



FINANSTILSYN STRAMMER KRAV TIL NEDSPARINGSLÅN: ÆLDRESAGEN I OPRØR

Finanstilsynet får nu kraftig kritik for sin håndtering af de populære nedsparingslån. RD vil have Finanstilsynet til at kigge på reglerne igen, mens Ældresagen vil bede ministeren gribe ind. "Vi frygter, at helt almindelige danskere med solide friværdier kan blive udfordret i at købe en ny ældrevenlig bolig eller bliver boende i deres nuværende hjem," siger Kamilla Skytte, adm. direktør i Realkredit Danmark.



CELINA DAHL/RITZAU SCANPIX

GRØNBORG: OVERHOLDER BANKERNES UDMELDTE GUIDANCE KRAVENE I ÅRSREGNSKABSLOVEN?

Finansanalytiker Per Grønborg mener, at det er tvivlsomt, om bankernes guidance for 2024 overholder årsregnskabslovens krav om at adressere forudsætninger og usikre faktorer. Giver det mening at udsende en årsforventning til bundlinjen, uden at oplyse om det forventede renteniveau og hvilke kredittab ledelsen indregner? Nej, svarer han, og betegner bankernes udmeldinger som nærmest ubrugelige.

NYHEDSANALYSER

- 03** Den kinesiske gigaboble, der truer verden
- 05** Grønborg om 2024: Overholder bankernes guidance loven?
- 07** Tilsyn strammer krav om nedsparingslån: Ældresagen i oprør
- 08** Erstatningssag mod Nordic Wastes Torben Østergaard smuldrer
- 09** Fagforbund kritiserer PFA for at forskelsbehandle kunder
- 10** Pensionssektor ser plusafkast på alternativer for 13. år i træk
- 11** Pensionskasser misser storgvinster på eksklusion af selskaber
- 13** PKA screener 1800 selskaber for uansvarlig skatteadfærd

TEMA: DANMARKS BEDSTE KAPITALFOND 2024

- 14** Danmarks bedste kapitalfond: Axcel står til dumpeplads
- 17** Kapitalfond-ejede selskaber gik tilbage fra 2021 til 2022
- 22** Her er kapitalfondenes fem vindere og tabere

OVERBLIK OG KONJUNKTUR

- 24** Analyser fra internationale finanshuse
- 25** Analytikerestimer: Spekulativ gevinst i Ørsted
- 26** Shortpositionen i Novozymes ramt af arbitrage
- 27** Vær varsom med den positive tekniske stemning
- 28** Analyser fra globale finanshuse og ledende indikatorer:
- 29** Lovforslag, bekendtgørelser og rapporter
- 30** Aktuelle faglige nyhedsbreve og rapporter
- 31** Rente- og valuta-grafikker



CHRISTIAN FRIGAST, NÆSTFORMAND, AXCEL

Axcel's porteføljeselskaber har floppet på stribe hen over coronaen: Danmarks ældste kapitalfond må se sig overhalet af samtlige opkomlinge i årets rating. Kun svenske EQT har klaret sig dårligere i Danmark. Christian Frigast har som næstformand stadig en hånd på tøjlerne... **Side 14**

Fagforbund efter ny prisliste fra PFA: Overvej at skifte pensionselskab: Flere ledende 3F-medlemmer er kritiske over for PFA's nye praksis med at holde personer med særlige jobtitler uden for rabatordninger. De ser det som et argument for at skifte til en anden pensionskasse... **Side 09**

Pensionssektoren noterer positivt afkast på alternativer for 13. år i træk - eksperter er skeptiske: Det er var ikke overraskende, at pensionssektoren nåede et positivt afkast på unoterede aktier i 2023. Men troværdigheden er ikke høj, efter at man også har noteret positive afkast i rædselsår for noterede aktier... **Side 10**

Ekskluderede selskaber har givet tilbageværende investorer dobbelt afkast over de seneste tre år: Pensionselskaber ekskluderer en lang række selskaber med henvisning til etik og samfundsansvar. Mange af disse ekskluderede selskaber, især våben- og olieproducenter, har imidlertid haft gode år... **Side 11**

DEN KINESISKE GIGABOBLE, DER TRUER VERDEN

MEDIEANMELDELSE

Vi er stadig tidligt på året, og de traditionelle forudsigelser om, hvad der vil ske inden næste nytår, står i frisk erindring. På det finansielle område spillede Kina en stor rolle i disse forudsigelser. Det handlede om handelskrig med vesten, om truslen mod forsyningskæder og, i værste fald, om en militær konfrontation om Taiwan.

Der var dog underligt lidt opmærksomhed på den fra Kina stammende risikofaktor, der måske har størst sandsynlighed for at komme til at dominere overskrifterne i løbet af i år. Den januar-nedtur på det kinesiske aktiemarked, som både [Børsen](#), [Berlingske](#) og [Finans.dk](#) har omtalt, kan vise sig blot at være en lille forsmag.

Der er mange gode og konkrete grunde til, at der er skepsis over for kinesiske aktier. De amerikanske sanktioner kommer oveni, at håndteringen af coronaen og præsident Xis hårde linje over for virksomhederne, der igen skal sætte kommunistpartiets interesser øverst, har lagt en tung dæmper på både privatforbrug og investeringer.

Det er imidlertid noget helt tredje, der bør skræmme i forbindelse med aktienedturen: Myndighedernes reaktion har bl.a. været at foranstalte støtteopkøb på aktiemarkedet for godt 2 billioner kr. Støtteopkøb fungerer som bekendt ved, at man betaler en de facto-overpris for nogle aktier, man alt andet lige ikke ønskede at købe, hvorefter dette tab bliver maskeret, fordi man kan bogføre sine aktier til børsværdien – som kun holdes oppe af de støtteopkøb, man selv har foretaget.

Konsekvensen vil være, at balancerne er kunstigt op-pustede i de institutioner, der står for støtteopkøbene. Den slags er der i forvejen masser af i Kina. De kriseramte ejendomsselskaber, f.eks., holdes oven vande ved, at banker og andre finansielle aktører får mere eller mindre lodrette ordrer om at forsyne dem med kreditter, som aldrig var blevet givet på kommercielle vilkår.

Fænomenet går igen, når Kina finansierer infrastruktur i fattige lande. Når landene ikke kan betale ydelser på lånene, er Kina ret large med at give henstand. Men i modsætning til vestlige lande deltager man, ifølge *The Economist*, kun nødtvungent i gældsfortergivelse. En sådan ville koste på de formelle balancer hos långiverne.

Men de reelle balancer er for længst ramt. Der er megen rådden gæld i Kina. Og spørgsmålet er, om man nærmer sig sit Lehman Brothers-øjeblik: Dé, hvor en tung

aktør ikke har andre muligheder end at tære på sin egen kapital – og dermed kommer til at vise for hele verden, at den er hul; baseret på fortrængninger og ønsketænkning. Sker det, vil kreditorer falde som dominobrikker. Konsekvenserne for verdensøkonomien er uoverskuelige.

Disclaimer: Ovenstående er ikke baseret på en omhyggelig økonomisk analyse, der dokumenterer, at problemet er overhængende. Der er også forhold, der taler for, at Kina kan arbejde sig ud af den rådne gæld, især at landet stadig har høj BNP-vækst, selv i dårlige år. Men risikoscenariet er reelt.

SKYLDSSPØRGSMÅLET I ØLST

Hvis man er uheldig og bliver varetægtsfængslet for en forbrydelse, man ikke har begået, kan man bagefter få en kompensation på 7000 kr. plus 850 kr. pr. efterfølgende døgn, ifølge [Forsvarsadvokaterne](#). Det er et gret eksempel på, hvor ude af trit med tiden dansk erstatningsret er.

Det er et forhold, der passende kan blive ændret på i anledning af miljøkatastrofen i Ølst. Det hele ville blive nemmere, hvis man kunne give de lokale beboere, der kan blive nødt til at flytte, en solid erstatning, der ikke bare dækker en ny bolig, men også kompenserer for al den gene og det ubehag, de har været og skal igennem.

Mange andre ting kan blive ændret som følge af katastrofen. Da det jo tydeligvis er gået galt, synes det oplagt at hæve kompetenceniveauet hos miljøvirksomheder eller hos myndighederne, hvis ikke hos begge parter.

Desværre er debatten ikke nået dertil endnu. Især Socialdemokratiet synes endnu kun at se sagen som en anledning til at gøre noget ved partiets miserable meningsmålinger. Adskillige medier er nu opmærksomme på, at det ikke nødvendigvis kun var den onde milliardærs skyld. Denne dækning er en nødvendig modvægt til den politiske populisme.

Men – og det er måske naivt – man kunne godt ønske sig, at skyldsspørgsmålet indtil videre kom lidt i baggrunden. Man kan altid være bagklog, og både Nordic Waste og Randers Kommune kunne bestemt have gjort det bedre. Men der er ikke tegn på, at nogen af parterne har sløset i en grad, der er oppe i det kriminelle felt. Lige nu er det vigtigste den lærdom, der kan trækkes ud af sagen, så man kan undgå nye katastrofer.

Sten Thorup Kristensen

Saniona udvikler innovative epilepsibehandlinger baseret på førende ionkanalekspertise

Du er velkommen til at deltage i emissionen fra 22. januar - 5. februar

Saniona er en epilepsifokuseret biotekvirksomhed med lægemiddelkandidater i klinisk fase. Saniona's portefølje af epilepsikandidater omfatter SAN711, der er klar til fase 2 kliniske studier for behandling af patienter med generaliseret absence epilepsi, og de prækliniske kandidater, SAN2219 og SAN2355, for behandling af resistente patienter med henholdsvis akutte cluster anfald og fokale epilepsianfald.

Uden for epilepsi har Saniona fire kliniske programmer, som Saniona udvikler i samarbejde med farmaceutiske partnere. Sanionas samarbejdspartner Medix har indsendt ansøgning om markedsgodkendelse i Mexico for Sanionas mest fremskredne produktkandidat, tesofensin, til behandling af fedme. Tesomet er klar til fase 2b kliniske studier for sjældne spiseforstyrrelser; SAN903 er klar til fase 1 studier for inflammatorisk tarmsygdom, og SAN2465 er klar til præklinisk udvikling for behandling af depression.

Saniona har forsknings- og udviklingspartnerskaber med Boehringer Ingelheim GmbH, Medix, S.A de S.V, AstronauTx Limited og Cephagenix ApS.

SAN711 er Sanionas mest fremskredne interne kliniske program. I juli 2022 rapporterede Saniona positive resultater fra et klinisk fase 1-studie. For at sikre udviklingen af SAN711 mod proof-of-concept i absenceepilepsi har Saniona besluttet at gennemføre en fortegnsemission.

Læs mere



"Denne annonce skal betragtes som markedsføring. Invitationen til at tegne units i fortegnsemissionen i Saniona sker kun gennem det prospekt, der er godkendt af Finansinspektionen (den svenske Finansinspektion) og offentliggjort på <https://saniona.com/>. Finansinspektionen's godkendelse skal ikke forstås som en godkendelse af de nye aktier og warrants. Potentielle investorer rådes til at læse prospektet, før de træffer en investeringsbeslutning, så de fuldt ud forstår de potentielle risici og fordele forbundet med beslutningen om at investere i units."

GRØNBORG OM 2024: OVERHOLDER BANKERNES GUIDANCE LOVEN?

Det er tvivlsomt, om bankernes guidance overholder årsregnskabslovens krav om at adressere forudsætninger og usikre faktorer, skriver finansanalytiker Per Grønbrg. Giver det mening at give en årsforventning til bundlinjen uden at oplyse om det forventede renteniveau, og hvilke kredittab ledelsen indregner? Kan man ændre tilgang til guidance efter forgodtbefindende?

ANALYSE

Bankernes årsregnskabssæson starter med Ringkjøbing Landbobank onsdag og Danske Bank fredag. Tidligere var guidance for det kommende år et fokusområde for nogle. Jeg har aldrig tilhørt den religion. Spillereglerne blev dog ændret, da Finanstilsynet i en opdateret [vejledning](#) om intern viden fra juni 2021 som noget nyt klassificerede guidance for det kommende år som intern viden, der skal offentliggøres straks.

Gør det os så klogere? Spar Nord annoncerede 19. januar 2024, at de forventer et resultat efter skat på 1,7-2,1 mia. kr. for 2024 (seneste guidance for 2023 er 2,35-2,55 mia. kr.) og henviser til yderligere kommentarer i regnskabet, der offentliggøres 7. februar. Ringkjøbing Landbobank annoncerede to dage tidligere, at de forventer et resultat på 1,8-2,2 mia. kr. for 2024 (seneste guidance for 2023 er 1,9-2,2 mia. kr.) og ligeledes med en henvisning til det kommende årsregnskab.

SYDBANK I FØRERTRØJEN

Min konklusion er, at denne type guidance fortsat er rimeligt ubrugelig for aktiemarkedet.

Sydbank kom den 24. september med en melding om, at banken forventer et resultat på 2,5-2,9 mia. kr. for 2024 (seneste guidance for 2023 er 3,2-3,35 mia. kr.). Som hidtil eneste bank adresserede man, at en forudsætning er, at indskudsbevisrenten vil blive sænket med 0,75 pct. i løbet af året.

Desværre ikke noget om det forventede niveau for kredittab. Men Sydbank er klart i førertrøjen kommunikationsmæssigt. Et klart bedre informationsniveau end det, vi har set fra Spar Nord og Ringkjøbing Landbobank.

Danske Bank og Jyske Bank har endnu ikke offentliggjort forventninger til 2024. Om de når det, inden regnskaberne offentliggøres, må tiden vise. Civil ulydighed

over for tåbelige regler har fortsat min fulde opbakning, omend afskaffelse af tåbelige regler naturligvis er at foretrække.

Men er reglerne så tåbelige? Hvad driver en banks indtjening?

For tiden er forudsætninger om renteniveau samt det forventede kredittab de absolut væsentligste forudsætninger for den guidance, bankerne giver for 2024. Og endnu mere interessant er det at pointere, at bankledelserne ikke har nogen specielle forudsætninger for at gætte mere rigtigt på det fremtidige renteniveau end de professionelle investorer, der har investeret i disse aktier, har.

Tilsvarende er det også for bankledelser næsten umuligt at spå om niveauet for kredittab, når man ikke kender den makroøkonomiske udvikling. Det er ikke budgetter – det er alene forudsætninger.

Usikkerhed om forventninger til fremtiden er en naturlig del af spillet. Udfordringen og problematikken bliver først alvorlig, når banker guider på fremtidig indtjening, uden at dele forudsætningerne med aktiemarkedet.

[Årsregnskabslovens §99 stk. 5](#) siger, at beretningen skal omfatte en beskrivelse af den forventede udvikling, herunder særlige forudsætninger og usikre faktorer.

Det giver vide rammer for at være meget ukonkret i meddelelser om intern viden, som er det, vi p.t. har modtaget fra bankerne om 2024.

PASSIVT TILSYN

Til gengæld er det svært at se nogen vej udenom, at bankerne konkretiserer, hvilke forudsætninger deres forventninger er baseret på, når vi får årsregnskaberne.

Så forventer vi vel, at alle banker offentliggør, hvilket renteniveau deres forventninger forudsætter samt niveauet for kredittab – f.eks. i procent af udlånet?

Selv om årsregnskabsloven synes meget klar, vil jeg blive meget overrasket, hvis bankerne for første gang lever op til lovens bogstav. Man kan undre sig over, at Finanstilsynet tillader denne slendrian, når de nu er så påpasselige med, at bankerne får udsendt en guidance-ændring inden det regnskab, der forårsager og forklarer ændringen,

FORTSÆTTER PÅ NÆSTE SIDE »

« FORTSAT FRA FORRIGE SIDE

er klar til offentliggørelse.

Oftest er det fuldstændigt ubrugelige meldinger, set gennem investorernes og aktiemarkedets briller. Revisor skal påse, at årsregnskabsloven overholdes. Man kan godt stille spørgsmål ved, om de faktisk gør det.

De forudsætninger, der ligger til grund for bankernes guidance, holdes oftest skjult og er svære at lokke ud af bankerne. Det er ikke information, der er en del af den offentligt tilgængelige kommunikation. Det vil sige, at i de tilfælde, hvor bankerne faktisk fortæller om det, sker det oftest i et lukket rum med professionelle investorer, uden at de mindre investorer får denne information.

I 2022 og 2023 er det nok fair at antage, at langt de fleste banker har forudsat uændrede renter i deres guidance og løbende har opjusteret indtjeningsforventninger i takt med, at Nationalbanken har hævet renten, hvilket trods alt er sket ti gange siden juli 2022.

Det gode spørgsmål er, om de kommer til at gøre det samme i 2024, hvor risikoen for nedjusteringer som følge af faldende renter i så fald vil være overhængende.

Mere sandsynligt er det nok, at man ændrer tilgang og bruger den forventede renteutvikling i stedet for den aktuelle rente som forudsætning. Det vil være et værn imod nedjusteringer – specielt da man nok også vil tage et overforsigtigt udgangspunkt til kredittab. Men stadig uden at fortælle markedet, hvad det konkrete niveau er.

Er det en fair kommunikationspolitik? Svaret synes at være et rungede nej. Men hvem skal få bankerne til at ændre praksis, hvis revisorerne giver blanke påtegninger, og Finanstilsynet er ligeglad? Eksemplets magt kan man håbe på, og derfor kan Sydbank ikke roses nok for at gå foran.

Per Grønborg ejer aktier i Danske Bank, Sydbank og Spar Nord.

Danmarks 100 Rigeste 2023
2023-magasinet er på gaden

Download her

TILSYN STRAMMER KRAV OM NEDSPARINGSLÅN: ÆLDRESAGEN I OPRØR

Et nyt påbud til Realkredit Danmark har skabt forvirring og usikkerhed om, hvilke kunder der kan få et nedsparingslån til forbrug eller køb af ny bolig. RD vil have Finanstilsynet til at kigge på reglerne igen, mens Ældresagen vil bede ministeren gribe ind, hvis tilsynet ikke kan forklare sig bedre.

ANALYSE

De såkaldte nedsparingslån, hvor kunder med stor friværddi kan spise af deres mursten, er populære, fordi de giver mange råd til at blive boende længere i deres bolig. I Realkredit Danmark (RD) ydes der bl.a. nedsparingslån i produktet Flexlife, hvor kunderne kan skrue op og ned for ydelsen, få variabel rente og afdragsfrihed.

Men ifølge Finanstilsynet har RD ikke styr nok på sine kunder og deler for rundhåndet ud af dette lån. "RD har ikke i tilstrækkelig grad specificeret og afgrænset i hvilke tilfælde instituttet kan fravige reglen om, at låntager skal kunne godkendes til et lån med fast rente og afdrag," skriver tilsynet i sit [påbud](#) til RD.

SKAL KUNNE BETALE KONTANT

Indtil nu har praksis været, at ældre boligejere med friværddi kunne få nedsparingslån. Men ifølge Finanstilsynets pålæg til RD gælder det kun boligejere, der bliver boende i deres nuværende ejerbolig. Vil kunden have et nedsparingslån for at købe en mindre bolig, skal kunden være i stand til at købe boligen kontant, lyder den nye melding fra tilsynet. Boligejeren kan derefter vælge at optage et lån på 40 pct. af boligens værdi.

I RD har påbuddet vakt stor forvirring. Man har taget hensyn til friværdiens størrelse. Nu frygter RD store begrænsninger.

"Vi har været i dialog med Finanstilsynet omkring deres fortolkninger på nedsparingsområdet og retter naturligvis vores interne procedure i overensstemmelse med det. Vi frygter dog, at konsekvensen på sigt er, at helt almindelige danskere med solide friværdier kan blive udfordret i at købe en ny ældrevenlig bolig eller bliver boende i deres nuværende hjem, hvis de ikke har tilstrækkelig store pensionsopsparinger. Derfor mener vi også, at der kan være behov for at kigge på reglerne på området, så eksempelvis pensionister har mere fleksibilitet til at vælge den boligform, som passer til dem og

deres livssituation," siger adm. direktør Kamilla Skytte.

Påbuddet til RD har nærmest sendt chokbølger gennem Ældresagen. "Vi troede lige, at vi rådgav vores medlemmer korrekt. Nu aner vi ikke længere, hvad vi skal sige til dem," siger økonom og chefkonsulent Claus Blendstrup. Han kalder forvirringen nærmest total og henviser til et notat, Finanstilsynet selv har udarbejdet.

I notatet fra 2022 skriver Finanstilsynet: "I praksis kan dette udgangspunkt, særligt for ældre kunder, dog fraviges ved lån til nedsparingsformål. Det skyldes, at disse kunder ikke skal hindres i at "spise deres mursten" i forbindelse med pensionering, hvis det samtidig sikres, at de kan indfri lånet med salgsprovenuet."

Det notat har Ældresagen hidtil henvist til og beroliget sine medlemmer med. "Vores rådgivning har gået på, at hvis vores medlemmer har en friværddi, kan de altid få et nedsparingslån. Det kan vi ikke længere sige. Men hvad de så kan forvente, det ved vi ikke. Finanstilsynet må virkelig forklare sig, ikke kun overfor bankerne og realkrediten, men også overfor alle, der skal kende og indrette sig efter reglerne," siger Claus Brendstrup.

INGEN DEFINITION

Finanstilsynet fastholder sit påbud til RD. Men tilsynet indrømmer, at det kan være uklart.

"Der findes ikke nogen juridisk definition af nedsparring, og det, Finanstilsynet siger i redegørelsen, er, at man ikke kan betragte enhver situation, hvor man optager et lån med en LTV (belåningsgrad, red.) under 60, som et nedsparingslån. Man må – som der også står i selve bekendtgørelsen – konkret vurdere, om det er forsvarligt at fravige udgangspunktet," siger kontorchef Ulla Brøns Petersen.

Denne konkrete vurdering mente RD også at have foretaget i RD. Svaret gør heller ikke Ældresagen klogere.

"Banker og realkredit kigger allerede på kundernes økonomi, før de bevilger de her lån. Men nu strammer tilsynet helt åbenlyst fortolkningen for, hvornår lånene må gives. Og hver gang, tilsynet kommer med et påbud, strammer bankerne op. De vil hellere være uvenner med kunden frem for tilsynet."

"Kan tilsynet ikke forklare sig bedre og mere præcist, må vi få ministeren til at gøre det," slutter Claus Blendstrup.

Henrik Denta

ERSTATNINGSSAG MOD NORDIC WASTES TORBEN ØSTERGAARD SMULDRER

Meget tyder på, at det bliver nærmest umuligt at hente penge fra Nordic Wastes ejer, Torben Østergaard, i en eventuel erstatningssag. For det første kan selskabets ledelse hævde at have været i god tro, fordi Randers Kommune afviste enhver risiko for jordskred helt frem til maj 2023. For det andet har Torben Østergaard ikke siddet i bestyrelsen for Nordic Waste.

ANALYSE

Selvom bestyrelsesformanden for Nordic Waste var adm. direktør i et af Torben Østergaards selskaber, er det så godt som umuligt at gøre ansvar gældende overfor andre end den seneste bestyrelse i Nordic Waste. Ifølge selskabsretten er det formelt de enkelte bestyrelsesmedlemmer, der som privatpersoner er ansvarlige over for selskabet, og ansvaret udstrækkes som udgangspunkt ikke til de kapitalejere (her et moderselskab), der har udpeget dem.

I ansvarsreglerne er der dog et lille smuthul: Hvis moderselskabet eller kapitalejeren har instrueret bestyrelsesformanden, bestyrelsen eller direktionen, kan moderselskabet gøres ansvarlig for det, der kaldes *de facto-ledelse*. Det er altså i situationer, hvor bestyrelsesformand eller bestyrelsen, som er udpeget af ejeren eller moderselskabet, ikke har ageret som selvstændige bestyrelsesmedlemmer, men som ejerens forlængede arm.

TUNG BEVISBYRDE

Juraprofessor Karsten Engsig Sørensen fra Aarhus Universitet siger til Økonomisk Ugebrev, at udgangspunktet er, at det formodes, at bestyrelsesmedlemmer har ageret som selvstændige medlemmer og varetaget selskabets tarv: "Bevisbyrden for at påvise, at der er sket de facto-ledelse, er meget tung at løfte. Det er mest oplagt, hvis det skriftligt kan dokumenteres, at bestyrelsesformanden eller den øvrige ledelse er blevet instrueret af moderselskabet eller af ejeren," siger Karsten Engsig Sørensen.

Han siger, at det normale er, at ejere udpeger egne bestyrelsesmedlemmer i datterselskaber for at få løbende information om udviklingen og økonomien i datterselskabet. "Jeg vil anse det for særdeles tvivlsomt, at der kan gøres erstatningsansvar gældende mod Torben Østergaard som ejer af Nordic Waste. Ikke mindst fordi Torben Østergaard har været flere selskabsled væk fra Nordic Waste."

Afgået bestyrelsesformand fra Nordic Waste, Søren Jan Gran Hansen, er også formand og adm. direktør for moderselskabet, som hedder DSH Environment ApS. Dette selskab er ejet af SDK Freja, DYC Holding 2 og C.NI Holding, som igen er ejet af Torben Østergaard og hans to døtre. Største ejer er SDK Freja, som er 100 pct. ejet af Torben Østergaard, og han er bestyrelsesformand for dette selskab, mens Søren Jan Gran Hansen også her er adm. direktør.

Han har således været meget tæt på Torben Østergaard. Men det er altså ikke nok, at de uformelt har talt om udviklingen i Nordic Waste.

Problemstillingen om definitionen og bevisbyrden om, hvornår der har været udøvet de facto-ledelse og konsekvenser deraf, har bølget i årtier mellem rigets lærdeste jurister. Der findes dog en smule retspraksis på området, da et moderselskab i den såkaldte Satiar-sag i 1997 blev anset for at have udøvet ledelse i selskabet.

Her blev det i både i Landsretten og Højesteret påpeget, at kapitalejeren blev anset for at udøve fuld kontrol over selskabet. Når forskellige ministre fra regeringen senest har buldret løs med statements om, at "enhver sten skal vendes" for at undersøge ansvarsmuligheder mod Torben Østergaard, er der måske overvejelser om at præcisere bevisbyrden omkring påvisning af de facto-ledelse.

POTENTIEL NYSKABELSE

Ifølge Karsten Engsig Sørensen kan det dog også være, at man vil overveje at gå endnu videre og pålægge et moderselskab at hæfte for datterselskabets forpligtelser, hvor disse har en karakter som i den konkrete sag.

"Et sådant ansvar – undertiden omtalt som hæftelsesgennembrud – vil dog være noget af en nyskabelse i dansk selskabsret, hvor man hidtil har været meget tilbageholdende med at fastslå hæftelsesgennembrud," siger han.

Der er næppe tvivl om, at ledelsen for Nordic Waste bærer et ansvar for det ødelæggende jordskred. Men umiddelbart tyder meget på, at de har en god sag i forhold Randers kommune, der som ansvarlig miljømyndighed har haft en meget løs hånd med at føre tilsyn med Nordic Waste.

Økonomisk Ugebrev har i en anden [artikel](#) om Nordic Waste dokumenteret, at kommunen allerede i 2023 afviste al risiko for jordskred, og at kommunen ikke havde undersøgt, om der var aktuelle muligheder for jordskred. **MWL**

FAGFORBUND KRITISERER PFA FOR AT FORSKELSBEHANDLE KUNDER

Forlad PFA og flyt til de billigere pensionskasser, lyder det nu fra en række topfolk i fagbevægelsen. Det sker, efter Økonomisk Ugebrev i seneste udgave kunne afsløre, at PFA fra januar 2024 indfører store forskelle prisen for forskellige alene baseret på kundernes jobtitel. PFA står isoleret med den nye prismodel, viser Økonomisk Ugebrevets rundspørge. Fagredaktør Carsten Vitoft skriver.

ANALYSE

Forbundsformand Henning Overgaard Forbundsformand i 3F undrer sig nu over, at det er nogle af landets absolut hårdeste og mest nedslidende jobs, som må holde for i PFA's nye prismodel, som blev indført her fra årsskiftet.

"Jeg kender ikke detaljerne eller bevæggrundene i dybden for PFA's beslutning. Men det understreger for mig, hvorfor vores kollektive arbejdsmarkedspensioner er en genial opfindelse. Gennem arbejdsmarkedspensionerne er vi solidariske, fordeler omkostningerne retfærdigt og sikrer, at alle lønmodtagere har opsparing til alderdommen. Det er én af arbejdsmarkedets kronjuveler, og det er jeg stolt af."

STORE FORSKELLE I RABATTER

Videre siger han: "Det er jo åbenbart, at nogle lønmodtagere har hårdere og mere nedslidende jobs end andre. Derfor er det helt afgørende, at vi har solidariske løsninger for medarbejderne i de fag og brancher."

Bl.a. håndværkere, slagtere, smede, mekanikere, havnemedarbejdere og lagermedarbejdere får med PFA's nye prisstruktur de dårligste vilkår i pensionselskabet. PFA har ellers givet store rabatter til andre kunder på det suverænt dyreste element i en pensionsopsparing – nemlig investeringsomkostningerne. Men de rabatter, der er indført fra årsskiftet, er fire gange højere for andre kunder i mindre nedslidende jobs. Det viser PFA's nye prisskilt, som Økonomisk Ugebrev er kommet i besiddelse af.

"Overenskomstparterne aftaler, hvem der skal forvalte vores medlemmers indbetalinger. Vi har løbende drøftelser med hinanden i forhold til afkast, omkostninger og indhold i ordningerne. Skulle en ordning blive utidssvarende eller ikke længere være konkurrencedygtig, så må det kalde på overvejelser om, at parterne drøfter mulighederne for et skift af arbejdsmarkedets pensionselskab, eller påvirkning af pensionselskabet indefra," lyder sva-

ret fra Jim Jensen, der er forbunds næstformand i Fødevareforbundet NNF om PFA's nye prisskilt.

Han tilføjer, at langt de fleste af hans medlemmer i dag indbetaler til Industriens Pension og PensionDanmark. Begge pensionskasser oplyser til Ugebrevet, at de ikke forskelsbehandler medlemmerne på baggrund af deres jobtitler.

"Investeringsomkostninger beregnes i PensionDanmark efter samme princip for alle medlemmer og afspejler således udelukkende den alderspulje og risikoprofil, som det enkelte medlem er tilknyttet. Dermed betaler medlemmet altid de investeringsomkostninger, der er relateret til den reelle sammensætning af aktiver i investeringen af den enkeltes pensionsopsparing. Såfremt et medlem har valgt at benytte frit puljevalg, opkræves investeringsomkostninger svarende til omkostningerne for de valgte puljer," oplyser Claus Stampe, adm. direktør og investeringsdirektør i PensionDanmark.

GÅR DEN, SÅ GÅR DEN

Industriens Pension oplyser nogenlunde det samme. Selv de kommercielle pensionselskaber Velliv og AP Pension afviser, at jobtitel betyder noget som helst i forhold til størrelsen af kundernes investeringsomkostninger.

Professor Carsten Tanggaard fra Aarhus Universitet mener hverken, det er rimeligt eller fagligt forsvarligt at justere betalingen af investeringsomkostninger på den måde, som PFA nu gør. "Det er der ikke noget fagligt belæg for, og det er nok mest udtryk for en 'går den, så går den'-mentalitet. Alle mulige andre omkostninger kan de måske differentiere, men ikke investeringsomkostninger," siger han.

Økonomisk Ugebrev har spurgt PFA, hvorfor nogle kunder i PFA skal betale mere end andre for at benytte de samme services i PFA – og at det tilsyneladende skal være de mest udsatte på arbejdsmarkedet, der bærer byrderne.

"Vi har som mål at skabe økonomisk balance i de enkelte kundeforhold, og her har pris og omkostninger en betydning. Årsagen til, at der er mindre ÅOP-rabat i de pågældende prisgrupper, er, at der typisk er lavere gennemsnitsindbetalinger og opsparing. Prismodellen er med til at skabe balance, fordi den afvejer omkostningerne med kundernes risiko og indbetalinger på pensionsopsparingen," skriver koncerndirektør Anders Damgaard fra PFA i en mail.

PENSIONSSEKTOR SER PLUSAFKAST PÅ ALTERNATIVER FOR 13. ÅR I TRÆK

Økonomisk Ugebrevs har netop indsamlet pensionssektorens afkast på alternativer i 2023, og tallene viser igen plusafkast. Har pensionssektoren opfundet en pengemaskine, spørger ekspert, der sår stærk tvivl om afkasttallene. Fagredaktør Carsten Vitoft fortsætter artikelserien om pensionssektorens alternativer.

ANALYSE

Pensionssekskabernes alternative investeringer for knap 1000 mia. kr. har udviklet sig til det rene stjernestøv, og også i 2023 lykkedes det den samlede danske pensionsbranche at producere positive afkast på alternativerne. Sektoren har samlet set leveret plusafkast 13. år i træk, hvilket må anses at være tæt på verdensrekord.

I 2018 dykkede det danske aktiemarked ellers med 11 pct., men det lykkedes alligevel – helt uhørt – en god snes af de største pensionssekskaber herhjemme at levere et afkast på plus 12 pct. på deres unoterede aktier.

I 2016 faldt markedet 13 pct., men også her ophævede pensionsbranchen tyngdekræften og regnede sig frem til et gennemsnitligt afkast på 12 pct. på deres alternative investeringer. Billedet var det samme i 2011.

BEKVEM UDJÆVNINGSMEKANISME

Ekspertter undrer sig over, at pensionssektoren så vedholdende kan skabe positive afkast på alternativer, også i år med negative markedsafkast på aktiemarkedet. Managing partner Karsten Hannibal fra Optimal Invest kalder afkasttallene for utroværdige.

”Tallene viser jo, hvor utroværdige afkastene er blevet på pensionsbranchens alternative investeringer. Og det gælder jo ikke bare unoterede aktier. Alternativerne har udviklet sig til en bekvem og beregnende udjævningsmekanisme, hvor man kan pynte det samlede afkast. Det er meget problematisk for kunderne, da branchen dermed systematisk vil undervurdere risikoen, man løber med kundernes penge,” siger han til Økonomisk Ugebrev.

Trods ihærdige forsøg – i hvert fald siden 2018 – er det heller ikke lykkedes for Finanstilsynet at få styr på branchens omgang med alternativerne, og nervøsiteten synes at stige hos tilsynet: Tager pensionssekskaber nu alt for store risici med de ikke-likvide alternativer? I seneste [markedsrapport](#) om pensionsbranchen skriver Finanstilsynet:

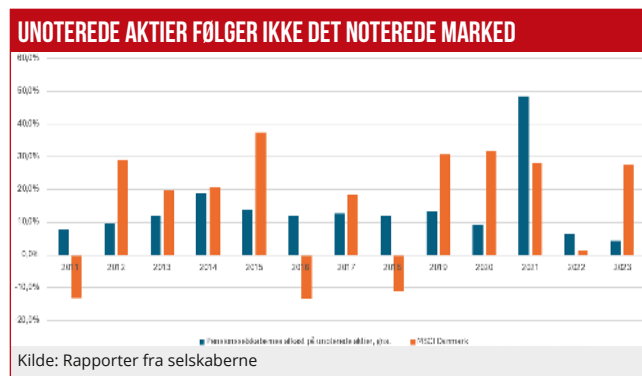
”I hovedparten af pensionssekskaberne voksede beholdningen af alternative investeringer. Andelen af alternative investeringer varierer pensionssekskaberne imellem og lå ultimo året mellem 0 procent og 38,8 procent. Fire pensionssekskaber havde mere end 30 pct. af porteføljen allokeret til alternative investeringer, mens seks pensionssekskaber havde mindre end 10 procent.”

Alternativer er meget illikvide, og ved næste hundredårskrise – der jo sker oftere og oftere – kan man frygte for, om pensionsbranchen har forkøbt sig i alternativerne. Pensionssekskaberne har vist sig at spinde guld år efter år, i hvert fald på papiret. Men forklaringen kan også være, at der rapporteres alt for positive afkast.

Den mistanke får nemt næring, hvis man ser på de højeste afkast i 2023. Eksempelvis har Danica præsteret et gennemsnitligt årligt afkast på hele 18 pct. på unoterede aktier over de seneste ti år. Det er næsten dobbelt så meget som verdensindekset. Men i Danica forsikrer man om, at afkastene er udregnet rigtigt:

”Vores unoterede aktier har leveret stærk performance over en længere periode. Vi er meget opmærksomme på at leve op til reglerne for værdiansættelsen af alternativer. Vi følger reglerne inden for Solvens II, de internationale regnskabsstandarder (IFRS) og bekendtgørelse om finansielle rapporter for forsikringssekskaber og tværgående pensionskasser,” siger investeringsdirektør Poul Kobberup.

I Lægernes Pensionskasse har man gennemsnitligt leveret lige under 18 pct. årligt, siden man begyndte at måle på det i 2016. Også her forklarer investeringschef Søren Nielsen, at resultatet skyldes god ledelse, og at man har en meget metodisk tilgang til at evaluere afkastet på de unoterede aktier.



PENSIONSKASSER MISSER STORGEVINSTER PÅ EKSKLUSION AF SELSKABER

Sortlistningen af selskaber indenfor våben, klima, tobak og menneskerettigheder har antageligt kostet kæmpegevinster for pensionsopsparerne. Over en treårig periode har 16 af verdens mest ekskluderede selskaber sammenlagt leveret et aktieafkast på 63 pct., hvilket er dobbelt så meget som det generelle marked. Fagredaktør Claus Strue Frederiksen har undersøgt betydningen af eksklusionerne.

ANALYSE

Aktiekursen på det canadiske olie- og gasselskab Cenovus Energy er siden 2021 steget med 166 pct. I samme periode er den amerikanske våbenproducent General Dynamics' aktie steget 70 pct. Kursstigningerne er langt større end stigningen i de brede aktieindeks. Så en investering i mange af de mest ekskluderede aktier har været en super god forretning for investorerne.

Når klimaaktivister og ngo'er opfordrer danske pensionskasser til at bandlyse olie- og gasselskaber, der ekspanderer deres fossile forretning, går et af argumenterne på, at generelle aktiefasal og eksklusioner vil presse selskabernes aktiekurser. Pensionskasserne får ikke blot rene hænder af at sortliste uansvarlige selskaber, men

lægger også pres på selskaberne til at ændre kurs.

Danske pensionskasser har de seneste år [ekskluderet selskaber i stor stil](#). Eksempelvis har Danica Pension og Velliv sortlistet over tusind selskaber fra deres investeringsunivers. Men hvordan går det egentlig de ekskluderede selskaber – har det været en god eller en dårlig forretning for pensionsopsparerne?

Med udgangspunkt i data fra en nyudviklet eksklusions-tracker, [Financial Exclusions Tracker](#), har Økonomisk Ugebrev undersøgt kursudviklingen for verdens mest ekskluderede selskaber. Klima, våben, tobak og menneskerettigheder udgør de fire mest udbredte grunde til, at investorer sortlister et selskab. 40 pct. af eksklusioner er klimarelaterede, mens knapt hver femte eksklusion omhandler våben.

Økonomisk Ugebrev har kortlagt aktiekursudviklingen for de fire mest ekskluderede selskaber inden for hver af de fire mest udbredt overordnede kategorier, altså 16 selskaber i alt. Som det fremgår af tabellen, har 5 af de 16 selskaber mere end fordoblet deres værdi de seneste tre år. Det indiske industrikonglomerat Larsen & Toubro, der ud over at have interesser i bl.a. elektronik og anlægsarbejde også producerer atomvåben, står for den største

FORTSÆTTER PÅ NÆSTE SIDE »

16 AF VERDENS MEST SORTLISTEDE SELSKABER

Selskab	Eksklusionsgrund	Kursændring 3 år, pct.	Kursændring 1 år, pct.	Antal eksklusioner
Poongsan	Kontroversielle våben	29	2	70
Northrop Grumman	Kontroversielle våben	64	5	68
Larsen & Toubro	Kontroversielle våben	172	71	62
General Dynamics	Kontroversielle våben	70	7	62
Gennemsnit		84	21	
Cenovus Energy	Klima	166	-25	52
Suncor	Klima	88	-9	52
China Energy	Klima	-13	-36	51
Exxonmobil	Klima	116	-16	51
Gennemsnit		89	-21	
Phillip Morris International	Tobak	16	-11	55
Altria Group	Tobak	-2	-10	55
British American Tobacco	Tobak	-19	-23	55
Imperial Brands	Tobak	28	-7	54
Gennemsnit		6	-13	
Energy Transfer	Menneskerettigheder	120	4	27
Vale	Menneskerettigheder	-15	-26	21
Walmart	Menneskerettigheder	16	13	20
ConocoPhillips*	Menneskerettigheder	169	-12	17
Gennemsnit		73	-5	
Gennemsnit for de 16		63	-5	
S&P500		31	19	
iShares Global Clean Energy		-53	-33	

Kilde: ØU Research. Kilde ekskluderede selskaber: Financial Exclusion Tracker. Kilde kursændringer: Investing.com

Note: Det statsejede marokkanske selskab, OCP Group, er nr. 4 på Financial Exclusion Trackers liste i menneskerettighedskategorien. Da OCP Group ikke findes på Investing.com, har vi valgt ConocoPhillips, som er nr. 5 i kategorien

« FORTSAT FRA FORRIGE SIDE

kursstigning: 172 procent på tre år.

Fire andre selskaber, Cenovus, ExxonMobil, Energy Transfer og ConocoPhillips, har også mere end fordoblet deres værdi de seneste tre år – alle er energiselskaber. To af dem sortlistes dog på grund af menneskerettighedshensyn.

I gennemsnit er aktiekursen for de 16 selskaber steget med 63 pct. de seneste tre år, hvilket er dobbelt så meget som S&P500-indekset med en stigning på 31 pct. Særligt de ekskluderede selskaber indenfor våben og klima har leveret store kursstigninger i perioden, med en gennemsnitlig kursstigning på over 80 pct. de seneste tre år.

Men tobaksindustrien stikker negativ ud: Halvdelen af selskaberne er faldet i værdi de seneste tre år. Og på et års sigt er der kursfald over hele linjen. Det samme gælder selskaberne i klimakategorien, der også alle er faldet i værdi det seneste år. Men det skyldes næppe eksklusionskontroverser, men nærmere at energisektoren har oplevet generelle kursfald i 2023.

Sammenligner man de sortlistede energivirksomheder med deres umiddelbare modsætning, iShares Global Clean Energy, har de sortlistede generelt klarer sig langt bedre. Indekset iShares Global Clean Energy er de seneste tre år faldet med 53 pct. Det seneste år er faldet på 33 pct. De fire klimaekskluderede energiselskaber er de seneste tre år steget 89 pct., det seneste år er de faldet 21 pct.

På tre år er 10 ud af de 16 ekskluderede selskaber steget mere i kurs end S&P500-indekset. Der synes ikke at være nogen direkte sammenhæng mellem selskabernes

kursudvikling og antallet af investorer, der har sortlistet selskabet. Som det fremgår af tabellen, klarer våbenproducenterne, der er de mest ekskluderede selskaber, sig som gruppe aktiekursmæssigt rigtig godt.

Sammenlagt leverer de fire våbenproducenter fine kursstigninger på både kort og mellemlangt sigt og overgår i begge perioder klart de fire virksomheder i menneskerettighedskategorien, der ifølge Financial Exclusions Trackers opgørelse er langt mindre udsat for eksklusion end våbenproducenterne.

Økonomisk Ugebrev har undersøgt fem af Danmarks største pensionselskabers eksklusionslister. Som det fremgår af tabellen herunder, optræder de 16 selskaber hyppigt på de store pensionselskabers eksklusionslister.

PensionDanmark skiller sig ud, da selskabet investerer i fem af de 16 sortlistede selskaber og kun har ekskluderet fem af selskaberne. Det er ikke så overraskende, da PensionDanmark hellere satser på aktivt ejerskab end eksklusion, og tidligere CEO Torben Möger Petersen har efter krigen i Ukraine udtalt, at investering i våben nærmest kunne opfattes som en ansvarlig investering.

EKSKLUSIONER OG INVESTERINGER I EKSKLUDEREDE SELSKABER

Pensionselskab	Eksklusioner	Investeringer
Danica Pension	14	0
Velliv	14	1
AP Pension	12	0
PFA	8	0
PensionDanmark	5	5

Kilde: ØU Research. Kilde: Pensionskassernes egne eksklusionslister

Hent Danmarks 100 Rigeste

2023-magasinet er på gaden

[Download her](#)



PKA SCREENER 1800 SELSKABER FOR UANSVARLIG SKATTEADFÆRD

Med de mange selskaber i porteføljen var det tidligere umuligt for pensionskassen PKA at kontrollere, hvorvidt alle selskaber lever op til pensionskassens principper omkring ansvarlig skatteadfærd. Et nyt data-analyseringsværktøj, gør det nu muligt.

ANALYSE

Hovedbudskabet fra Jens Christian Britze, skattechef i PKA, på konferencen [Ansvarlig skat 2024](#) for nylig var, at et nyt analyseværktøj har gjort PKA i stand til at screene skatteadfærden for tusindvis af noterede selskaber på mindre tid, end det tager at brygge en kop kaffe.

”For fire-fem år siden havde vi en intern drøftelse omkring ansvarlig skat. Dengang var pensionssektorens skattekodex meget fokuseret på de unoterede aktiver. Men vi ønskede også at sætte fokus på de noterede aktiver. Derfor begyndte vi at analysere de noterede selskabers skatteadfærd, hvilket viste sig at være enormt tidskrævende. Vi manglede et værktøj, der automatisk indhentede skattedata og udpegede de mest problematiske selskaber,” siger Jens Christian Britze til Økonomisk Ugebrev.

Med udgangspunkt i PKA’s udfordring udviklede konsulenthuset EY et nyt værktøj, Sustainable Tax Data Analyzer, der kan indsamle og analysere skattedata for selv meget omfangsrige porteføljer. PKA har aktier i omkring 1800 selskaber.

”Værktøjet indsamler alle offentligt tilgængelige data om selskabernes indkomstskat og er klar til at samle nye datapunkter op i takt med, at nye regler om skattetransparens træder i kraft. Da det er begrænset, hvor meget multinationale selskaber pt. er forpligtet til at oplyse, drejer det sig for nuværende som regel om 10-15 datapunkter. Med dette udgangspunkt leverer værktøjet fem centrale nøgletal, eksempelvis om selskabernes effektive skattesats,” siger Jens Christian Britze.

Et andet nøgletal angiver forskellen mellem et selskabs effektive skattesats og den vægtede skatteprocent opgjort ud fra de skattejurisdiktioner, selskabets omsætning ligger i – det såkaldt internationale skattegab. Hvis skattegabets mellem selskabets effektive skattesats og den vægtede skattesats fra omsætningsområderne bliver for stort, indikerer det, at der bliver flyttet overskud fra højskatteområder til områder med lavere skat.

”Omkring 130 selskaber ender i højrisikogruppen. Af dem kan halvdelen hurtigt sorteres fra, fordi de opererer inden for brancher med særlige skatteregler. Det gælder bl.a. ejendomsselskaber, som er skatteundtaget i mange lande, herunder i England og USA. Ud af de 65 tilbageværende selskaber håndplukker vi årligt 8-10 selskaber til en mere detaljeret analyse, som EY foretager. Målet er, at vi i løbet af 5-6 år kommer igennem de fleste højrisikoselskaber,” siger Jens Christian Britze.

Grunden til, at PKA ikke udvælger alle 65 højrisikoselskaber til en detaljeret analyse, er ifølge Jens Christian Britze, at pensionskassen også skal kunne handle på analyserne. Det vil sige kunne række ud og gå i dialog med selskaberne – her vil 65 selskaber være for stor en mundfuld.

Et af de selskaber, som værktøjet har placeret i højrisikogruppen, er Amazon. It-giganten udgør en stor post på henvend 600 mio. kr. i PKA’s portefølje.

”Det er et af de selskaber, som vi har bedt EY lave en detaljeret analyse på, hvilket de i øjeblikket er i gang med. Forventningen er, at analysen munder ud i en række spørgsmål, som vi kan rette til Amazon,” siger Jens Christian Britze.

Claus Strue Frederiksen

Om Sustainable Tax Data Analyzer

Værktøjet indsamler automatisk skattedata og udpeger potentielle risikoselskaber for hele porteføljen af noterede aktiver på baggrund af fem nøgletal:

1. Effektiv skattesats: Udgangspunktet er her den nyligt vedtagne globale minimumsskat på 15 pct.
2. Nationalt skattegab: Forskellen mellem effektiv skattesats og selskabsskattesatsen i det land, hvor virksomhedens hovedkvarter ligger.
3. Internationalt skattegab: Forskellen mellem den effektive skattesats og den vægtede skattesatsprocent opgjort efter de områder, hvor selskabets omsætning skabes.
4. Udskudt skattesats: Hvor meget påvirker den udskudte skat selskabets aktuelle selskabsskat?
5. Faktisk betalt skat: Hvor tæt ligger selskabets faktiske skattebetalinger på de skatteudgifter, som selskabet opgør i sine regnskaber?

Kilde: Hans From, skatteansvarlig for bæredygtige investeringer i EY.

DANMARKS BEDSTE KAPITALFOND: AXCEL STÅR TIL DUMPEPLADS

I Økonomisk Ugebrevs årlige rating af de kapitalfonde i Danmark bliver Polaris kåret som den bedste, efterfulgt af Industri Udvikling. I det hele tager domineres ranglisten af danske kapitalfonde. Bunden af ranglisten domineres af udenlandske fonde, dog med Axcel som næstsidsst, kun med EQT som ringere placeret. **Chefredaktør Morten W. Langer gennemgår årets rangliste.**

TEMA

Den store danske kapitalfond Polaris, med managing partner Jan Johan Kuhl i spidsen, kåres hermed til Danmarks Bedste kapitalfond, baseret på performance i fondens danske porteføljeselskaber. Ratingen er baseret på to regnskabsårs performance på fire målepunkter for de 100 største danske porteføljeselskaber, som gennemgås i de efterfølgende artikler i denne temaudgave.

Polaris indgår med tre porteføljeselskaber i årets rating. Det er Audo, Link Logistics og Sealing System. Baseret på de sammenvejede fire målepunkter- ændring i bruttoresultat, ebitda, antal ansatte og i ROIC- placerer de tre selskaber sig som nummer ét, otte og ni ud af de 100 porteføljeselskaber.

TROR PÅ PARTNERSKABER

Både Audo og Link Logistics omtaler vi i de efterfølgende artikler i dette tema. Det tredje selskab, Sealing System, har de seneste år øget bruttoresultatet fra 50 mio. kr. i 2020 til 86 mio. kr. i 2022, mens ebitda er løftet fra 9 mio. kr. til 21 mio. kr. Ligesom porteføljeselskabet Link Logistics driver dette selskab forretning inden for transport og logistik. Selskabet leverer komplette pakkemaskiner, baseret på pakkemaskiner og robotteknologi bygget op omkring markedets bedste teknologiporteføljer, skriver ledelsen.

Ledelsen skriver om udviklingen, at produktions- og kontorlokaler er blevet udvidet med 2000 kvm., der er delvist taget i brug ultimo 2022. "Væksten er drevet af salg af eget produktprogram i Europa. I det norske datterselskab har der været fokus på at udbygge salgsparteføljen samt øge salget af projekter og serviceydelse. Der er i 2022 realiseret markant flere ordrer end forventet og en generelt stigende aktivitet i hele virksomheden, hvorfor der i 2022 er vækst i både omsætning og indtjening. Som led i virksomhedens

vækststrategi er der i det seneste år investeret i infrastruktur såsom bygninger, produktudvikling og IT-platorme."

Polaris, som er en af de ældste store danske kapitalfonde, beskriver sig selv på denne måde: "Polaris is founded on the belief that the power of partnerships can make good companies great. We are a private equity company focused on transforming mid-sized companies in the Nordics. At Polaris, we believe that collaboration can make good companies great. Through our Nordic roots and relationships, we work closely with our portfolio companies to achieve shared visions and goals. We take pride in having shared this journey for more than 20 years with our investors and many partners – management teams, board members, co-investors and advisors."

Nummer to på årets rangliste over de bedste kapitalfonde er Industri Udvikling, som nu hedder Dansk Ejerkapital, med hele syv porteføljeselskaber med i analysen af de danske selskaber. Kapitalfonden har over de seneste år været gennem et generationsskifte med en ny profil og et nyt navn. Buy-out-fonden har 25 porteføljeselskaber med en samlet omsætning på 6 mia. kr. Hovedparten af fondens porteføljeselskaber er ikke store nok til at indgå i Top 100-listen over de største porteføljeselskaber.

Den nuværende managing partner, Dan Højgaard Nielsen, kom til i 2017, efter at have overtaget styrepinden fra den navnkundige, mangeårige leder af fonden, Lars Blavnsfeldt. Fondens koncept med at blive partner med de eksisterende ejerledere har fortsat vist sig at være meget succesfuld.

FORTSÆTTER PÅ NÆSTE SIDE »

DANMARKS BEDSTE KAPITALFONDE						
Fond	Opkøb	Ptk. 1	Ptk. 2	Ptk. 3	Ptk. 4	Gns.
Polaris	3	12	13	18	21	16,1
Industri Udvikling	7	35	21	36	32	30,9
VIA Equity	3	40	45	46	46	44,3
Erhvervsinvest	3	49	44	70	27	47,3
Gro Capital	3	39	77	21	67	51,2
Catacap	4	49	50	55	53	51,6
SE Blue Equity	3	56	41	71	41	52,3
Verdane Capital	3	48	69	8	91	53,8
Capidea	3	57	59	40	62	54,7
Adelis Equity	5	64	53	68	53	59,5

Kilde: Selskabernes årsrapporter og bisbase
 Note: Punkt 1, 2, 3 og 4 viser den gennemsnitlige placering i Top 100 for fondens porteføljeselskaber for vækst 2020-2022 i henholdsvis Bruttoresultat, EBITDA, ansatte og ROIC. Eksempelvis Polaris' tre porteføljeselskaber har for vækst i bruttoresultat en gennemsnitlig placering som nummer 12 ud af de 100 undersøgte selskaber.

« FORTSAT FRA FORRIGE SIDE

Fonden skriver om sig selv, at "I Dansk Ejerkapital er vi altid minoritetsinvestor. Det er vi fordi, at vi tror på, at de bedste løsninger skabes sammen med dem, der kender virksomheden bedst. Vi indgår derfor tætte partnerskaber med ejerlederne, så vi sammen kan skabe mere værdi for os alle. Vores råd og bidrag er altid med udgangspunkt i virksomhedens og ejernes værdier og DNA. Den tilgang har vi haft succes med i mange år, og den holder vi fast i fremadrettet."

NORMALISERET ÅR

I Økonomisk Ugebrevs rating har fonden altså syv porteføljeselskaber med, hvoraf tre af dem ligger i Top 10 blandt de bedst-performende porteføljeselskaber. Det drejer sig om System Transport, Sports Group Danmark og Spectre. System Transport i Herning, som arbejder med international transport, spedition og logistik, har de seneste år næsten fordoblet bruttoresultatet til 157 mio. kr., mens driftsresultatet er øget fra 4 mio. kr. til 27 mio. kr. Ligesom Polaris har Dansk Ejerkapital altså succes med at satse på transport og logistik.

Sports Group, der arbejder med produktion og salg af sportsbeklædning og tilhørende accessories, har de seneste år mere end doblet bruttoresultatet, fra 95 mio. kr. til 230 mio. kr. Driftsresultatet er løftet til 127 mio. kr., mod 45 mio. kr. to år tidligere. Endelig har Ikast-baserede Spectre de seneste år øget driftsoverskuddet fra 36 mio. kr. til 113 mio. kr.

Selskabet, der fremstiller udendørstøj, skriver om udviklingen, at "The year has been normalized in terms of last years impact of COVID-19 pandemic and the global freight crises. However, this year was caught by other challenges, such as the war in Ukraine and the very high inflation. Despite this, the demands for clothes for the Outdoor segment continues to grow."

Videre hedder det, at "the building project in An Giang (south Vietnam) was finished in April 2022, and production was started during May 2022. The implementation has successfully increased the capacity in the Group for additional growth in the business activities. It turns out that the Group was able to restart production by local SUB-contractor in Ukraine during summer 2022. This was determined to support Ukraine during the war and to secure more capacity to our Latvia production units."

Tre andre selskaber ligger også flot på ranglisten, nemlig

Effecttion, Aabo-Ideal og Sjørring Maskinfabrik, hvoraf to er omtalt i de efterfølgende artikler i dette tema. Kun porteføljeselskabet Kvist Industries synes at være faldet i gennem med en samlet placering som nummer 77 ud af 100 mulige.

I bunden af ranglisten over kapitalfondene findes Axcel på en næstsidsteplads ud af tretten, kun med EQT som ringere placeret. Axcel, med managing partner Christian Schmidt-Jacobsen i spidsen, flankeret af den tidligere førstemand Christian Frigast, synes at have kikset fælt med de danske investeringer de seneste år.

Axcel indgår i ratingen med fem danske porteføljeselskaber. Bedst placerede selskab har en plads som

» FORTSÆTTER PÅ NÆSTE SIDE

RATING AF KAPITALFONDENES PORTEFØLJESELSKABER - DEL 1					
Selskab	Ptk. 1	Ptk. 2	Ptk. 3	Ptk. 4	Gns.
Polaris					
Audo A/S	2	1	7	10	5
Link Logistics A/S	10	28	9	39	21,5
Sealing System A/S	25	9	38	15	21,8
Industri Udvikling					
System Transport A/S	21	11	24	8	16
Sports Group Denmark	7	13	20	36	19
Spectre A/S	17	15	16	40	22
Effecttion A/S	78	8	10	12	27
Aabo-Ideal A/S	23	12	72	23	32,5
Sjørring Maskinfabrik	44	3	69	17	33,3
Kvist Industries A/S	54	83	40	89	66,5
VIA Equity					
It Forum Gruppen A/S	13	20	11	38	20,5
Continia Software A/S	14	16	30	46	26,5
Mansoft A/S	94	100	96	54	86
Erhvervsinvest					
Bogballe A/S	24	33	60	37	38,5
Design Eyewear Group	38	56	68	24	46,5
Epoke A/S	84	42	83	19	57
Gro Capital					
Adform A/S	71	46	37	9	40,8
Secomea A/S	12	95	19	95	55,3
Queue-It Aps	35	89	8	98	57,5
Catacap					
The Army Painter Aps	26	37	28	33	31
Nlm Vantinge A/S	16	18	77	30	35,3
Group Online A/S	61	57	22	71	52,8
Dafa A/S	92	88	94	76	87,5
SE Blue Equity					
Helgstrand Dressage	4	5	54	13	19
Eltronic A/S	67	31	70	29	49,3
Pack Tech A/S	96	86	90	82	88,5

Kilde: Selskabernes årsrapporter og Bisbase

« FORTSAT FRA FORRIGE SIDE

nummer 46, nemlig Picca Automation, der driver ingeniørvirksomhed. Selskabet er eksperter i automatisering til virksomheder indenfor områderne miljø & energi, pharma, føde- og drikkevarer og industri. Det leverede en pæn præstation i 2022-regnskabet (på 14 måneder) med en fremgang i ebitda fra 34 mio. kr. til 48 mio. kr.

Fire af de seks Axcel-ejede porteføljeselskaber ligger i den ringeste fjerdedel af top100-universet, nemlig som nummer 75, 80, 92 og 94. Det drejer sig om European Sperm Bank, som er gået tilbage på driftsoverskuddet.

Det andet selskab er Phase One, der er "developer and manufacturer of medium format and large format digital cameras, software and imaging solutions": Selskabet kom ud af 2022 med et ebitda på 43 mio. kr (og et minus på bundlinjen) efter nogenlunde flad omsætning på 382 mio. kr. Antallet af ansatte blev øget lidt til 200. Ledelsen skriver, at den ser stærke vækstperspektiver indenfor billedteknologi, og på det grundlag forventes vækst i omsætning og overskud på 15 pct. i 2023.

Det tredje selskab er Mountain Top, der er gået markant tilbage de seneste år – fra et driftsresultat på 124 mio. kr. i 2020 til 67 mio. kr. i 2022. Antallet af ansatte er i samme periode beskåret fra 186 til 134.

Selskabet beskæftiger sig med "development and production of high-quality accessories for the global car industry within the Pickup Truck segment."

TURBULENT BILINDUSTRI

Ledelsen skriver: "Revenue was down on expectations of a revenue increase of 10-20% for the year due to delays in a few customers' launch of pick-up trucks, and moreover, revenue was affected by increasing prices of raw materials, which implied that profit before tax was 25% lower than last year as against expectations of an increase of 0-10%."

Endelig har det Axcel-ejede Nissens Automotive, baseret i Horsens, også at være ramt af omvæltninger i bilindustrien, lidt ligesom Mountain Top. Selskabet arbejder med "production and supply of products within engine cooling, climate solutions and efficiency. As an automotive aftermarket leading company of most essential thermal system components, the Automotive business unit has a broad product portfolio coverage covering above 95% of the European car park."

Selskabets ebitda styrtdykkede i 2022 til 11 mio. kr., mod 68 mio. kr. året før. Salget steg ellers, mens mersalget blev spist af markant forhøjede salgskostninger og andre omkostninger, som ikke er nærmere forklaret.

MWL

RATING AF KAPITALFONDENES PORTEFØLJESELSKABER - DEL 2					
Selskab	Ptk. 1	Ptk. 2	Ptk. 3	Ptk. 4	Gns.
Verdane Capital					
Hobbii A/S	8	52	6	91	39,3
Danelec Electronics A/S	36	65	5	88	48,5
Polytech A/S	99	91	12	93	73,8
Capidea					
Creativ Company A/S	47	34	58	55	48,5
Maki A/S	68	63	42	52	56,3
Fairpoint Outdoors A/S	56	81	21	79	59,3
Adelis Equity					
Netip A/S	55	7	85	1	37
Westpack A/S	66	58	41	63	57
Generaxion A/S	60	55	66	50	57,8
Mobilhouse A/S	41	49	84	61	58,8
Ssi Diagnostica A/S	97	94	64	92	86,8

Kilde: Selskabernes årsrapporter og Bisbase

Sådan kårer vi Danmarks Bedste kapitalfond

Formålet med ratingen er at sammenligne performance i danske kapitalfondsejede porteføljeselskaber over en ejerperiode på to regnskabsår, altså fra 2020 til 2022. Opgørelsen anvendes til at kåre de bedste og ringeste kapitalfonde, ud fra performance i deres danske porteføljeselskaber. Kåringen af kapitalfondene, som både omfatter danske og udenlandske kapitalfonde med danske porteføljeselskaber, tager afsæt i fire målepunkter:

- 1) Udvikling i bruttoresultat, 2) udvikling i ebitda, uanset om der er sket tilkøb eller andre transaktioner, 3) ændring i antal ansatte og 4) ændring i afkast på den investerede kapital (ROIC), beregnet som resultat før skat i forhold til samlede aktiver.

Ratingen tager afsæt i de 100 største porteføljeselskaber med danske CVR-numre, hvor vi opgør de fire parametre. For hvert målepunkt gives fra 1 point (bedste placering) til 100 point (ringeste placering). Vi sammenlægger antal point for alle porteføljeselskaber under de enkelte kapitalfondes ejerskab og dividerer med antal selskaber. I kåringen af Danmarks Bedste Kapitalfonde indgår de kapitalfonde, som har mindst tre porteføljeselskaber med i opgørelsen.

KAPITALFOND-EJEDE SELSKABER GIK TILBAGE FRA 2021 TIL 2022

Tema om Kapitalfondenes Top100 Porteføljeselskaber: Efter et meget stærkt 2021 for kapitalfondenes danske porteføljeselskaber gik det ned ad bakke i 2022. Selskabernes samlede ebitda dykkede til 5,9 mia. kr., mod 6,6 mia. kr. året før. Faldet i driftsresultaterne ramte bredt med tilbagegang i 43 ud af de 100 selskaber. Tilsyneladende har mange SMV'er haft svært ved at udnytte genåbningsboomet i 2022. Vi gennemgår hovedresultaterne på top 100-ranglisten, hvor vi ser på vindere og tabere blandt porteføljeselskaberne.

TEMA

2022 var på ingen måde et guld-år for de danske porteføljeselskaber ejet af kapitalfonde. Ebitda faldt fra 6,66 mia. kr. i 2021 til 5,92 mia. kr. i 2022, svarende til et fald på godt 12 pct. Samlet set dykkede resultatet før skat fra 4,4 mia. kr. til 3,3 mia. kr., eller 27 pct.

Tilbagegangen kommer efter solid fremgang fra 2020 til 2021, hvilket antageligt skyldes de første corona-åbninger efter det meget usædvanlige forretningsmiljø fra foråret 2020.

Faktisk steg det samlede bruttoresultat fra 16,0 mia. kr. i 2021 til 16,9 mia. kr. i 2022. Men fremgangen blev

altså mere end spist af stigende omkostninger til salg, markedsføring og distribution, herunder stigende transportomkostninger, som nok har været en tung merudgift i mange steder, men også komponentmangel og huller i forsyningskæderne har sikkert spillet ind.

Regnskabstallene viser, at de samlede driftsomkostninger, altså omkostningskomponenterne efter bruttoreultatet, blev øget med 1,5 mia. kr., mens bruttoindtægterne kun steg 0,9 mia. kr. Det afspejler, at selskaberne over en bred kam har haft vanskeligt ved at vælte de stigende omkostninger videre til kunderne via højere salgspriser.

Gennemgangen af resultater fra de enkelte porteføljeselskaber viser – ikke overraskende – et meget uensartet billede. En stribe selskaber blev stærkt begunstiget under corona i 2020 og 2021, og de fik det betydeligt vanskeligere i 2022. Bl.a. de selskaber, som opererede inden for sundhed relateret til corona, opnåede ekstraordinært gode resultater. Mens der også var selskaber, som havde salg direkte til forbrugerne, som blev hårdt negativt ramt.

Gennemgangen af de fem vindere og fem tabere blandt porteføljeselskaberne i dette tema (næste artikel)

FORTSÆTTER PÅ NÆSTE SIDE »

TOP 10 BRUTTORESULTAT

Selskab	2022	2021	2020	Ændr., %	Ejer
Scan Global	721	507	256	182	CVC Capital
Globalconnect A/S	705	676	510	38	EQT
Adform A/S	617	606	518	19	Gro Capital
Silvan A/S	558	521	548	2	Aurelius Equity
Louis Poulsen A/S	545	549	438	24	Investindustriel
Dot A/S	411	333	284	45	Jysk-Fynsk Kap.
Lagkagehuset A/S	409	409	378	8	Nordic Capital
Gram Equipment	354	324	282	26	FSN Capital
Danoffice It Aps	299	240	127	136	Agilitas
Skiold A/S	292	458	373	-22	Solix Group

Kilde: Selskabernes årsrapporter og Bisbase

TOP 10 BRUTTORESULTAT-VÆKST

Selskab	2022	2021	2020	Ændr., %	Ejer
Carelink A/S	178	488	29	519	DK Gen. skifte
Audo A/S	143	98	29	393	Polaris
Vetgruppen A/S	172	100	52	232	Axcel
Helgstrand Dressage	185	170	64	190	SE Blue Equity
Scan Global	721	507	256	182	CVC Capital
Usercentrics A/S	77	48	29	167	Full In Partners
Sports Group	230	139	95	141	Ind. Udvikling
Hobbii A/S	168	123	70	141	Verdane Capital
Danoffice It Aps	299	240	127	136	Agilitas
Link Logistics A/S	132	121	60	121	Polaris

Kilde: Selskabernes årsrapporter og Bisbase

BUND 10 BRUTTORESULTAT-VÆKST

Selskab	2022	2021	2020	Ændr., %	Ejer
Nissens Automotive	101	150	203	-50	Axcel
Polytech A/S	235	261	378	-38	Verdane Capital
Aarstiderne A/S	150	196	226	-34	Triodos Org. Gr.
Ssi Diagnostica A/S	116	265	170	-32	Adelius Equity
Pack Tech A/S	72	126	101	-29	SE Blue Equity
Skiold A/S	292	458	373	-22	Solix Group
Mansoft A/S	72	63	89	-19	VIA Equity
Geia Food A/S	110	126	129	-14	Triton
Dafa A/S	81	108	89	-9	Catacap
Languagewire A/S	75	97	81	-8	BridgePoint

Kilde: Selskabernes årsrapporter og Bisbase

TOP 10 ANSATTE

Selskab	2022	2021	2020	Ændr., %	Ejer
Spectre A/S	2785	2264	1503	85	Ind. Udvikling
Carelink A/S	1301	1486	675	93	DK Gen. skifte
Kvist Industries A/S	935	850	723	29	Ind. Udvikling
Lagkagehuset A/S	932	892	948	-2	Nordic Capital
Adform A/S	820	729	611	34	Gro Capital
Skiold A/S	725	816	648	12	Solix Group
Joe & The Juice A/S	637	343	271	135	General Atlantic
Silvan A/S	624	597	639	-2	Aurelius Equity
Globalconnect A/S	576	497	662	-13	EQT
Dot A/S	532	464	452	18	Jysk-Fynsk Kap.

Kilde: Selskabernes årsrapporter og Bisbase

« FORTSAT FRA FORRIGE SIDE

viser også, at danske kapitalfonde dominerede ejerskabet af de porteføljeselskaber, som har klaret sig godt, mens de ringeste performere i 2022 hovedsageligt er ejet af udenlandske kapitalfonde.

Dette billede kan skyldes tilfældigheder. Men det kan også afspejle, at de danske kapitalfonde over en bred kam går efter det mere sikre, men også at de danske kapitalfonde har et bedre kendskab til det danske marked, end de udenlandske ejerfonde har.

Generelt synes billedet også at være, at selskaber inden for traditionel industri og service har klaret sig bedre end gennemsnittet. Mens de mere ambitiøse forretningsmodeller, baseret på mange eller store opkøb for at konsolidere brancher eller at skabe helt nye netværk, har haft det vanskeligere.

Ud af de ti porteføljeselskaber med størst reduktioner i antallet af arbejdspladser er der kun fire ejet af danske kapitalfonde. Svenske EQT optræder to gange på denne liste, med ejerskab af henholdsvis Sapiens, der har skåret fra 93 ansatte i 2020 til 47 i 2022, og GlobalConnect, der har skåret fra 662 ansatte til 576 ansatte.

Den udenlandske kapitalfond Etex har skåret antallet af arbejdspladser med 39 pct. i Skamol, fra 422 til 258.

Den danske kapitalfond Axcel er to gange på ranglisten over de største jobtab, dels som ejer af Mountain Top, som har reduceret antallet af ansatte fra 206 til 163, og dels som ejer af Phase One, som dog kun har skåret 5 pct., fra 210 til 200 ansatte. Andre danske kapitalfonde på denne liste er VIA Equity med ejerskab af Mansoft og Catacap med ejerskab af Dafa.

Axcel har dog også en flot placering som den største jobskaber med en jobvækst i Vetgruppen fra 107 i 2020 til 328 ansatte i 2022. Kæden af dyrlæge-klinikker ekspanderer altså voldsomt, men selskabet har også forværret sit ebitda-underskud de seneste år. Blandt de ti største jobskaber er halvdelen af porteføljeselskaberne ejet af udenlandske kapitalfonde.

Næststørste jobskaber er modevirksomheden Les Deux, ejet af kapitalfonden Røko, der på to år har øget medarbejderstaben fra 31 til 92. Ledelsen skriver, at "Les Deux ApS er en mode- og livsstilsvirksomhed, hvis hovedaktivitet består i at sælge herre- og børnetøj (...). Med en høj dobbelt-cifret vækst i omsætning og forøgelse i forhold til foregående regnskabsår af det i forvejen

FORTSÆTTER PÅ NÆSTE SIDE »

TOP 10 VÆKST I ANSATTE

Selskab	2022	2021	2020	Ændr., %	Ejer
Vetgruppen A/S	328	182	107	207	Axcel
Les Deux Aps	92	64	31	197	Røko
Egiss A/S	133	69	55	142	EMK Capital
Joe & The Juice A/S	637	343	271	135	General Atlantic
Danelec Electronic	71	30	31	129	Verdane Capital
Hobbii A/S	265	233	121	119	Verdane Capital
Audo A/S	109	51	50	118	Polaris
Queue-It Aps	137	93	63	118	Gro Capital
Link Logistics A/S	172	144	82	110	Polaris
Effection A/S	208	187	101	106	Ind. Udvikling

Kilde: Selskabernes årsrapporter og Bisbase

BUND 10 VÆKST I ANSATTE

Selskab	2022	2021	2020	Ændr., %	Ejer
Sapiens Denmark	47	76	93	-50	EQT
Skamol A/S	258	427	422	-39	Etex
S.A.C A/S	14	18	20	-30	JZ International
Mountain Top	163	186	206	-21	Axcel
Mansoft A/S	109	95	136	-20	VIA Equity
Globalconnect A/S	576	497	662	-13	EQT
Dafa A/S	118	123	129	-9	Catacap
Tetra P. Processing	402	406	427	-6	Solix Group
Phase One A/S	200	189	210	-5	Axcel
Csis Security Group	66	71	69	-4	Trill Impact

Kilde: Selskabernes årsrapporter og Bisbase

TOP 10 EBITDA-VÆKST

Selskab	2022	2021	2020	Ændr., %	Ejer
Audo A/S	49	52	-1	-	Polaris
Carelink A/S	131	437	6	1954	DK Gen. skifte
Sjørring Maskinfabrik	28	36	-3	1091	Ind. Udvikling
Unisport A/S	15	18	3	452	Nordic Capital
Helgstrand Dressage	155	141	29	437	SE Blue Equity
Sapiens Denmark	45	51	8	434	EQT
Netip A/S	45	38	9	431	Adelis Equity
Effection A/S	16	6	-5	405	Ind. Udvikling
Sealing System A/S	21	9	5	288	Polaris
Transmedica A/S	16	4	4	258	BwB Partners

Kilde: Selskabernes årsrapporter og Bisbase

BUND 10 EBITDA-VÆKST

Selskab	2022	2021	2020	Ændr., %	Ejer
Joe & The Juice A/S	-28	-11	1	-	Polaris
Oterra A/S	-166	59	93	-278	Ind. Udvikling
Aarstiderne A/S	-25	13	65	-139	Nordic Capital
Secomea A/S	-3	20	12	-122	SE Blue Equity
Ssi Diagnostica A/S	-5	200	96	-105	EQT
Csis Security Group	-1	-5	147	-101	Adelis Equity
Nissens Automotive	23	78	140	-84	Ind. Udvikling
Polytech A/S	52	163	281	-81	Polaris
Skjold A/S	18	133	71	-75	BwB Partners
Queue-It Aps	8	30	22	-64	Gro Capital

Kilde: Selskabernes årsrapporter og Bisbase

« FORTSAT FRA FORRIGE SIDE

solide overskud, har selskabet fastholdt en stærk økonomisk udvikling. Dette til trods for geopolitiske og globale økonomiske udfordringer, hvor høj inflation, stigende renteniveauer og valutakurspåvirkninger har påvirket markederne. Med evnen til konstant at navigere i eksterne udfordringer er det et konstant fokus for Les Deux at kunne tilpasse sig markedsvilkårene.”

Den internationale kapitalfond Verdane Capital optræder to gange på jobskaber-ranglisten: I selskabet Hobbii, der hovedsageligt online sælger garn til strik over hele verden, er medarbejderstaben øget til 265, mod 112 to år tidligere. Ifølge regnskabet har selskabet otte fysiske forretninger i Danmark og Tyskland.

Ledelsen skriver: “Despite challenging global macroeconomic conditions, Hobbii achieved positive year-on-year growth in virtually all months of the 18-month fiscal year, with net revenue reaching DKK 835.9 million. The first six months saw a significant uplift in online sales during Covid lockdowns, while our physical retail stores experienced positive developments as shopping gradually returned to the physical space.”

I selskabet Danelec Electronic er antal ansatte øget fra 31 til 71. Selskabet, der beskriver sig sådan – “We develop software solutions to improve safety, cost and performance of marine operations as a leading manufacturer of Voyage Data Recorders (VDR), Shaft Power Meters, and provider of IoT infrastructure and Ship Performance

Monitoring solutions” – fordoblede ebitda-resultat, fra 41 mio. kr til 82 mio. kr. i regnskabsåret 2022/23.

Andre kapitalfonde på ranglisten over største jobskaber er de fire danske kapitalfonde, nemlig Polaris med to selskaber og desuden Gro Capital med Queue-IT og Industri Udvikling/Dansk Ejerkapital med porteføljeselskabet Effecton, der også er med på toplistens over selskaber med største fremgang i ebitda.

De to polaris-selskaber er Audo, en møbel- og designvirksomhed, der også har leveret flot fremgang i ebitda (se næste artikel) og Link Logistics, der på to år har fordoblet antal ansatte fra 82 til 172. Selskabet, der beskæftiger sig med transport- og logistikløsninger, har over en toårig periode øget bruttoresultat, fra 60 mio. kr. til 132 mio. kr., og driftsoverskuddet til 42 mio. kr., mod 19 mio. kr. i 2020.

Om udsigterne for 2023 skriver ledelsen: “In 2023, focus will be on optimizing the existing business, controlling cost, and executing our growth strategy. Alongside the integration of recently completed acquisitions and harvesting of synergies, we will pursue new relevant and value creating M&A opportunities. We expect to see growth within courier products from our two main customer segments - high end industrial as well as eCommerce customers across all markets, with strongest growth rates in Sweden and the US through the activity in the subsidiaries.”

MWL

TOP 10 EBITDA					
Selskab	2022	2021	2020	Ændr., %	Ejer
Scan Global Logistics	789	537	271	191	CVC Capital
Globalconnect A/S	367	370	351	5	EQT
Louis Poulsen A/S	270	310	237	14	Investindustri
Dot A/S	161	110	86	88	Jysk-Fynsk Kap.
Helgstrand Dressage	155	141	29	437	SE Blue Equity
Sports Group DK	147	82	49	201	Ind. Udvikling
S.A.C A/S	138	107	79	74	JZ International
Skamol A/S	133	96	84	58	Etex
Carelink A/S	131	437	6	1954	DK Gen. skifte
Ganni A/S	127	140	77	65	L Catterton

Kilde: Selskabernes årsrapporter og Bisbase

TOP 10 ROIC-VÆKST					
Selskab	2022	2021	2020	Ændr., %	Ejer
Netip A/S	37	24	0	12573	Adelis Equity
Kongsilde Ind.	8	3	0	2032	Green Park Ind.
Swisspearl DK	9	14	1	1198	Solix Group
Transmedica A/S	26	4	2	1056	BwB Partners
Carelink A/S	47	116	4	1017	Dansk Gen. skifte
Scan Global Log.	8	3	-2	570	CVC Capital
One.Com A/S	34	22	6	478	Cinven
System Transport	18	15	3	445	Industri Udvikling
Adform A/S	6	7	1	437	Gro Capital
Audo A/S	13	27	-4	390	Polaris

Kilde: Selskabernes årsrapporter og Bisbase

TOP 100 PORTFØLJESELSKABER - NR. 1-50

Selskab	Bruttoresultat			EBITDA			ROIC			Antal ansatte			Ejer
	2022	2021	Ændr., %	2022	2021	Ændr., %	2022	2021	Ændr., %	2022	2021	Ændr., %	
Scan Global	721	507	2	789	537	2	8	3	570	424	342	43	CVC Capital
Globalconnect	705	676	0	367	370	0	-2	-1	3	576	497	-13	EQT
Adform A/S	617	606	0	68	93	1	6	7	437	820	729	34	Gro Capital
Silvan A/S	558	521	0	92	97	0	10	13	34	624	597	-2	Aurelius Equity
Louis Poulsen A/S	545	549	0	270	310	0	22	26	3	486	496	8	Investindustriel
Dot A/S	411	333	0	161	110	1	23	20	58	532	464	18	Jysk-Fynsk Kapital
Lagkagehuset A/S	409	409	0	-69	0	0	-24	-15	13	932	892	-2	Nordic Capital
Gram Equipment	354	324	0	77	77	1	7	10	137	529	454	22	FSN Capital
Danoffice It Aps	299	240	1	102	100	1	5	9	-13	250	187	97	Agilitas
Skiold A/S	292	458	0	18	133	-1	-7	2	-607	725	816	12	Solix Group
Spectre A/S	286	218	1	122	80	2	20	19	35	2785	2264	85	Industri Udvikling
Oterra A/S	271	354	0	-166	59	-3	-14	-4	-254	220	179	42	EQT
Airteam A/S	264	254	0	95	93	0	21	22	12	240	239	5	Ratos
Skamol A/S	264	226	0	133	96	1	13	7	141	258	427	-39	Etex
Tetra Pak	264	224	0	103	73	0	12	9	-17	402	406	-6	Solix Group
Sh Group A/S	255	207	0	42	17	0	5	0	23	311	296	2	BwB Partners
Polytech A/S	235	261	0	52	163	-1	1	147	-100	333	151	97	Verdane Capital
Sports Group DK	230	139	1	147	82	2	23	20	49	171	121	68	Industri Udvikling
Ganni A/S	220	209	1	127	140	1	22	37	18	171	135	53	L Catterton
Kvist Industries	213	194	0	15	16	0	1	2	-79	935	850	29	Industri Udvikling
Pr Electronics A/S	196	204	0	75	86	0	15	21	-14	194	200	-3	Kirk og AGIC
Helgstrand Dre.	185	170	2	155	141	4	24	28	339	91	85	18	SE Blue Equity
Creativ Company	183	184	0	61	62	1	8	12	6	295	324	14	Capidea
Transmedica A/S	183	168	0	16	4	3	26	4	1056	108	101	20	BwB Partners
One.Com A/S	180	162	1	84	66	1	34	22	478	158	153	17	Cinven
Carelink A/S	178	488	5	131	437	20	47	116	1017	1301	1486	93	DK Gen.skifte
Recover Aps	175	159	0	16	7	0	1	-8	52	269	260	10	EQT
Verdesk Aps	173	126	1	19	14	1	23	20	14	137	108	40	H.& F. og Permira
Vetgruppen A/S	172	100	2	-5	10	-5	-13	0	-127	328	182	207	Axcel
Phase One A/S	169	181	0	43	74	0	-3	9	57	200	189	-5	Axcel
Hobbii A/S	168	123	1	30	34	0	2	12	-91	265	233	119	Verdane Capital
Lakrids By Bülow	165	156	0	16	37	0	5	22	-72	119	105	8	Valedo Partners
Kp Components	164	161	0	32	37	1	7	8	346	265	240	20	Segulah
Cibicom A/S	160	170	0	102	114	0	5	6	-14	85	82	20	Agilitas
Bogballe A/S	157	127	1	119	93	1	102	97	45	64	55	12	Erhvervsinvest
System Transport	157	106	1	36	22	2	18	15	445	233	160	55	Industri Udvikling
Continia	157	102	1	63	37	2	32	38	15	111	83	42	VIA Equity
Aarstiderne A/S	150	196	0	-25	13	-1	-26	-3	-205	338	363	2	Tr. Org. Growth
Oase Outdoors	150	128	0	69	59	1	35	43	-3	76	74	12	Ratos
Picca Automation	149	101	1	46	34	1	16	49	-66	118	95	24	Axcel
S.A.C A/S	149	120	1	138	107	1	8	5	301	14	18	-30	JZ International
Mos Mosh A/S	146	124	0	117	101	0	31	36	-36	46	38	35	Findos Investor
Egiss A/S	144	98	1	63	55	1	9	10	-14	133	69	142	EMK Capital
Audo A/S	143	98	4	49	52	79	13	27	390	109	51	118	Polaris
Netip A/S	142	122	0	45	38	4	37	24	12573	168	157	-1	Adelis Equity
Envidan A/S	140	100	0	32	43	0	46	8	183	326	245	39	Waterland
Gubi A/S	135	174	1	80	130	1	45	82	19	66	62	14	Chr. Augustinus
Joe & The Juice	132	110	0	-28	-11	-25	-12	-17	87	637	343	135	General Atlantic
Link Logistics A/S	132	121	1	49	48	1	32	29	37	172	144	110	Polaris
Group Online A/S	131	121	0	37	38	0	11	14	-19	176	159	57	CataCap

Kilde: Selskabernes årsrapporter og BisBase

TOP 100 PORTFØLJESELSKABER - NR. 51-100

Selskab	Bruttoresultat			EBITDA			ROIC			Antal ansatte			Ejer
	2022	2021	Ændr., %	2022	2021	Ændr., %	2022	2021	Ændr., %	2022	2021	Ændr., %	
Swisspearl	131	91	71	44	42	132	9	14	1198	32	33	-3	Industri Udvikling
Sjørring M.fabrik	130	123	91	28	36	1091	9	16	191	178	154	10	Silverfleet
Collectia A/S	125	112	90	63	45	28	8	9	-26	140	145	46	Vendis Capital
Ferm Living Aps	124	120	76	75	84	69	25	26	-57	67	56	56	Industri Udvikling
Effecttion A/S	121	95	109	16	6	405	11	-2	345	208	187	106	Capidea
Maki A/S	119	119	99	83	87	19	53	64	9	68	61	26	EMK Capital
Covidence A/S	119	124	119	77	89	-14	37	63	-42	48	47	23	SE Blue Equity
Eltronic A/S	118	90	96	15	11	96	11	15	73	157	119	10	Adelis Equity
Generaxion A/S	118	92	91	38	24	34	43	45	11	166	146	11	Adelis Equity
Ssi Diagnostica A/S	116	265	170	-5	200	-105	1	29	-93	125	113	12	Triton
Geia Food A/S	110	126	129	57	74	-27	9	20	-63	87	80	16	Den Sociale kap.
Profilservice A/S	110	90	84	10	10	-18	31	30	3	220	182	36	Accent Equity
Lyngsoe Systems	109	100	101	17	16	8	11	7	99	129	120	2	CVC
Omada A/S	107	73	75	7	-11	129	-12	-16	50	222	207	23	Axcel
Eur. Sperm Bank	106	124	92	54	74	-10	30	52	-44	84	70	40	Quadrum Capital
Wingmen Solutions	105	66	49	31	22	121	23	30	-12	73	50	78	Axcel
Mountain Top	103	146	102	86	129	11	31	39	-27	163	186	-21	Axcel
Nissens Automotive	101	150	203	23	78	-84	2	10	-90	115	110	12	Zefyr Invest
Bramidan A/S	95	77	69	29	18	98	19	8	130	129	112	21	Adelis Equity
Mobilhouse A/S	94	73	65	68	50	58	8	6	1	105	116	0	Industri Udvikling
Aabo-Ideal A/S	93	77	53	11	9	205	2	3	115	129	127	8	Gro Capital
Secomea A/S	92	84	43	-3	20	-122	-5	28	-117	77	71	75	Waterland
Modstrøm DK	90	87	73	21	20	36	2	3	-26	134	142	4	Verdane Capital
Danelec Electronics	89	64	59	41	38	17	8	26	-75	71	30	129	Erhvervsinvest
Design Eyewear	89	103	61	23	59	33	16	31	104	97	89	10	Catacap
Nlm Vantinge A/S	88	58	43	75	45	142	73	55	70	21	20	5	Polaris
Sealing System A/S	86	62	50	21	9	288	11	4	300	111	90	34	Adelis Equity
Westpack A/S	86	96	69	54	64	29	29	27	-9	148	142	26	Privetq
Trendhim Aps	85	81	65	42	44	-1	37	43	-28	91	84	82	EQT
Sapiens Denmark	84	118	87	45	51	434	-12	-2	10	47	76	-49	Röko
Les Deux Aps	84	67	45	49	43	90	40	50	-13	92	64	197	Erhvervsinvest
Epoke A/S	83	77	77	25	16	72	15	5	161	135	131	1	Standard Inv.
Brands4Kids A/S	82	79	59	40	39	81	26	27	8	91	85	25	Zefyr Invest
Kvm A/S	81	91	67	21	33	120	16	28	82	155	147	12	VIA Equity
It Forum Gruppen	81	40	39	30	15	136	39	36	42	87	41	98	Catacap
Dafa A/S	81	108	89	18	36	-50	9	21	-28	118	123	-9	Trill Impact
Csis Security Group	80	53	72	-1	-5	-101	-3	-30	-103	66	71	-4	Nordic Capital
Unisport A/S	80	73	51	15	18	452	-1	1	88	178	146	19	Green Park Ind.
Kongskilde Ind.	79	71	54	27	16	140	8	3	2032	121	117	5	Executive Capital
Message A/S	77	91	71	10	31	-8	3	23	1	152	138	3	Full In Partners
Usercentrics A/S	77	48	29	26	11	148	31	18	3	61	54	97	Maj Invest Equity
Icotera A/S	76	76	63	64	63	22	12	17	-30	12	11	33	BridgePoint
Languagewire A/S	75	97	81	40	50	-5	3	4	214	48	52	9	Catacap
The Army Painter	75	61	44	48	37	88	68	47	56	55	57	45	Scope og Metric
Maileg Aps	74	74	46	61	61	74	58	56	23	27	24	23	Procuritas
Nature Planet Aps	73	47	36	40	25	135	9	10	-67	47	33	52	Gro Capital
Queue-It Aps	72	74	46	8	30	-64	-12	14	-207	137	93	117	VIA Equity
Mansoft A/S	72	63	89	-	-	-	21	18	8	109	95	-20	SE Blue Equity
Pack Tech A/S	72	126	101	24	46	-40	18	32	-53	52	64	-4	Capidea
Fairpoint Outdoors	67	67	51	18	25	-19	10	16	-39	49	44	63	CataCap

Kilde: Selskabernes årsrapporter og BisBase

HER ER KAPITALFONDENES FEM VINDERE OG TABERE

Tema om kapitalfondenes Top 100-porteføljeselskaber: Præstationerne er i høj grad præget af, hvor virksomhederne var i corona-året 2020, da vi ser på performance over de seneste tre år. Fagredaktør Carsten Steno gennemgår her udviklingen i de fem porteføljevirkomheder, der har klare sig bedst, og de fem porteføljeselskaber, der har klaret sig dårligst. Vi starter med de fem bedst performende porteføljeselskaber.

TEMA

Audo: Ejet af Polaris. Ebitda steget fra minus 1 mio. kr. i 2020 til 49 mio.

kr. i 2022: Da kapitalfonden Polaris i 2018 købte aktiemajoriteten i møbel- og designvirksomheden Menu, havde ingen forestillet sig, at vi to år senere løb ind i en corona-epidemi med alle de konsekvenser, den havde. Men for Menu, der i dag hedder Audo efter en fusion med et andet designbrand i Menu-regi, By Lassen, var den usikre periode ikke så ringe endda.

Nok var der problemer i forsyningskæden. Men samtidig brugte forbrugerne de penge, de ikke kunne rejse og spise for, på møbler, lamper og andet til hjemmet. Det har Audo og ejerfonden Polaris, der solgte aktiemajoriteten i 2022 til Design Holding, profiteret af. Audo har rettighederne til en stor produktportefølje skabt af danske designere, foruden Mogens Lassen, også Flemming Lassen og Ib Kofod-Larsen, og de sælger godt internationalt. Produkterne afsættes gennem mere end 60 forhandlere i hele verden, dog med hovedvægten på USA og Europa.

Care Link: Ejet af Dansk Generationsskifte. Ebitda steget fra 6 mio. kr. i 2020 til 131 mio. kr. i 2022. Coronaen har også en finger med i spillet i den store indtjningsvækst i Care Link, der har hovedkontor i Randers. Selskabet organiserede en stor del af de mange corona-tests, vi danskere fik i 2020 og 2021. Det var en særdeles lukrativ forretning for selskabet, der er stiftet i 2007 af sygeplejerske Mette Lynggren, som et vikarbureau indenfor sundhedssektoren.

I dag stilles der både sygeplejersker og læger til rådighed, og det er en ydelse, der i høj grad er behov for. Care Link har flere end 21.000 sundhedsfaglige ansatte i sit netværk.

Dansk Generationsskifte, en mindre kapitalfond stiftet

af den tidligere reklamemand og konservative politiker Jens Heimburger, købte aktiemajoriteten i 2019 og har siden udviklet virksomheden, bl.a. via en lang række opkøb. I 2023 er Care Link fusioneret med et andet selskab i Dansk Generationsskiftes portefølje, Marselisborg, der leverer jobrådgivning, konsulent- og it-ydelser til kommunerne. Helt så stor en indtjening som under coronaen er der ikke udsigt i de kommende år. Men yderligere vækst gennem opkøb står stadig på dagsordenen i den velindtjenende virksomhed.

Sjørring Maskinfabrik: Ejet af Dansk Ejerkapital. Ebitda er steget fra 2020 til 2022 fra minus 3 mio. kr. i 2020 til 28 mio. kr. i 2022. Sjørring Maskinfabrik, eller bare Sjørring, er en fabrik i Thy, der blev etableret i 1946 som en maskinproducent til landbruget. Fra 1974 begyndte man at satse på skovle til entreprenørmaskiner og udstyr til minedrift. Dansk Ejerkapital, der tidligere hed Industri Udvikling, købte sig ind i Sjørring som minoritetsaktionær i 2014. Siden har virksomheden gennemgået flere kriser, før det lykkedes at få produktionen fokuseret og delvis automatiseret med vægt kundespecifikke specialdesignede skovle, som nu efterspørges i betydeligt omfang.

Sjørring blev i 2022 endelig solgt til en svensk virksomhed, Terratech Group AB, og endte således som en god case for Dansk Ejerskifte.

Unisport: Ejet af Nordic Capital. EBITDA-vækst på 452 pct. fra 2020 til 2022. Fra 3 mio. kr. til 15 mio. kr. At sælge fodboldudstyr via nettet og med en effektiv markedsføring på de sociale medier, hvor 8 mio. unge følger Unisport, har vist sig at være en lukrativ forretning.

Unisport blev stiftet i 1995 og begyndte med at sælge fodboldtrøjer fra hele verden. Siden har Unisport udvidet sit sortiment med fodboldstøvler, fodboldgear og sportsmode. Unisport er i dag en af de største europæiske forhandlere af fodboldudstyr.

Hovedkontoret ligger i Albertslund, mens lagerfaciliteterne er samlet i en stor hal i Køge Logistikcenter. Virksomheden har en flagskib-forretning på Vimmelskiftet i København og en tilsvarende butik i Paris. I 2015 blev virksomheden købt af kapitalfonden Nordic Capital, der snart har ejet Unisport i ni år, så det må være på tide at skibe den af, hvis ellers den rette pris kan opnås

FORTSÆTTER PÅ NÆSTE SIDE »

« FORTSAT FRA FORRIGE SIDE

Effecttion: Ejet af Dansk Ejerkapital. Ebitda-vækst på 405 pct. Fra minus fem mio. kr. i 2020 til 16 mio. kr. i 2022. Effecttion A/S er skabt ved sammenlægning af to traditionsrige selskaber; K.T. Damgaard-Jensen A/S i Aarhus og BrandFactory Danmark A/S (tidligere Vangsgaard A/S), som begge leverer en bred palet af visuelle løsninger til bl.a. butikskæder, museer, forbrugerbrands og industri-virksomheder.

Sammen med fem ledende medarbejdere købte Dansk Ejerkapital i 2016 K.T. Damgaard-Jensen A/S fra hovedaktionæren som et generationsskifte ved management-buyout. Coronaen var hård ved den fusionerede virksomhed, men nu er udviklingen vendt.

Bund 5: Største tilbagegang i porteføljeselskaberne Joe & The Juice: Ejet af den svenske kapitalfond Valedo. Ebitda er faldet fra 1 mio. kr. i 2020 til minus 28 mio. kr. i 2022. En ting er at skabe et restaurant-koncept, der har succes i Danmark. Det lykkedes for Kasper Basse med flere at gøre, da de grundlagde Joe & The Juice i 2002. Juicen, de velsmagende sandwiches og den larmende musik tiltalte et yngre publikum.

Men at gøre konceptet til en global succes er anderledes svært. Stifterne fik den svenske kapitalfond Valedo ind over med kapital i 2013, men den internationale ekspansion har været op ad bakke. Senere kom den amerikanske kapitalfond General Atlantic med på vognen som mindretalsaktionær, og i 2023 købte amerikanerne svenskerne ud.

Der er i dag mere end 360 Joe & The Juice-outlets i verden. Især vil de nye hovedaktionærer satse stærkt på USA, hvor kæden har 70 restauranter. Selskabet bag Joe & The Juice har i de sidste tre år præsteret trecifrede millionunderskud.

VetGruppen: Ejet af Axcel. Ebitda er faldet fra minus 1 mio. kr. i 2020 til minus 5 mio. kr. i 2022. VetGruppen er en kæde af dyrlæge-klinikker. Den første kapitalfond, som blev taget ind som medejer, var Dansk Ejerkapital, der investerer som mindretalsaktionær. Men i 2021 blev VetGruppen videresolgt til Axcel, der ville investere i vækst og opkøbe endnu flere klinikker. Foruden i Danmark driver VetGruppen også klinikker i Norge.

Vækststrategien er dog dyr og har i første omgang

medført røde tal på bundlinjen. Alene i 2022 var der et minus på 42 mio. kr. VetGruppen er en klassisk buy- and build-case, hvor en kapitalfond går ind og organiserer en kæde, køber forretninger op og konsoliderer en branche. Men det er ikke altid let at få selvstændigt tænkende dyrlæger og ejerledere til at spille sammen i kæderegi.

Oterra: Ejet af den svenske kapitalfond EQT med et fald i Ebitda på 277 pct. – fra 93 mio. kr. i 2020 til minus 166 mio. kr. i 2022. Oterra (tidligere Chr. Hansen Natural Colors) er en global markedsleder inden for udvikling og produktion af naturlige farver til fødevarer og drikkevarer og har siden marts 2021 været ejet af kapitalfonden EQT. Der er tale om en klassisk "carveout" – udskilning af en virksomhed fra en større koncern.

EQT er i gang med at få Oterra til at vokse ved opkøb. Foreløbig er tre virksomheder indenfor Oterras forretningsområde erhvervet. Det er sket, mens markedet var præget af højkonjunktur, så spørgsmålet er, om de er købt for dyrt. Under alle omstændigheder ligger der en stor opgave i at integrere de allerede erhvervede virksomheder, og den bliver ikke mindre, hvis flere kommer til.

Årstiderne: Ejet af den hollandske kapitalfond Triodos. Ebitda-vækst på minus 131 pct. – fra 65 mio. kr. i 2020 til minus 25 mio. kr. i 2022. Den kendte måltidskasse-leverandør har haft det svært under coronaen. Kunder, der svigtede under epidemien, er endnu ikke kommet tilbage i fuldt omfang. I 2022 havde virksomheden det værste år i selskabets 25-årige historie med et underskud på 35 mio. kr. Store prisstigninger på råvarer og energi har ikke gjort situationen bedre.

Store planer om international ekspansion og egne butikker er droppet. Nu fokuseres der på en turnaround med fokus på kerneforretningen: Måltidskasserne.

Polytech: Ejet af norske Verdane. Ebitda er faldet med 81 pct. – fra 281 mio. kr. i 2020 til 52 mio. kr. i 2022. Polytech er underleverandør til vindmølleindustrien og producerer materialer, der beskytter vindmøllevinger mod hårdt vejr. Polytech har siden 2016 været ejet af den norske kapitalfond Verdane, der nu har fået en anden norsk kapitalfond, FSN, ind som medejer.

Hele vindmølleindustrien har været i krise i de senere år, men både i Verdane og FSN tror man alligevel på fremtiden.

ANALYSER FRA INTERNATIONALE FINANSHUSE

ING: Sådan kan krisen i Det Røde Hav påvirke råvarepriserne: "Attacks on commercial shipping in the Red Sea have recently intensified – and there doesn't appear to be any sign of tensions easing just yet. We have also seen retaliation from the US and UK in the form of carrying out airstrikes against the Houthis in Yemen. It remains unclear how the Houthis will respond to these attacks and whether they risk dragging in other actors within the region. But clearly, escalation raises both the risk of disruptions to flows and the likelihood that more shippers will reroute around Southern Africa. For commodity markets, the increased tension poses supply risks, with energy markets most vulnerable. However, for oil and LNG, we are not seeing any fundamental impact on supply yet." Læs hele analysen [her](#).

ABNamro: Sådan ses udviklingen på det europæiske marked for CO2-kvoter: "The EUA price has been witnessing a declining trend since the autumn of 2023, while it has also shown a high correlation with European gas prices more generally. The trends have continued this year, with the EUA price reaching a 15-month low in mid-January. Mild weather and slow economic activity reduced demand for ETS allowances from the power and industrial sectors. We expect the downward trend in EUA prices to continue in the near term on the weakness in the economy. January 2024 marks the extension of the European Emission Trading System to cover emissions from the shipping sector. The EUA price has been experiencing a declining trend since the autumn of 2023, reaching a twelve-month low of 63.89 EUR/tCO2 mid-January. The decline was driven by a number of factors. First of all, the decrease in European gas prices. Lower gas prices trigger a switch from coal to gas for power generation, and since gas has a relatively lower emission intensity, demand for EUAs is lower for the same power generated." Læs hele analysen [her](#).

JP Morgan: Sådan vil geopolitiske risici påvirke markedet i 2024: "Geopolitical risks have played a big role in markets over the past several years, and 2024 is expected to be no different. Over 40% of the world's population is eligible to vote in their national elections this year, which began

with the general election in Taiwan in mid-January and will conclude with the U.S. presidential election in November. Moreover, the continued war in Eastern Europe and the developing conflict in the Middle East may have investors uneasy about putting capital to work. The number of tankers transiting through the Red Sea have fallen by more than half over the past six months, suggesting passages have already redirected to avoid routes impacted by conflict." Læs hele analysen [her](#).

Citigroup: A Road Map for China's Transition Away from Property: "A recent report from Citi Research's Xiangrong Yu and team looks at how the Chinese government is searching beyond its ailing property sector for growth, with tech and innovation a big part of the plan. China's "de-property" process is proceeding as part of the country's still-fragile post-COVID recovery. The government seems to be pinning its hopes on three areas to take up the slack following the well-publicized malaise in the Chinese property market. 1. Tech and Innovation. 2. Advanced manufacturing. 3. Modern infrastructure. These emerging sectors could match the size of property and would consolidate China's status as "the world factory." Læs hele analysen [her](#).

Merril Lynch: Derfor fortætter de stramme rentespænd til kreditobligationer trods rentestigninger: "For several reasons, credit markets have remained unfazed in the face of the fastest interest rate hiking campaign in 40 years, with spreads narrow and appetite for riskier credit actually increasing in recent months. First, history suggests that credit spreads don't widen much until the contours of an economic downturn become apparent, which is nowhere near the current consensus forecast. Economic growth has continued to surprise to the upside (..) and the outlook for corporate earnings has improved, a favorable combination for corporate creditworthiness and credit spreads. Second, not only have corporate revenues been enhanced by unprecedented government stimulus, but corporations borrowed at historically low interest rates before the Fed started raising rates." Læs hele analysen [her](#).

MWL

ANALYTIKERESTIMATER: SPEKULATIV GEVINST I ØRSTED

Analytikernes begejstring for A.P. Møller-Mærsk fortsætter. Selskabets forventede Earnings Per Share (EPS) er hævet 133 pct. de seneste fire uger. Der er generel analytikeroptimisme omkring det kommende år.

Analytikernes forventninger til selskabernes EPS de kommende tolv måneder er stort set uændrede de seneste fire uger. Men med nogle enkelte betydelige undtagelser.

Den største undtagelse er A.P. Møller-Mærsk, hvor krisen i Mellemøsten lægger op til transportindtægter i en størrelsesorden, som ingen kalkulerede med for blot få

måneder siden.

Det er imidlertid værd at bemærke løftet på 12,5 pct. i forventningerne til Ørsted, da analytikerne her går imod den generelt negative stemning omkring Clean Energy. Den fremgår tydeligt i afkastudviklingen for ETF'er i år.

Det indikerer, at analytikerne betragter Ørsteds voldsomme kursfald i 2023 som overdrevet, og dermed kan der ligge en interessant reboundgevinst for den spekulative investor i denne aktie.

Bruno Japp

Analytikerestimer for ændringer i EPS (Earnings Per Share)

	Ændring i forventet EPS (NTM) seneste 4 uger (%)	Ændring i forventet EPS (NTM) seneste 12 uger (%)	Forventet vækst i EPS 2024-2025 (%)	Forventet EPS 2025	Forventet P/E 2025
Chr. Hansen Holding A/S	N/A	N/A	11,9	2,4	29,8
GN Store Nord A/S	132,6	-39,1	-99,9	0,0	N/M
Zealand Pharma A/S	12,5	-1,4	38,6	3,3	15,4
Vestas Wind Systems A/S	11,6	-9,9	76,5	1,2	51,4
Ambu A/S	9,0	21,4	52,6	0,3	52,7
Tryg A/S	7,3	17,8	4,8	3,0	21,2
Genmab A/S	4,9	2,1	3,7	11,1	6,4
Novo Nordisk A/S	3,1	6,8	19,3	3,6	27,1
ISS A/S	2,6	5,6	15,8	10,0	13,3
NKT A/S	2,4	24,3	121,4	1,2	21,3
Royal Unibrew A/S	1,3	-2,4	11,5	8,5	13,9
Demant A/S	1,2	4,5	9,2	2,1	8,2
Pandora A/S	0,9	4,7	2,8	3,3	7,6
Coloplast A/S	0,8	2,4	9,5	2,0	24,4
Jyske Bank A/S	0,7	-0,9	13,6	9,1	18,1
Novozymes A/S	0,5	-0,4	5,4	17,5	14,0
Nordea Bank Abp	0,4	2,3	15,4	2,1	19,7
A.P. Møller - Maersk A/S	0,4	4,9	6,3	1,2	16,1
Rockwool International A/S	0,3	-2,8	12,9	3,7	28,0
Danske Bank A/S	0,1	-4,1	16,9	4,1	14,0
Carlsberg A/S	-1,2	18,6	4,5	1,6	13,0
DSV Panalpina A/S	-1,6	0,3	32,7	15,1	16,8
Ørsted A/S	-2,6	7,5	25,5	1,7	13,1
Bavarian Nordic A/S	-3,1	-2,9	3,6	1,5	7,7

Kilde: Infront

Sådan læses tabellen: Tabellen viser, om aktieanalytikerne på det seneste har op- eller nedjusteret deres estimer for fremtidige overskud. **I første søjle** vises hvor meget aktieanalytikerne har ændret deres estimer for hvert enkelt selskab de seneste fire uger. Estimatet gælder overskuddet i løbet af de næste tolv måneder (NTM = Next Twelve Months) i forhold til den foregående periode på tolv måneder. Altså længden

af et regnskabsår.

I anden søjle vises hvor meget aktieanalytikerne har ændret deres estimer for hvert enkelt selskab de seneste tolv uger. **I tredje søjle** vises hvilken vækst i overskud per aktie, som forventes fra 2023 til 2024. **I fjerde søjle** vises analytikernes forventning til EPS i 2024. **I femte søjle** vises hvilken Price/Earnings aktieanalytikerne forventer for selskaberne i 2024.

SHORTPOSITIONEN I NOVOZYMES RAMT AF ARBITRAGE

Ugens største ændring i shortpositioner leveres nemlig af Novozymes, som i forvejen er børsens suverænt mest shortede aktie. Nu er shortandelen øget med yderligere 0,55 procentpoint.

Shortandelen i Novozymes nu oppe på mere end 13 pct. af selskabets egenkapital. I den forløbne uge øgede shorthandlerne deres positioner i Novozymes med 0,55 procentpoint.

Man skal dog være opmærksom på, at den store short-

position i Novozymes ikke er reel, fordi en stribe fonde lave arbitrage ved at købe Chr. Hansen-aktier og låne tilsvarende i Novozymes for at score kursforskellen i ombytningsforholdet ved den kommende sammenlægning.

Den næstmest shortede aktie er Netcompany med 9,44 pct., og her reducerede shorthandlerne deres andel med 0,25 procentpoint. Efter det flotte årsregnskab i torsdags kan vi formentlig forvente yderligere reduktion i næste uge.

Bruno Japp

Største stigninger og fald i shortpositioner

(Ændringer i procentpoint)	Ændring 1 uge	Ændring 4 uger	Aktuel (%)	1 uge (%)	4 uger (%)
Netcompany Group A/S	0,58	0,05	9,45	8,87	9,40
FLSmidth & Co. A/S	0,29	0,20	4,30	4,01	4,10
Dampskibsselskabet Norden A/S	0,11	0,09	0,99	0,88	0,90
Jyske Bank A/S	0,10	-0,20	0,40	0,30	0,60
Topdanmark A/S	0,10	0,09	0,39	0,29	0,30
Chr. Hansen Holding A/S	0,10	-0,30	0,10	0,00	0,40
Royal Unibrew A/S	0,08	0,07	1,57	1,49	1,50
Sydbank A/S	0,08	0,33	1,13	1,05	0,80
Genmab A/S	0,03	0,31	0,61	0,58	0,30
Noble Corporation Plc	0,02	-0,07	0,93	0,91	1,00
Ambu A/S	0,01	-1,03	3,27	3,26	4,30
DSV A/S	0,01	0,12	0,42	0,41	0,30
Bang & Olufsen A/S	-0,09	-0,10	0,30	0,39	0,40
Zealand Pharma A/S	-0,09	-0,20	3,80	3,89	4,00
Alm. Brand A/S	-0,10	0,00	0,20	0,30	0,20
Ørsted A/S	-0,10	-0,31	0,59	0,69	0,90
Coloplast A/S	-0,10	0,34	0,94	1,04	0,60
Rockwool A/S	-0,11	0,09	1,39	1,50	1,30
Demant A/S	-0,16	0,03	1,83	1,99	1,80
Carlsberg A/S	-0,16	-0,03	0,27	0,43	0,30
NKT A/S	-0,20	0,12	2,12	2,32	2,00
H. Lundbeck A/S	-0,20	-0,17	0,93	1,13	1,10
Pandora A/S	-0,20	-0,01	0,59	0,79	0,60
Bavarian Nordic A/S	-0,32	-0,75	7,15	7,47	7,90

Kilde: Finanstilsynet

Sådan læses tabellen: De professionelle investorer skal indmelde deres shortpositioner over 0,2% af selskabets aktiekapital til Finanstilsynet. Jo større shortposition, jo større er troen for aktiekursfald blandt typisk udenlandske shortfonde. "Ændring (procentpoint)" viser den seneste uges ændring i fondenes shortpositioner. Fald i shortposition indikerer, at fondene under

ét tilbagekøber aktier for at afdække deres positioner. Deres tro på kursfald er altså vigende. Øgning af shortpositioner viser, at fondene sælger lånte aktier for at øge deres position, og dermed øger deres spekulation i kursfald. Store shortpositioner kan udløse et såkaldt short squeeze med markante kursstigninger, hvis der kommer positive nyheder fra selskabet.

VÆR VARSOM MED DEN POSITIVE TEKNISKE STEMNING

I sidste uge stod de tekniske signaler i rødt over hele linjen. I denne uge er stemningen skiftet over i det positive hjørne med seks positive signaler og to negative signaler.

Ugens score på 6-2 giver umiddelbart indtryk af en positiv stemning på aktiemarkedet, og i hvert fald en betydelig bedre stemning end i sidste uge.

Det skal man imidlertid være forsigtig med at lægge for meget vægt på, da aktiemarkedet har en tendens til at overreagere på kort sigt. Ugens positive billede kan dermed

vide sig at være en korrektion, som på kort sigt kan lokke investorerne ind i "billige" aktier.

Vi bemærker, at fire af ugens seks positive signaler kommer fra finansaktierne Alm. Brand og Sydbank, mens de sidste to kommer fra de lidt mere spekulative aktier Trifork og ChemoMetec. Det indikerer, at der primært er tale om en justering i konkrete papirer end et generelt stemningsløft.

De negative signaler kommer fra Columbus og DFDS, og det bekræfter den manglende sammenhæng med en større sektorrotation.

Bruno Japp

TEKNISK ANALYSE

	Score			Kurs		Kursmål		Køb/Sælg/ Hold		Glidende gennemsnit				
	Aktuel	1 uge	4 uger	Aktuel	Lang sigt	Kort	Lang	MA20	MA50	MA200				
ChemoMetec	74	41	23	421	358	Køb	Sælg	389	Op	361	393	Op		
Schouw & Co.	74	53	68	567	652	Køb	Køb	548		524	526			
Sparekassen Sjælland-Fyn	72	73	53	207	238	Køb	Køb	201		200	191			
Bang & Olufsen	71	39	73	10	11	Hold	Køb	10	Op	10	Op	10	Op	
NNIT	71	34	65	89	88	Køb	Hold	86	Op	85	Op	81		
Københavns Lufthavne	67	47	26	5160	4386	Køb	Sælg	4765		4772	5435			
ALK-Abelló B	65	67	68	108	92	Køb	Sælg	101		93	85			
Brdr. A & O Johansen B	65	73	60	81	93	Køb	Køb	71		66	73			
Spar Nord Bank	64	65	47	112	128	Køb	Køb	107		105	107			
Boozt	63	50	61	86	73	Hold	Sælg	87		77	72			
DFDS	63	55	27	229	264	Hold	Køb	223		213	237			
H+H International	63	45	23	84	71	Hold	Sælg	81		79	85			
Torm A	63	62	15	217	249	Køb	Køb	207		208	191			
Ringkjøbing Landbobank	61	68	16	1005	1085	Køb	Køb	971		960	973			
Trifork Holding	60	58	46	119	137	Køb	Køb	110		108	129			
Columbus	59	74	65	7	8	Hold	Køb	7		7	7			
Nilfisk Holding	59	58	15	119	137	Hold	Køb	116		115	125			
Solar B	59	61	38	469	539	Hold	Køb	462		442	485			
Per Aarsleff Holding B	58	75	19	338	389	Køb	Køb	323		319	317			
Scandinavian Tobacco Group	58	57	49	122	141	Køb	Køb	119		116	116			
H. Lundbeck B	57	36	19	36	39	Køb	Køb	33		34	Op	35	Op	
Matas	57	68	60	126	145	Køb	Køb	114		106	96			
Alm. Brand	56	49	54	12	14	Hold	Køb	12		11	11			
Netcompany Group	53	15	47	224	237	Hold	Køb	224		222	Op	259		
Sydbank	49	42	16	305	350	Køb	Køb	293		296	311			

Note: Op/Ned viser, om signalet er ændret siden sidste uge. Tekniske signaler baseres på torsdagens kurser.

Sådan læses tabellen: ØU Formues Styrketabel er baseret på teknisk analyse og giver et bud på, hvilken styrke en given aktie har lige nu. Styrkescoren går fra nul til 100, og den aktuelle styrkescore sættes i forhold til styrken for en uge og fire uger siden.

Scoren er beregnet med input fra en række tekniske indikatorer, hvoraf de væsentligste er forskellige længder af glidende gennemsnit. Ud fra de anvendte data giver tabellen et bud på sandsynligheden for en kurs-

stigning, en neutral sidelæns bevægelse og et kursfald. Tidshorizonten er 1-4 uger.

I de tre talsøjler til højre i tabellen angives 20 dages glidende gennemsnit (MA20), 50 dages glidende gennemsnit (MA50) og 200 dages glidende gennemsnit (MA 200).

Grønne tal angiver, at den aktuelle kurs er over det glidende gennemsnit, hvilket indikerer en optrend. Røde tal angiver, at den aktuelle kurs er under det glidende gennemsnit, og indikerer en nedtrend.

ANALYSER FRA GLOBALE FINANSHUSE OG LEDENDE INDIKATORER:

Økonomisk Ugebrevs vigtigste formål er at give læserne bedre sigtbarhed omkring, hvad der ligger forude, når det gælder økonomiske konjunkturer, erhvervsmæssige tendenser og drivkræfter på de finansielle markeder. Hensigten med hevisningerne her på siden er at give læserne bedre grundlag for at træffe velinformerede beslutninger.

MAKROØKONOMISKE SIGNALER

PMI erhvervstillid lande og regioner

(Månedssdata fra S&P Global)

ISM erhvervstillid for USA

(Månedssdata fra ISM)

Economic Sentiment europæisk økonomi

(Daglige data fra Yardeni)

IFO erhvervstillid Tyskland

(Månedssdata fra IFO. Måling af erhvervstilliden i tysk erhvervsliv)

Citigroup Economic Surprise index

(Daglige data. Viser udvikling i makroøkonomiske nøgletal i forhold analytikernes forventninger)

Atlanta FED GDP Now indikator

(Daglige data for BNP i USA. Estimat af BNP-væksten i USA i det igangværende kvartal, baseret på hårde økonomisk nøgletal)

ZEW

(Tysk erhvervstillid)

ISM

(Amerikansk erhvervstillid)

Euro-coin.

(Månedlig indikator for europæisk økonomi (fra den italienske centralbank))

Small Business Survey

(Fra NFIB. månedlige data for forventninger i amerikanske smv-virksomheder)

US Forbrugertillid

(Månedlige data fra Conference Board)

Kalender over de vigtigste globale makronøgletal med konsensusforventninger

SIGNALER FOR FINANSMARKEDERNE

Tendens i amerikanske S&P 500 indeks

(S&P Future, som handles døgnet rundt. og som typisk afgør retningen på de vestlige aktiemarkeder)

VIX

(Amerikansk volatilitetsindeks, der siger noget om nervøsiteten på aktiemarkedet)

VVIX

(Volatilitet på VIX, indikator fremtidig udvikling i VIX)

SKEW

(Populært kaldet krak-indeks, dette indeks afspejler omfanget af aktieput-optioner out-of-money)

iTraxx Crossover

(Forsikringspæmie på europæiske erhvervsobligationer. Klik på market og derefter price)

CCC-ratede amerikanske erhvervsobligationer

(Renteudvikling på junk bonds)

Sektorrotation på det amerikanske aktiemarked

(Sektorrotationen giver indikationer på, hvilke sektorer, de professionelle investorer er på vej ind og på vej ud)

Kursudvikling i amerikanske regionalbanker

(I markedet ses der fortsat usikkerhed omkring de amerikanske regionalbanker, der har trukket milliarder af USD fra den amerikanske stats likviditetsnødhjælp)

LOVFORSLAG, BEKENDTGØRELSER OG RAPPORTER

Erhvervsministeren har nu indkaldt partier til forhandlinger om iværksættepakke: [Spørgsmål fra Folketinget Erhvervsudvalg](#): "Hvornår forventer ministeren at indkalde til iværksætterforhandlinger? Ministerens svar: Iværksætterudspillet er en vigtig prioritet for regeringen, som blandt andet er beskrevet i regeringsgrundlaget. Regeringen har i to omgange prioriteret yderligere midler til iværksætterstrategien ud over de 300 mio. kr., som regeringen afsatte i regeringsgrundlaget. I finansloven for 2024 er der afsat i alt 1,5 mia. kr. i 2024-2027 til iværksætterstrategien, og senest har regeringen med 2030-planen "Danmark rustet til fremtiden" fra november 2023 foreslået at prioritere 1 mia. kr. årligt i 2030 til iværksætterstrategien. De yderligere afsatte midler til iværksætterstrategien muliggør, at der kan udvikles og gennemføres flere initiativer, der giver et markant strukturelt løft af rammevilkårene for iværksætterne. Det arbejde er regeringen i fuld gang med. Jeg har desuden indkaldt alle Folketingets partier til en drøftelse af deres prioriteringer på iværksætterområdet."

Erhvervsministeren om øgede bæredygtighedskrav til SMV-virksomheder: I [et svar til Folketingets Erhvervsudvalg](#) skriver ministeren i forlængelse af spørgsmålet: "Hvad agter ministeren at gøre for at mindske byrderne for små og mellemstore virksomheder i forbindelse med ikrafttrædelsen af EU's nye bæredygtighedsdirektiv?", at "direktivet om bæredygtighedsrapportering (CSRD) omfatter ikke direkte de små og mellemstore virksomheder. Mange små og mellemstore virksomheder oplever dog allerede i dag at blive mødt af varierende bæredygtighedskrav fra fx deres kunder, ratingbureauer, samarbejdspartnere og finansielle relationer. I Erhvervsministeriet har vi igangsat en række konkrete indsatser, som skal understøtte små og mellemstore virksomheders arbejde med bæredygtighed og dokumentation. Erhvervsstyrelsen har i samarbejde med bl.a. Energistyrelsen, Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen, Forbrugerombudsmanden og Erhvervshusene lanceret en digital vejledningsindsats på Virksomhedsguiden om grøn og bæredygtig omstilling. Her kan virksomhederne finde lettilgængelig og konkret vejledning om bl.a. opgørelse af bæredygtighed ift. klima, cirkulær økonomi, ansvarlig virksomhedsadfærd, due diligence for bæredygtighed mv."

Sætter staten sig på kongehuset? Vil overtage forvaltning af kongens slotte, øge indsigt med kongehusets gaver, og S vil gerne have medaljer på, men giver mere økonomisk støtte til kongehuset: Erhvervsministeriet skriver på sin [hjemmeside](#): "Kongehuset skal – i lighed med virksomheder og myndigheder – i stigende grad løse sine opgaver med brug af digitale løsninger og moderne teknologi. Samtidig er det vigtigt, at kongehuset kan fortsætte og udvikle sine aktiviteter, der knytter sig til blandt andet rejser og repræsentative opgaver, erhvervsfremme og frivilligt arbejde både i Danmark og i udlandet. Regeringen vil også se positivt på en stærkere statslig rolle i vedligeholdelsen og moderniseringen af de kongelige slotte. Det er statslige ejendomme og vores fælles kulturarv, som vi som fællesskab bør værne om. Når vi vil skabe rammerne for, at vores kongehus med det nye kongepar kan fortsætte med at udvikle sig og være et aktiv for Danmark, må vi samlet set forvente at skulle afsætte flere ressourcer. Det er regeringen helt indstillet på."

Erhvervsstyrelsen forventer, at gennemgang af slutafregninger af erhvervslivets coronalån er klar om et år: I [et svar fra erhvervsministeren](#) oplyses det at "I forbindelse med sagsbehandlingen af slutafregningssagerne er der i flere tilfælde behov for at indgå i dialog med virksomhederne med henblik på at indhente supplerende dokumentation. For så vidt angår ventetiden for de afsluttede slutafregningssager afhænger den derfor i høj grad af, hvor hurtigt den pågældende virksomhed er vendt tilbage med svar og supplerende dokumentation til Erhvervsstyrelsen. Der kan derfor ikke oplyses noget generelt om ventetiden. For de resterende slutafregningssager forventer Erhvervsstyrelsen at have færdigbehandlet 95 pct. af slutafregningssagerne til sommer 2024, og ved udgangen af 2024 forventer styrelsen at have færdigbehandlet alle slutafregningssager med undtagelse af få sager pga. domstolstvister, kontrolforhold mv."

MWL

AKTUELLE FAGLIGE NYHEDSBREVE OG RAPPORTER

RAPPORTINDEKS

Titel og link	Tema	Udgiver	Type	Udgivet
Ændring af egnethedskrav i light-udbud (Ny)	Udbud	Kromann Reumert	Artikel	25.01.2024
Kommune frifundet i sag om myndighedssvigt (Ny)	Lovgivning	Horten	Artikel	18.01.2024
New bill with significant changes on the Danish Competition Act in consultation (Ny)	Konkurrence- & Patentret	Moalem Weitemeyer	Artikel	25.01.2024
En stor milepæl mod en CO₂-neutral fremtid er nået - Danmarks første hovedlov om transport af CO₂ er sat i høring (Ny)	ESG	DLA Piper	Artikel	23.01.2024
Børnebidrag - Ansvar og satser 2021 (Ny)	Viden	Njord Law Firm	Artikel	15.01.2024
TotalEnergies og European Energy indgår strategisk samarbejde (Ny)	M&A	Plesner	Artikel	23.01.2024
Carlsberg knapper året op med et køb af en betydelig andel af parterne i Mikkeller-koncernen	M&A	Kromann Reumert	Artikel	16.01.2024
Tiilsynsafgørelse om bestyrelsesvalg i andelsselskaber med varmedistribution	Ledelse	Horten	Artikel	16.01.2024
The political Agreement on the EU Artificial Intelligence Act ("the AI Act") and new important Judgments from the CJEU on GDPR Fines and Damages Actions	EU	Moalem Weitemeyer	Artikel	19.12.2023
DLA Piper har rådgivet kapitalfonden Capidea med køb af kapitalandele i Hvacon Marine Systems	Rådgivning	DLA Piper	Artikel	18.01.2024
EU-Domstolen frifinder Danmark i sag om 25-timersreglen	EU	Njord Law Firm	Artikel	21.12.2023
Plesner rådgiver om køb af 64 REMA 1000-ejendomme	Rådgivning	Plesner	Artikel	17.01.2024
Ændring af mindstekrav i IT-udbud: Hvor svært kan det være?	Udbud	Kromann Reumert	Artikel	21.12.2023
Infranode investerer i to danske biogasanlæg	Investering	Horten	Artikel	11.01.2024
Can AI be considered the inventor of a patent?	IT/Digital	Moalem Weitemeyer	Artikel	07.01.2024

DENNE SIDE ER SPONSORERET AF:

(Klik på logo og få adgang til flere ressourcer)



KROMANN
REUMERT

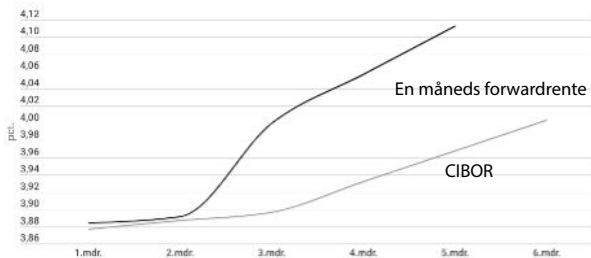
PLESNER

 Moalem
Weitemeyer

HORTEN

RENTE- OG VALUTA-GRAFIKKER

GRAFIK 2: KORTE RENTER OG FORVENTNINGER



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

Kilde: Økonomisk Ugebrev Research

GRAFIK 3: FRA-SATSER

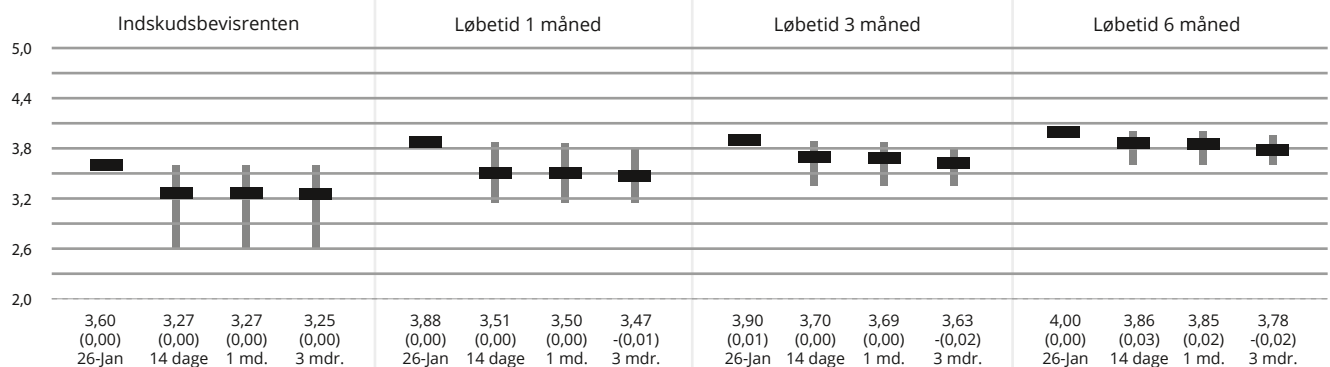
Rentesats i procent

Start	3 mdr. Bid	3 mdr. Ask
Jan-23	4,03	4,06
Mar-23	4,03	4,05
Aug-23	3,93	3,95
Oct-23	3,74	3,78

Ud for Jan-23 3 mdr. står 4,03. Det betyder, at man i dag kan aftale at placere indskud svarende til en tre-måneders CIBOR på 4,03 pct. fra Jan. 23 til Mar. 23. Tilsvarende kan man i dag aftale at låne svarende til en tre-måneders CIBOR på 4,06 pct. fra Jan. 23 til Mar. 23.

Kilde: Nykredit

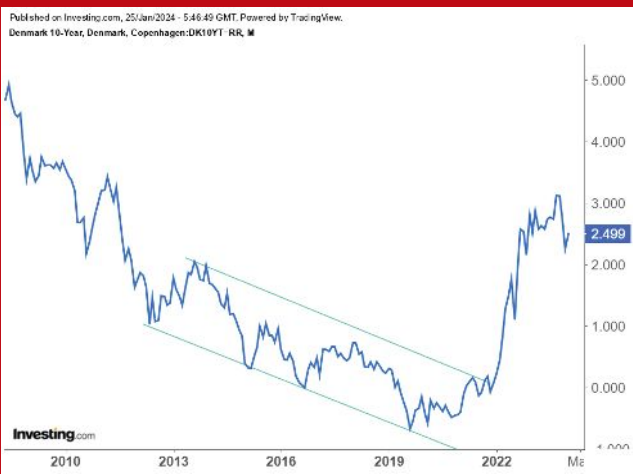
GRAFIK 1: FORECAST PÅ DEN KORTE RENTE



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

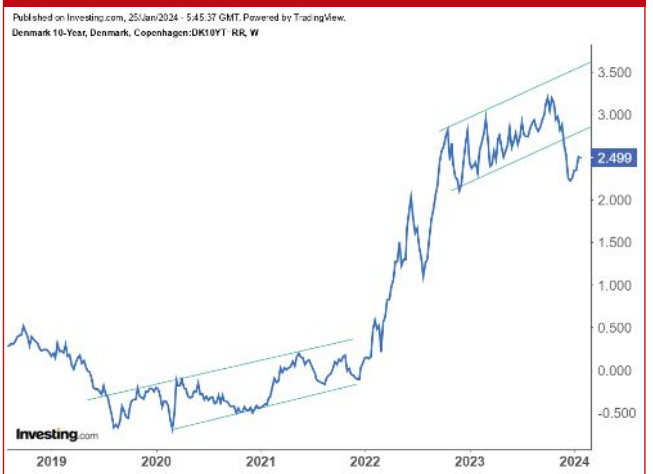
Panelet består af: Danske Markets, Jyske Bank og Nykredit Markets.

GRAFIK 3: DANSK 10-ÅRIG STATS OBLIGATION – LANGT SIGT

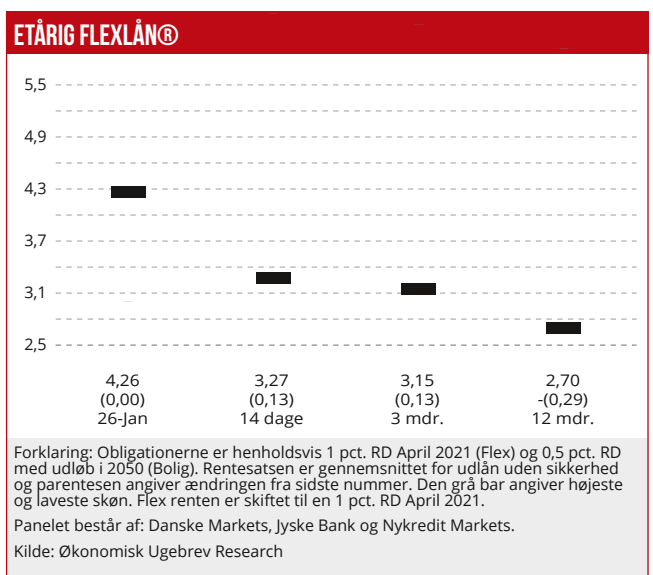
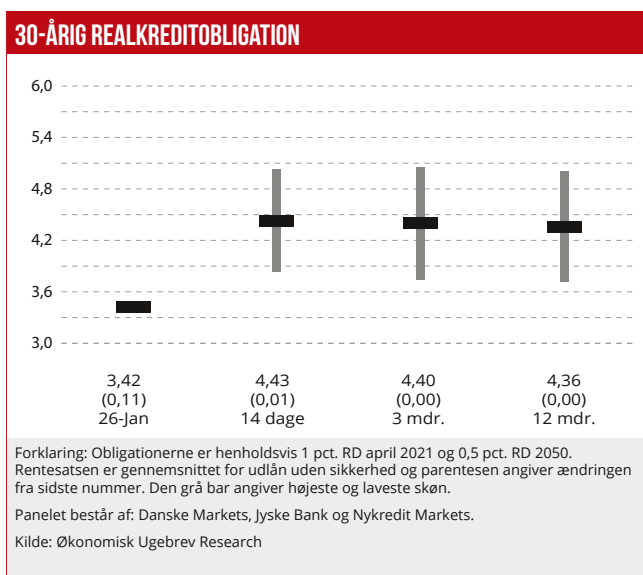
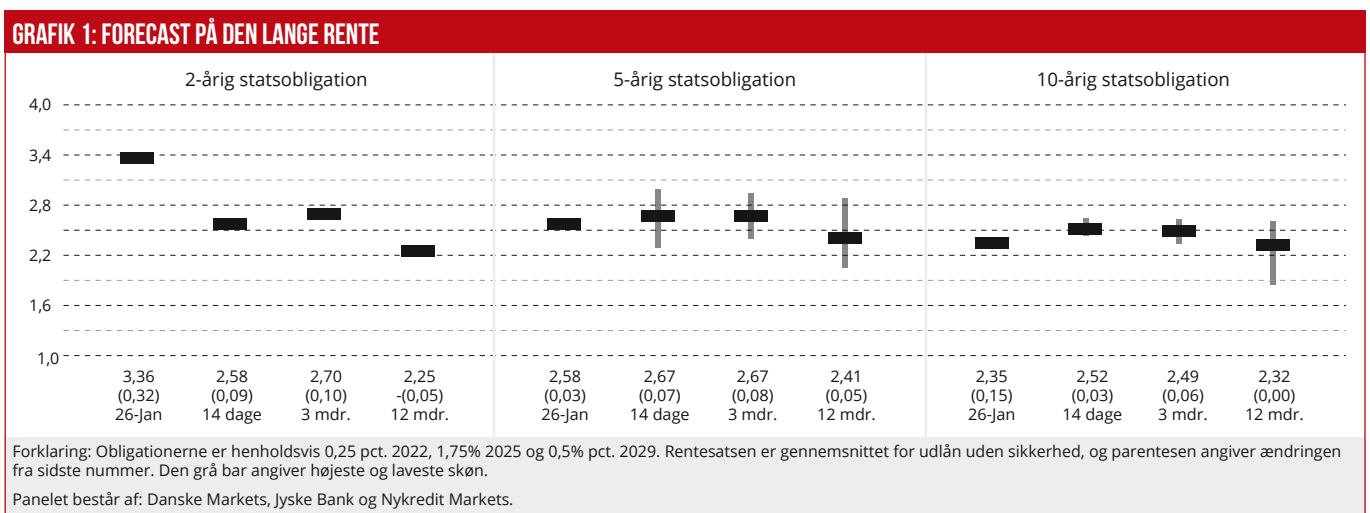


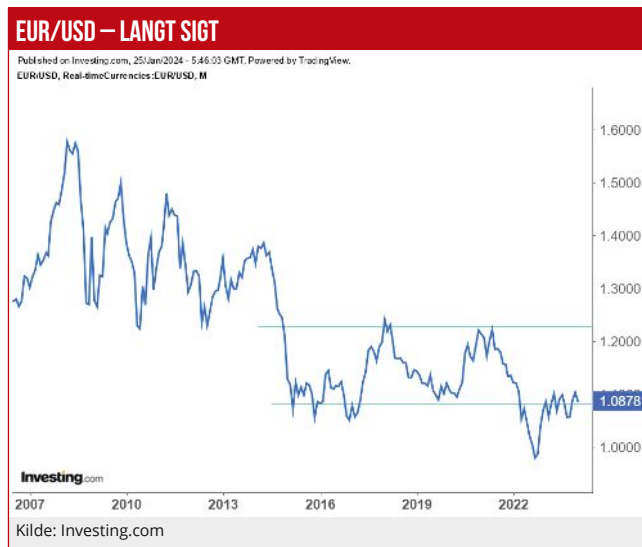
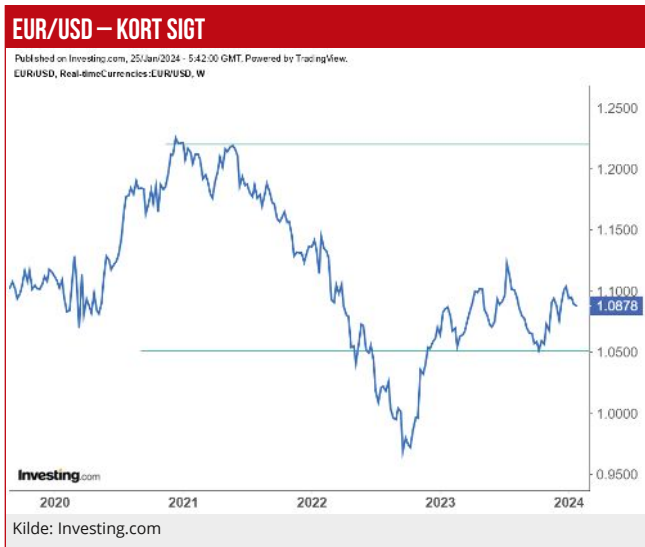
Kilde: Investing.com

GRAFIK 2: DANSK 10-ÅRIG STATS OBLIGATION – KORT SIGT



Kilde: Investing.com





FORECAST PÅ DE VIGTIGSTE VALUTAER

	Aktuelle kurs		Forventninger til valutakurser om:			Pris inkl. 6 mdr. Inkl. termin
	26/01/2024		1 måned	3 måneder	6 måneder	
EUR	7,45		7,46 (7,46-7,46)	7,45 (7,44-7,46)	7,44 (7,44-7,45)	7,44
GBP	8,71		8,59 (8,57-8,61)	8,50 (8,47-8,54)	8,45 (8,36-8,66)	8,66
SEK !	0,66		0,67 (0,66-0,67)	0,65 (0,65-0,66)	0,66 (0,64-0,69)	0,66
NOK !!!	0,66		0,66 (0,66-0,66)	0,67 (0,65-0,71)	0,68 (0,63-0,76)	0,65
CHF	7,95		7,97 (7,93-8,01)	7,96 (7,93-7,99)	7,96 (7,86-8,02)	8,02
PLN !	1,70		1,70 (1,7-1,7)	1,69 (1,69-1,69)	1,68 (1,66-1,7)	1,70
USD !	6,86		6,81 (6,78-6,84)	6,93 (6,8-7,15)	6,88 (6,66-7,09)	6,80
JPY ! (X100)	4,65		4,74 (4,7-4,78)	4,83 (4,76-4,9)	4,81 (4,69-5)	0,05
EUR/USD !	1,09		1,10 (1,09-1,1)	1,08 (1,04-1,1)	1,08 (1,05-1,12)	1,09

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:

- Danske Markets
- Jyske Bank
- Nykredit Markets

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 estimater fra analytikere. Kalenderfunktionen kan findes på dette [link](#).

KOLOFON

Økonomisk Ugebrev Finans/CFO udgives af:

Økonomisk Ugebrev A/S
Forbindelsesvej 12, 2. tv
2100 København Ø
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 6565 kr. eks. moms

For køb kontakt Sidsel Bøgh
sidsel@ugebrev.dk



Ansvh. chefredaktør

Morten W. Langer

Redaktion

Ejlif Thomasen
Peder Bjerger,
Carsten Vitoft
Sten Thorup Kristensen
Bruno Japp
Hugo Gaarden
Claus Strue Frederiksen

Redigering og layout

Josephine Daniel
Jesper Vorup
Jacob Fredslund Larsen
Laus Sørensen

Grafik og research

Rasmus Juhl
Jesper Vorup
Jacob Fredslund Larsen

Annoncesalg

Sidsel Bøgh, sidsel@ugebrev.dk

ISSN 1903 - 8666