgrad	Brutto pr. ansat	Driftres. pr. ansat
Benjamin Media	25	30	-	-	30	0,69	0,09
Dagbladet Børsen	136	41	61	18	24	0,97	0,28
Aps Altinget	35	10	-	-	4	0,43	0,02
Lolland-Falsters Folketidende	20	37	-	-	9	0,58	0,05
Ritzaus Bureau	29	40	73	1	2	0,58	0,01
Egmont Publishing	104	37	35	4	10	0,56	0,07
Aktieselskabet Kristeligt Dagblad	65	61	56	11	9	0,62	0,12
Jp/Politikens Hus	715	73	52	11	7	0,78	0,16
Mediehuset Ingeniøren	14	67	-	-	4	-	-
Jysk Fynske Medier	593	26	61	3	5	0,56	0,03
Aktieselskabet Bornholms Tidende	7	68	-	-	-	0,37	-
Herning Folkeblad (Vestjylland)	0	75	-	-	4	0,63	0,10
Sjællandske Medier	99	71	60	1	0	0,54	-
Nordjyske Medier	205	59	52	1	1	0,55	-
Berlingske Media	552	53	69	7	3	0,72	0,07
Politikens Lokalaviser	48	58	49	-2	-4	0,61	-0,02
Information	43	42	19	-2	-3	0,22	-0,03
Aller Media	310	28	39	-5	-9	0,62	-0,07
Søndagsavisen	23	51	-	-	-48	-	-

Kilde: Selskabernes årsrapporter

Note: Tal i mio. kr

LOVFORSLAG, BEKENDTGØRELSER OG RAPPORTER

MYNDIGHEDSNYT

Justering af sikkerhedsregler i forsikringsselskaber:

De nuværende regler kan indebære, at samme funktioner bliver udført flere gange, og hver gang udløser gebyr. Det vil erhvervsminister Rasmus Jarlov se nærmere på, oplyser han i [et svar](#) til Morten Bødskov (S): "Regeringen har på baggrund af en anbefaling fra arbejdsgruppen vedrørende eftersyn af den finansielle regulering besluttet at foretage et serviceeftersyn af de nævnte bestemmelser vedrørende betryggende vilkår og rimelig behandling samt af kravet om en ansvarshavende aktuar i Lov om Finansiell virksomhed. Erhvervsministeriet ser på den baggrund på, om den gældende regulering indebærer, at de samme hensyn varetages flere steder og derfor belaster kunderne via unødigt høje administrationsomkostninger. Målet er at undgå dobbeltregulering og se på mulighederne for en mere målrettet regulering, uden at forsikringstagernes og pensionskundernes sikkerhed forringes."

Nationalbanken: Realkreditinstitutter skal omfattes af NEP-krav: Bogstaverne står for Nedskrivningsegne- de Passiver, og princippet er at sikre, at bankerne i en nødsituation kan samles op af en konkurrent, frem for at blive reddet af staten. "Som argument mod at indføre et NEP-krav til realkreditinstitutterne har det været fremført, at det særligt i krisetider kan være problematisk at refinansiere gæld til opfyldelse af et NEP-krav. Imidlertid har ikke kun behovet for at refinansiere gæld, men også behovet for at udstede ny gæld, betydning for realkreditinstitutternes finansieringsrisici. Institutterne har i dag et stort finansieringsbehov i krisetider, da de er underlagt et krav om supplerende sikkerhedsstillelse, og det krav stiger kraftigt, når boligpriserne falder, hvilket de typisk gør i krisetider. Nationalbankens beregninger viser, at realkreditinstitutternes samlede finansieringsbehov i perioder med store fald i boligpriserne vil være mindre med et NEP-krav end uden et NEP-krav," skriver Nationalbanken i [en analyse](#).

2017 var et godt år for investeringsfonde – især de passive: Formuen i de danske investeringsfonde voksede med ca. 10 pct. i 2017, viser [Finanstilsynets gennemgang](#) af markedsudviklingen: "Investeringsfondenes vækst kan

både tilskrives, at der blev tilført flere nye midler, og at fondene samlet gav et positivt afkast. Formuen i de passivt forvaltede investeringsfonde steg med 24 pct. eller 32 mia. kr. De passive fonde dækker nu 7 pct. af investeringsfondens samlede formue, hvilket dog fortsat er et lavt niveau i international sammenhæng. De historisk lave kursudsving på kapitalmarkederne i 2017 påvirkede også den gennemsnitlige risikoklassificering af investeringsfondene. Investeringsfondene klassificeres efter risiko på en skala fra 1-7, og det er en af de væsentlige overordnede risikoinformationer for detailinvestorerne. På trods af, at aktivfordelingen i investeringsfondene var stort set uændret, faldt den gennemsnitlige risikoklassificering i de traditionelle investeringsforeninger (UCITS-fonde) fra ca. 4,2 til ca. 4,0."

Bankerne får ny netbank: Nationalbanken [oplyser](#), at den sidste weekend har udskiftet den infrastruktur, hvormed man betjener bankerne: "(Det nye system), der hedder Kronos2, er en avanceret netbank, som banker, realkreditinstitutter og afviklingssystemer er forbundet til. Kronos2 sikrer, at danske kroner overføres sikkert og hurtigt. Kronos2 indgår som en central del i afviklingen af valutahandler, værdipapirhandler og betalinger med fx betalingskort. Nationalbanken og resten af den finansielle sektor har arbejdet tæt sammen i flere år for at forberede overgangen til Kronos2. Med det nye system får Nationalbanken som bankernes bank i Danmark en nutidig og robust teknisk løsning. Kronos2 er en forudsætning for, at danske banker senere i år får adgang til det fælleseuropæiske værdipapirafviklingssystem, Target2-Securities."

STK

AKTUELLE FAGLIGE NYHEDSBREVE OG RAPPORTER

RAPPORTINDEKS				
Titel og link	Tema	Udgiver	Type	Udgivet
Den engelske lægemiddelstyrelse publicerer en såkaldt "Brexit-guide" (Ny)	Brexit	Plesner	Nyhedsbrev	aug-18
Nyt bidrag til afklaring af overlap mellem PSD2 og GDPR (Ny)	Lovgivning	Kammeradvokaten	Artikel	aug-18
Forhøjet grænse for udbud uden prospektkrav (Ny)	Lovgivning	Gorrissen Federspiel	Nyhedsbrev	aug-18
NYE LOVE ER VEDTAGET PÅ DET ANSÆTTELSESRETSLIGE OMRÅDE (Ny)	Lovgivning	Kromann Reumert	Artikel	aug-18
Beskatningsgrundlag - fri bil (Ny)	Skat	Beierholm	Artikel	aug-18
Energiselskaber vedtager bøder i sag om fusionskontrol	Konkurrence	Kromann Reumert	Artikel	08-aug
Nordic Capital sælger Unifeeder til DP World	Virksomhedskøb	Plesner	Artikel	07-aug
The International Comparative Legal Guide to Outsourcing 2018	Arbejds- og ansættelsesret	Bech Bruun	Litteratur	07-aug
Datatilsynet kommer på tilsyn. Hvad gør vi?	Datatilsynet	Beierholm	Artikel	05-aug
Europa-Kommissionen pålægger Google milliardbøde	Konkurrence	Kromann Reumert	Artikel	03-aug
Gik du glip af noget i juli?	Resumé	Kromann Reumert	Resumé	01-aug
Elsams mulige misbrug af dominerende stilling	Konkurrence	Gorrissen Federspiel	Artikel	27-jul
Første fintech-iværksætter klar til FT Lab	Fintech	Plesner	Artikel	27-jul
Harvey Nash / KPMG CIO Survey 2018	Ledelse	KPMG	Artikel	24-jul
Datatilsynet: Offentliggørelse af tilsynsplan	Datatilsynet	Moalem Weitemeyer Bendtsen	Artikel	20-jul
Ændringer i Varemærkeloven	Lovgivning	Moalem Weitemeyer Bendtsen	Artikel	19-jul
Orientering om Udbudsret - uge 27 - 28 2018	Udbudsret	Kammeradvokaten	Artikel	18-jul
Forslag til ændring af aktieoptionsloven	Lovgivning	Plesner	Artikel	18-jul
Alternative investeringer og gode investeringsprocesser	Investering	Gorrissen Federspiel	Nyhedsbrev	18-jul

DENNE SIDE ER SPONSORERET AF:

(Klik på logo og få adgang til flere ressourcer)

BECH-BRUUN

KROMANN
REUMERT

PLESNER

BEIERHOLM
VI SKABER BALANCE

Gorrissen Federspiel

Kammeradvokaten
Advokatfirmaet Poul SchmithMoalem Weitemeyer Bendtsen
Advokatpartnerselskab

Sadolin | ALBÆK

DEN GLOBALE VÆKSTMOTOR USA BREMSER OP

Flere indikatorer peger i retning af, at den vigtigste globale vækstmotor, nemlig USA, nu bremser lidt op. Usikkerheden om retningen på europæisk vækst vokser. Markit skriver i den seneste update for Eurozonen, at "advarselssignalerne blinker".

GLOBAL KONJUNKTUR

Overordnet er billedet, at den økonomiske vækst i årets tredje kvartal fortsat vil være solid, men bare ikke lige så høj som i andet kvartal. Den mest dugfriske indikator er [Markits flashmåling af den amerikanske erhvervstillid](#), hvor kommentaren til målingen lyder sådan:

"The US economy lost a little pace in August, according to the flash PMI, but continued to grow at a solid rate. The PMI is indicative of the economy growing at an annualised rate of roughly 2.5%, down from a 3.0% indicated rate in July. Output, new orders and employment growth all moderated, adding to signs that the economy has cooled after strong growth in the second quarter. Backlogs of uncompleted work, a key indicator of future output and hiring, meanwhile fell for the first time for over a year, suggesting the slowing trend could persist into the fall."

Opbremningen i den amerikanske vækst bekræftes af både Citi Groups Economic Surprise index og af den ledende indikator fra ECRI, som ved seneste opdatering nåede det laveste niveau siden marts 2016.

Andre målinger af væksten i USA's økonomi, baseret på hard data, viser fortsat buldrende fremgang. Det gælder blandt andet Atlanta Fed ledende indikator og Conference Boards ledende indikator. Men der er altså ret sikre

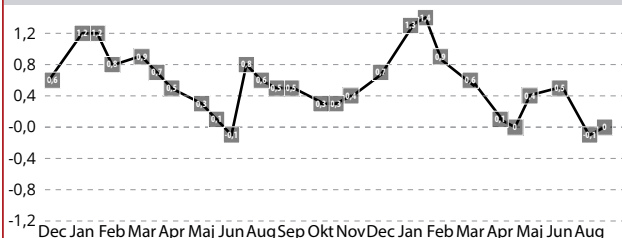
indikationer på, at tredje kvartal ikke kan holde dampen fra andet kvartal oppe.

For europæisk økonomi er billedet fortsat mudret, efter at de ledende indikatorer de seneste måneder har vist opbremsning. I den seneste flash [PMI måling fra Markit](#) hedder det direkte, at advarselsslamperne "are flashing": "Warning lights are flashing. Analysis of past data indicates that demand needs to pick up to sustain current output and employment growth in coming months. Yet the risks seem tilted to the downside. "Escalating political worries, rising prices and a recent slowdown in order book growth have all contributed to the gloomiest outlook for almost two years, according to companies' expectations of their future output. In manufacturing, optimism is down to its lowest for almost three years, as a nearstalling of exports corroborated escalating trade war worries."

Den separate flash [PMI-måling for Tyskland](#) giver dog lidt opmuntring: "German business continued to display remarkable resilience during August, with the latest PMI data going some way to dispel any fears about a global trade slowdown and its impact on the health of the economy." **MWL**

UDVIKLING I GLOBALE 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 (MACD)	2861	2840	aug	2	0	op	
ISM Fremstilling, Nye ordrer	58,5	62,3	juli	1	0	ned	ISM
Conference board LEI, Ledende indikator	110,7	110,1	juli	2	0	op	CONFERENCE BOARD
Conference board, Forbrugertillid Forvent.	101,7	104	juli	0	0	ned	CONFERENCE BOARD
CRB Raw Industrial, råvarepriser	494	503	aug	-2	-1	ned	CRBTRADER
OECD LEI, for Euroland	99,9	100	juni	-2	0	ned	OECD
IFO-forventninger, Erhvervstillid	98,2	98,5	juli	-2	0	ned	IFO.DE
Oliepriser (Crude)	68	67	aug	0	0	uænd.	
PMI Kina	50,8	51	juli	0	0	ned	markit.com
Shanghai Container Shipping index	891	893	aug	1	0	uænd.	en.sse.net.cn
SAMLET KONJUNKTURBAROMETER				0	-0,1		

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

Kilde: Økonomisk Ugebrev Research og AktieUgebrevet

TYRKIET VIL VÆRE SPRÆNGFARLIG I LANG TID

Valutakrisen i Tyrkiet synes i de seneste dage at være stilnet lidt af. Samtidig er præsident Erdogan begyndt at nærme sig EU politisk ved at løslade to tilbageholdte græske soldater og give en tysk-tyrkisk journalist lov til at rejse hjem. Af en række grunde skal man dog ikke forvente, at Tyrkiet undgår en økonomisk og finansiell forværring i de kommende kvartaler, skriver Jacob Kirkegaard fra The Peterson Institute for International Economics i denne analyse.

MAKROKOMMENTAR

For det første er det klart, at Tyrkiet overordnet set er for forgældet i udenlandsk valuta, med ca. 180 mia. dollar til forfald i de kommende 12 måneder, kun ca. 72 mia. dollar i nationale valutareserver og udsigt til fortsat stigende amerikanske renter. Og altså en lira, som nu kun er knap halvt så meget værd som ved årets begyndelse. Dette er ikke en finansiell cocktail, som normalt ender godt.

LAVERE VÆKST

For det andet ligger der store politiske og økonomiske hindringer i vejen for, at den tyrkiske regering kan gennemføre den nødvendige stabiliseringspolitik i den kommende tid. En sådan stabilisering vil først og fremmest kræve formentligt betydelige rentestigninger i Tyrkiet. Det vil givet nedbringe inflationen, men samtidig dæmpe den økonomiske vækst og øge antallet af arbejdsløse. Næppe den økonomiske situation, Tyrkiets nyvalgte sultan Erdogan ønsker i sit rige.

Samtidig gør den seneste finansielle stabilitetsrapport fra den tyrkiske nationalbank fra maj 2018 det klart, at markante rentestigninger er potentiel finansiell gift for den tyrkiske banksektor. Sagen er nemlig den, at de tyrkiske banker i de seneste år har kørt med et stigende maturity mismatch mellem deres ind- og udlån, da de selv har skaffet lira-likviditet med ca. tre måneders løbetid, mens deres lira-udlån varer i gennemsnit ca. 20 måneder. Den slags er potentielt meget dyrt, hvis de korte tyrkiske renter pludseligt stiger voldsomt. Samtidigt har de tyrkiske banker finansieret den meget kraftige stigning i deres lira-udlån i de seneste år via optagelse af lån i udenlandsk valuta, som de derefter har swappet til lira med en løbetid på oftest kun op til tre måneder. Den slags transaktioner

er næppe rentable længere med det nye niveau for liraen, hvorfor de tyrkiske banker måske nok får deres FX Collateral tilbage, men i stedet får endnu sværere ved billigt at finansiere deres lira-udlån.

Endvidere er de tyrkiske bankers FX-likviditet kun ca. to tredjedele af deres totale kortvarige finansieringsbehov, og hvis de pludselig skulle have brug for hjælp af den tyrkiske nationalbank, ville de nationale valutareserver hurtigt falde drastisk. Alt i alt heller ikke normalt en finansiell historie, som ender lykkeligt for de implicerede, og det er værd at nærstudere de kommende måneders markedsreaktioner på de tyrkiske bankers løbende, større roll over-behov.

For det tredje har den tyrkiske private sektor – som oftest har ringe adgang til indtægter i udenlandsk valuta – optaget store, egne lån direkte uden for Tyrkiet. Spørgsmålet er, hvor mange af dem der i de kommende måneder og år har råd til at betale deres lån tilbage til nu mere end kurs 6 mod dollaren.

HJÆLP FRA ALLIERET

For det fjerde har Qatar måske nok lagt 15 mia. dollar på bordet til dets militære allierede i Tyrkiet, men her er tale om tilsagn om nye investeringer i tyrkiske aktiver fra Qatar, ikke nye lån i dollar. Og så må man så spørge sig selv, om ikke Qatar vil have den samme finansielle interesse som andre udenlandske investorer i at vente med at investere, til den tyrkiske lira måske falder endnu mere.

For det femte skal man ikke forvente nogen snarlig opblødning af det amerikansk-tyrkiske forhold, da dette er underkuet af en række faktorer. Striden om den amerikanske militære støtte til kurderne i Syrien forsvinder ikke foreløbigt, ligesom undersøgelsen af den statsejede tyrkiske HALK Bank's brud på de daværende sanktioner mod Iran kommer til at gå sin gang ved de amerikanske domstole, og nemt kan ende med bøder i milliard-klassen.

Sidst, men ikke mindst, slipper Erdogan ikke de to amerikanske pastorer løs foreløbigt. Han har nemlig en klar politisk interesse i et fortsat spændt forhold til USA og amerikanske økonomiske sanktioner mod Tyrkiet. Dette giver ham muligheden for – ganske som Fidel Castro gjorde det i 40 år på Cuba – at skyde skylden for al økonomisk dårligdom over på den "amerikanske økonomiske krig" mod Tyrkiet.

FORECAST PÅ UDVIKLING I KORT RENTE

Som det fremgår af de forecast, Økonomisk Ugebrev har indhentet fra en stribe danske banker, ventes den korte rente kun at ændre sig marginalt de næste tre måneder (Grafik 1).

KORT RENTE

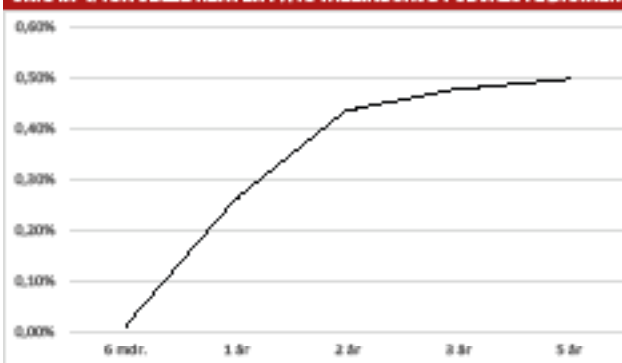
Ifølge markedsforventningerne til udviklingen i den korte danske enmåndsrente vil minusrenten dog nærme sig nul på seks måneders sigt (Grafik 2). Også på den lidt længere bane forventer markedet negative korte renter, men tættere på nul omkring medio 2019, fremgår af de såkaldte FRA-renter (Forward Rate Agreement) (Grafik 3). Udviklingen i den amerikanske 3 måneders short term yield kan følges [her](#). Ofte giver den en god indikation af, hvad investorerne forventer af udviklingen i den korte rente på det amerikanske marked.

I Økonomisk Ugebrevs [analysearkiv](#) findes en linksamling til danske og udenlandske bankers vurderinger af de korte renter, samt Centralbank Watch, herunder de implicitte sandsynligheder for renteforhøjelser fra FED. Læs eksempelvis [her](#) løbende analyser af udviklingen i de kor-

te renter fra [ABN Amro](#) og fra [RBC](#). Negative korte renter for bankerne ved indskud af overskudslikviditet hos den danske og europæiske centralbank har generelt også medført minusrenter for erhvervsvirksomheders indlån i bankerne. I gennemsnit betaler virksomhederne negative indlånsrenter på knap 0,3 procent. Ifølge [Mybanker.biz](#) er det dog muligt hos udvalgte banker, som har brug for kortsigtet likviditet, at opnå ganske gode indlånsrenter.

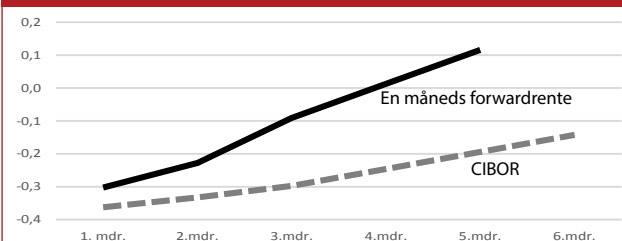
MWL

GRAFIK 4: AKTUELLE RENTER PÅ AFTALEINDSKUD I UDVALGTE BANKER



Kilde: Spar Nord

GRAFIK 2: KORTE RENTER OG FORVENTNINGER



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

Kilde: Økonomisk Ugebrev Research

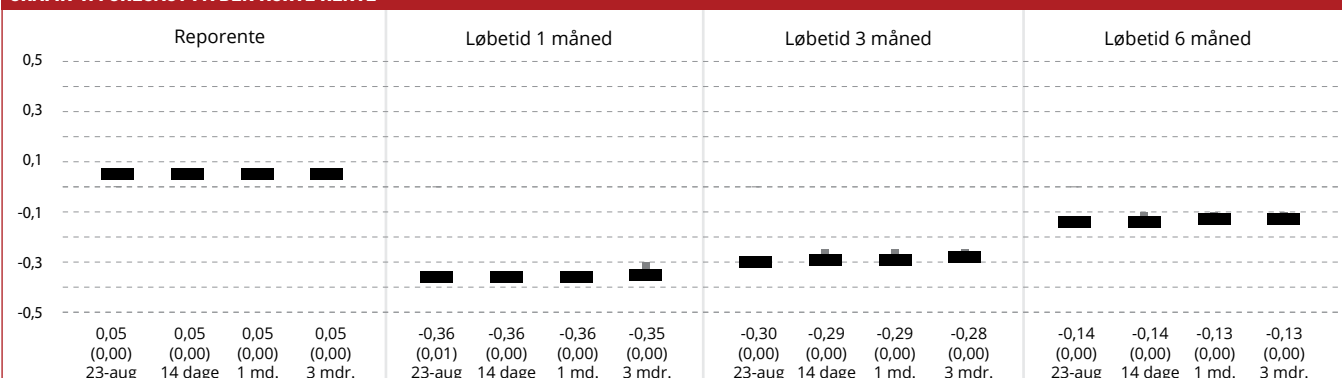
GRAFIK 3: FRA-SATSER

Rentesats i procent		
Start	3 mdr. frem	6 mdr. frem
sep-18	-0,31/29	-0,15/13
dec-18	-0,29/27	-0,13/11
mar-19	-0,27/25	-0,11/09
jun-19	-0,26/23	-0,07/05

Ud for sep-18 3 mdr. står -0,31/28. Det betyder, at man i dag kan aftale at placere indskud svarende til en tre-måneders CIBOR på -0,31 pct. fra sep. 18 til dec. 18. Tilsvarende kan man i dag aftale at låne svarende til en tre-måneders CIBOR på -0,28 pct. fra sep. 18 til dec. 18.

Kilde: Spar Nord

GRAFIK 1: 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

FORECAST PÅ UDVIKLING I LANG RENTE

Økonomisk Ugebrev giver på denne side overblik over udviklingen i de lange danske og internationale obligationsrenter.

LANG RENTE

Overblikket består for det første af grafikker over, hvad en stribe danske banker forventer af renteudviklingen. For det andet vises grafer med teknisk analyse over renteudviklingen. For det tredje giver vi adgang til [en stribe analyser](#) af Fixed Income fra danske og internationale banker

Som det fremgår af de forecast, Økonomisk Ugebrev har indhentet fra en stribe danske banker, ventes den 10-årige danske statsobligationsrente at stige på tolv måneders sigt (Grafik 1). Teknisk analyse af renteudviklingen viser dog, at obligationsrenten over det seneste halve år er faldet en del (Grafik 2 og Grafik 3). Den styrende amerikanske statsobligation har et seneste år dog vist en klar stigende tendens (grafik 4). Ofte følger den europæi-

ske obligationsrente i kølvandet på den amerikanske obligationsrente med en vis forsinkelse.

I Økonomisk Ugebrevs [analysearkiv](#) findes en linksamling til danske og udenlandske bankers vurderinger af Fixed Income.

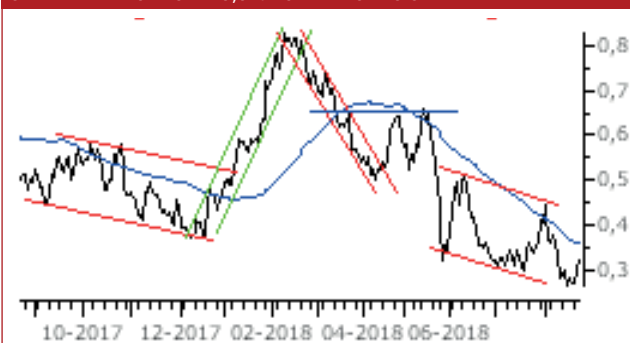
MWL

GRAFIK 4: AMERIKANSK 10-ÅRIG STATSOBLIGATION



Kilde: BCVIEW

GRAFIK 2: DANSKE STAT 0,5% 2027 – KORT SIGT



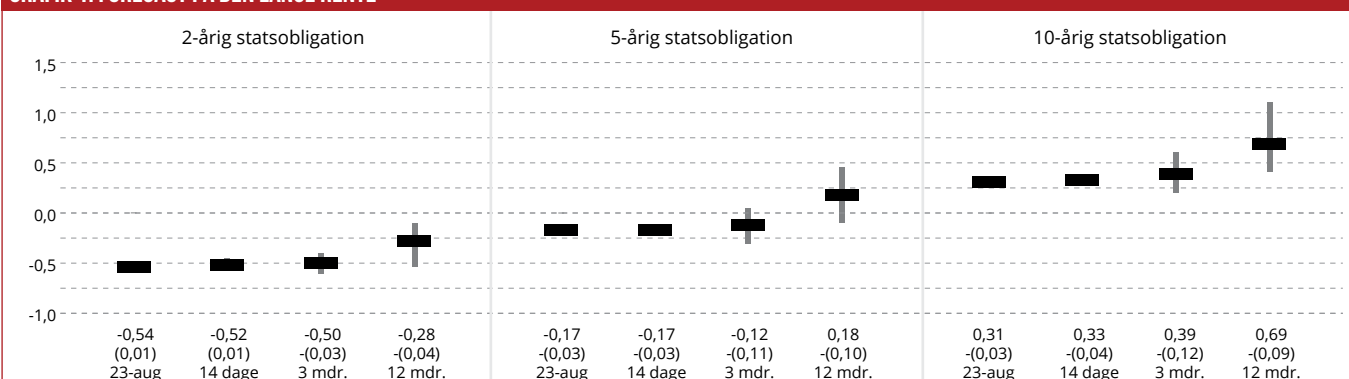
Kilde: BCVIEW

GRAFIK 3: DANSKE STAT 0,5% 2027 – LANG SIGT



Kilde: BCVIEW

GRAFIK 1: FORECAST PÅ DEN LANGE RENTE



Forklaring: Obligationerne er henholdsvis 0,25 pct. 2020, 0,25% 2023 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

FORECAST PÅ UDVIKLING I VALUTA

Økonomisk Ugebrev giver på denne side overblik over udviklingen i række centrale valutakryds, med hovedvægt på EUR/ USD.

VALUTA

Euro/USD er senest faldet gennem støtteniveauet i 1,16 - til 1,14. Bankerne, som rapporterer valuta-forecast til Økonomisk Ugebrev, forventer i gennemsnit en EUR/USD omkring 1,14-1,16 de næste seks måneder. Aktuelle analyser af udviklingen i centrale valutakryds findes i Økonomisk Ugebrevs [analyseoversigt](#). Eksempler på aktuelle analy-

se af valutamarkedene findes hos [Citibank](#) og [ING](#).

I Økonomisk Ugebrevs analysearkiv har vi åbnet vores interne linkoversigt, som giver adgang til knap 100 danske og internationale bankers, organisationers og myndigheders analyser, nøgletal og forecast. Oversigten til vores analysearkiv findes [her](#). Analysearkivet er opdelt i en stribe forskellige kategorier, blandt andet makroanalyser, Fixed Income, centrale nøgletal og en kaldenderoversigt.

MWL

EUR/USD – KORT SIGT



Kilde: BCVIEW

EUR/USD – LANG SIGT



Kilde: BCVIEW

FORECAST PÅ DE VIGTIGSTE VALUTAER

		Aktuelle kurs 23-08-2018	Forventninger til valutakurser om:			Pris inkl. 6 mdr. Inkl. termin
			1 måned	3 måneder	6 måneder	
EUR		7,46	7,45 (7,45-7,46)	7,45 (7,44-7,46)	7,45 (7,45-7,46)	7,45
GBP	!	8,28	8,35 (8,3-8,4)	8,39 (8,35-8,48)	8,44 (8,24-8,87)	8,24
SEK	!	0,71	0,71 (0,71-0,72)	0,71 (0,7-0,72)	0,72 (0,71-0,75)	0,71
NOK	!	0,77	0,78 (0,78-0,79)	0,79 (0,78-0,81)	0,79 (0,77-0,81)	0,77
CHF	!	6,56	6,53 (6,43-6,6)	6,51 (6,43-6,6)	6,46 0,00	6,57
PLN		1,74	1,75 (1,75-1,75)	1,77 (1,77-1,77)	1,76 (1,74-1,78)	1,74
USD	!	6,45	6,55 (6,44-6,65)	6,54 (6,41-6,6)	6,43 (6,32-6,6)	6,35
JPY	!!	5,81	5,95 (5,79-6,12)	5,89 (5,73-6,12)	5,76 (5,5-6,18)	5,80
(X100)						
EUR/USD	!	1,16	1,14 (1,12-1,16)	1,14 (1,13-1,16)	1,16 (1,13-1,18)	1,17

Kilde: Økonomisk Ugebrev Research

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

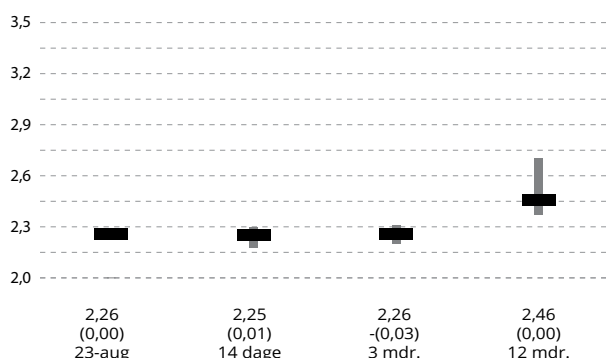
Tallene i parentes angiver laveste og højeste forecast. Terminstillægget i sidste kolonne er gennemsnit for køb og salg.

Panelet består af:

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

FORECAST PÅ UDVIKLING I BOLIGRENTER

30-ÅRIG REALKREDITOBLIGATION

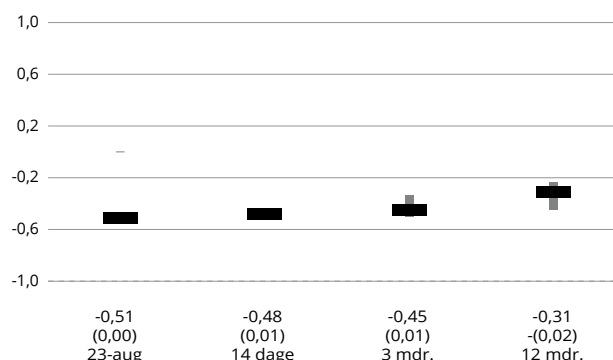


Forklaring: Obligationerne er henholdsvis 1 pct. RD april 2019 og 2,5 pct. RD 2047. Rentesatsen er gennemsnittet for udlån uden sikkerhed og parentesen angiver ændringen fra sidste nummer. Den grå bar angiver højeste og laveste skøn.

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. RD april 2019 og 2,5 pct. RD 2047. Rentesatsen er gennemsnittet for udlån uden sikkerhed og parentesen 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

Økonomisk Ugebrev giver overblik på udvikling i boligrenterne på to måder: For det første har vi indsamlet forecast på, hvordan banker ser udviklingen i realkreditrenterne, dels den 30 årige realkreditobligation, og dels etårige flexlån. For det andet findes der links i Økonomisk Ugebrevs [analyseoversigt](#) til både korte renter og lange statsrenter. De er ofte styrende for udviklingen i realkreditrenterne.

Økonomisk Ugebrevs kalenderoversigt

I Økonomisk Ugebrevs Analyseoversigt har vi etableret en omfattende kalenderbase, som giver direkte adgang til alt fra danske økonomiske nøgletal fra Nationalbanken og Danmarks og vigtige internationale nøgletal, samt regnskaber og konsensus estimer fra analytikerne. Kalenderfunktionen kan findes på dette [link](#).

KOLOFON

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
Email: kontakt@ugebrev.dk

Bogholderi

Linda Hardø, lh@ugebrev.dk

Abonnement

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

DOWNLOAD PDF
TIL PRINT



Ansvh. chefredaktør

Morten W. Langer

Adm. direktør

Steffen Damborg

Redaktion

Ejlif Thomsen
Peder Bjerger,
Carsten Vitoft
Morten Sørensen
Sten Thorup Kristensen
Lars Abild
Joachim Katstrup
Bruno Japp
Hugo Gaarden
Peter Aabo
Henrik Denta

Redigering og layout

Henrik Skovgaard Lauritsen
Maria Nørgaard Langer

Grafik og research

Reno Puvanendran
Niels Bendix
Casper Wulff

ISSN 1903 - 8666

Annoncesalg



NICHEHUSET
MEDIESALG

KOPIERING ELLER VIDERESEDELSE IKKE TILLADT