



NU KOMMER SCHOUWS BIOMAR-IPO MED PRISSEDDEL PÅ 15-20 MIA.

Den langstrakte proces om en selvstændig børsnotering af Schouws datterselskab, fiskefoderselskabet BioMar, nærmer sig nu hurtigt enden, og en selvstændig børsnotering kan være nært forestående. Dermed får det danske aktiemarked med sikkerhed en stor børsnotering i år, hvilket er superpositivt. Et eventuelt provenu fra aktiesalget ventes at blive anvendt af Schouw og CEO Jens Bjerg Sørensen til nye investeringer.



PANDORA: TIDLIGERE AKTIESTJERNE SMADRET TIL UKENDELIGHED

En af de tidligere stjerner i det danske børsunivers, smykkevirksomheden Pandora, er det seneste år blevet smadret til ukendelighed – i hvert fald, hvis man spørger aktieanalytikerne. Siden maj 2025 har de halveret deres forventning til 2027-overskuddet, især på grund af en eksplosion i sølvpriserne. Hvad kan selskabets nye topchef gøre for at vende nedturen?

LEDELSE

- 03 Svækkelse i USD ændrer spilleregler i dansk erhverv
- 04 Thorborg om AI-boblen: Det kan blive slemt, før det bliver godt
- 06 Guide: Her er fem boostere af karrieren
- 07 Guide: Fem indsigter for topledelsen i 2026
- 08 AI: Erhvervslivets markedsføringsopgaver under forandring
- 09 Analyser fra finanshuse

SAMFUNDSANSVAR

- 10 Boganmeldelse: "Kunsten at kommunikere"
- 11 Guide til ØU Klima Rating 2026: Sådan opnås den højeste score

PERFORMANCE

- 13 Pandora: Tidligere aktiestjerne smadret til ukendelighed

- 14 Rockwool må efterlade for to mia. kr. kontanter i Rusland
- 16 Nu kommer Schouws BioMar-IPO med prisseddel 15-20 mia.
- 18 Analytikerne skærer hårdt i Boozt.com 2026-overskud
- 19 Formelding Q4-regnskaber: Kæmpe spænding om Novo

TEMA: TOP 100 UNOTEREDE RATING

- 20 Tema Top100 Unoterede: Disse stjerner skal vi holde øje med
- 23 Tabel: Top 100 Unoterede selskaber - Del 1
- 24 Tabel: Top 100 Unoterede selskaber - Del 2

OVERBLIK

- 25 Insights fra toprådgivere



Martin Thorborg, Co-founder/CEO Dinero

Toplederinterview med Martin Thorborg:- om AI-boblen: "Jeg kan eddermame love dig, at inden vi rammer 2029 og 2030, vil investorer smide deres Nvidia-aktier fra sig," siger han og forudser aktienedtur...[Side 4](#)

Boganmeldelse: "Kunsten at kommunikere". Kommunikationseksperter Jesper Klit har netop udgivet bogen "Kunsten at kommunikere", som her anmeldes af advokat Ole Borch. Han er begejstret...[Side 10](#)

Guide til ØUs Klima Rating 2026: Sådan opnås den højeste score. Økonomisk Ugebrev tilføjer to nye målepunkter til den årlige Klima Rating, der gør status over 100 store selskabers evne til at levere klimaresultater...[Side 11](#)

Formelding Q4-regnskaber: Kæmpe spænding om Novo Nordisks forventning til 2026. Især efter at analytikernes senest igen har nedjusteret deres estimater for dette års overskud. Q4 2025 ser dog bedre ud end Q3...[Side 19](#)



SVÆKKELSE I USD ÆNDRER SPILLEREGLER I DANSK ERHVERV

Kære læser

Den amerikanske dollar er i gang med en markant svækkelse, og euroen er de seneste uger brudt op gennem niveauet omkring 1,20 over for dollaren. Ifølge finanshuset ABN AMRO er bevægelsen i høj grad dollar-drevet og ikke et udtryk for en pludselig europæisk styrkehistorie.

Banken forventer endda, at EUR/USD kan bevæge sig mod 1,25 i løbet af 2026 og muligvis 1,30 i 2027 – primært på ryggen af en fortsat svag dollar.

For europæisk erhvervsliv er dollarens fald ikke blot en valutanyhed. Det har direkte konsekvenser for konkurrenceevne, importpriser, inflation og investeringsstrømme.

En stærkere euro betyder, at europæiske eksportvirksomheder får sværere ved at konkurrere på dollarmarkeder – især i USA, men også i store dele af verdenshandlen, hvor priserne ofte sættes i dollar.

Det rammer især industri, maskinproduktion, luksusvarer og bilsektoren, hvor marginerne allerede er under pres. Torsdagens USD-svækkelse udløste også øget nervøsitet på det europæiske aktiemarked.

Importen bliver billigere – og inflationen dæmpes

På den positive side bliver energi og råvarer billigere målt i euro, fordi de typisk handles i dollar. ABN AMRO vurderer dog, at effekten på inflationen i euroområdet er relativt begrænset – måske kun omkring 0,3 procentpoint over to år. Det betyder, at eurostyrken næppe alene ændrer ECB's kurs drastisk med hensyn til den korte rente.



Dollarens fald hænger sammen med en stigende global afdækning af dollareksponering. Finanshuset ING fremhæver, at markedet i stigende grad betvivler dollarens traditionelle safe haven-status, og at bevægelserne i øjeblikket er delvist "afkoblet fra makro og renter". Det kan føre til større kapitaltilstrømning til Europa og en strukturel ændring i investorernes valutapræferencer.

Dollarens fald skyldes en kombination af flere faktorer:

1) Politisk signal om accept af en svagere dollar. SEB peger på, at Donald Trump igen har mindet markederne om, at han ikke har noget imod en svagere dollar – hvilket straks udløste yderligere fald i dollaren. Valutamarkeder reagerer kraftigt på politiske signaler, fordi de påvirker forventningerne til fremtidig amerikansk politik.

2) Mistillid til dollarens rolle som sikker havn. ING understreger, at risikoen for endnu et "major leg lower" i dollaren fortsat er forhøjet, og at pessimismen endnu ikke er afviklet. Markedet handler i stigende grad på temaet om "USD debasement" – altså en strukturel udhuling af dollarens værdi.

3) Federal Reserve mister kortsigtet gennemslagskraft. Normalt ville en mere høgeagtig Fed støtte dollaren, men ING konstaterer, at dollarens reaktion på renteforventninger i øjeblikket er meget begrænset. Det betyder, at dollaren i højere grad drives af kapitalstrømme og politisk risiko end af renteudsigter.

ABN AMRO forventer en fortsat gradvis stigning i EUR/USD over de kommende år, men understreger også, at det primært skyldes dollarfaktorer snarere end euroens fundamentale styrke. En fortsat svag dollar vil være en strukturel udfordring for europæisk eksport – og også for en stribe danske eksportvirksomheder med et stort salg i USD.

Den udfordring bør topcheferne begynde at forholde sig til, hvis de ikke allerede har gjort det.

God læselyst

Morten W. Langer

Chefredaktør

THORBORG OM AI-BOBLEN: DET KAN BLIVE SLEMT, FØR DET BLIVER GODT

Lige nu vakler investorernes tillid til de positive effekter af AI for det brede erhvervsliv. Gevinsterne på de store investeringer udebliver. I tre år har "hans" virksomhed Dinero alene haft omkostninger på AI, uden at høste gevinster på investeringerne. "Det er kernen i diskussionen" Og "jeg kan eddermame love dig, at inden vi rammer 2029 og 2030, vil investorer smide deres Nvidia-aktier fra sig. Vi kan sagtens komme til at se en nedtur som under dotcom undervejs", fortæller Thorborg i dette interview med fagredaktør Peder Bjerger.

LEDELSE

I marts 2000 faldt aktiekurserne på NASDAQ drastisk, først med 10 pct. i løbet af de første uger. Alle holdt vejret og håbede på, at nedturen var slut. Men frem mod oktober 2002 accelererede nedturen voldsomt med et samlet fald på 78 pct. fra toppen. Investorerne tabte enorme summer på de før så feterede dotcom-kometer.

Om markederne nu står over for en lignende nedtur på AI-aktierne er et spørgsmål, [analytikere verden over har forsøgt at besvare de sidste måneder](#).

Ifølge Martin Thorborg er der dog væsentlige forskelle på den nedtur, han i sin tid oplevede med sin startup Jubii under dotcom-boblen, og den aktuelle udvikling indenfor AI. I dag er han chef for regnskabstjenesten Dinero, en startup han var med til at drive frem mod millionsalg til den norske Visma-koncern. Også her er AI et tema, der står øverst på dagsordenen.

Martin Thorborg advarer dog mod at tro på hurtige gevinster på AI. Inden for de næste to til tre år vil virksomheder skulle investere mange penge, før gevinsterne for alvor slår igennem i regnskaberne. Han fremhæver Dinero som en case, hvor man tidligt implementerede AI.

"Da ChatGPT kom for lidt over tre år siden, kaldte jeg firmaet sammen, og fortalte dem, at AI kom til at forandre ret mange ting, særligt i supportfunktionen. Vi gik ud ad rigtigt mange blindgyder i det arbejde. Vi begyndte med at træne ChatGPT på de hundredvis af supportartikler, vi har om alt fra reset af passwords til skattespørgsmål.

Vi fandt ud af, at hvis AI ikke kunne finde svaret der, gik den selv ud på nettet og fandt et eller andet. Og det var sjældent særligt godt. Så lukkede vi for det. ChatGPT blandede også regler for ApS og A/S sammen."

Ifølge Thorborg er det blot et par eksempler på forløbet.

"Det tog to og et halvt år, før virksomheden reelt fik gavn af det. Nu efter tre år bliver 70 pct. af opgaverne i vores kundeservice håndteret med samme brugertilfredshed som af vores supportere. Det blev opnået i midten af sidste år, hvorefter vi er begyndt, stille og roligt, at skære ned på antallet af supportere", siger han.

Han skønner, at man vil kunne se en lille besparelse i Dineros regnskab for 2026, hvor den fulde gevinst først vil slå fuldt igennem i 2028-regnskabet. Groft sagt har det taget fem år, før virksomheden har fået et reelt udbytte af de penge og timer, der er blevet kastet ind i implementeringen af AI.

"I perioden 2023-2025 har jeg udelukkende haft omkostninger på AI uden at kunne høste på det. Det er kernen i diskussionen: Virksomhederne står med en ny teknologi, hvor vi var nogle af de eneste, som investerede så hårdt og så tidligt. Det skete først i 2024 og 2025. Det betyder, at rigtig mange virksomheder først kommer til at se noget som helst på top- og bundlinje i 2029 og 2030, fordi de er kommet senere i gang. Så de første år står de alene foran højere omkostninger på arbejdet med AI.

Netop derfor ser man mange kritikere, der fremhæver alle omkostningerne og de manglende besparelser. Ligesom under dotcom begynder investorerne at tabe troen på, at revolutionen overhovedet kommer. Nøjagtigt som under dotcom-boblen kommer en flok, der siger, at det hele var overvurderet: Dengang sagde de, at det hele kun var egnet til porno og underholdning."

Ifølge Martin Thorborg er den skepsis født af, at "... for邪skelsen har ramt virkeligheden". Skepsis understøttes også af, at mange faggrupper er bange for at miste deres job. Ligesom under dotcom er der en enorm interesse i at tale teknologien ned.

Igen har omverdenen glemt, at det typisk tager tid, før en teknologi for alvor slår igennem, lyder hans pointe. Ganske som tidligere er der andre som Elon Musk, som overdriver effekten og hastigheden på de teknologiske forandringer.

Som et eksempel nævner Thorborg, at han selv i 1997 spåede, at papiravisen ville være død inden for fem år. I dag får han Børsen leveret til døren hver weekend.

"Men jeg kan eddermame love dig, at inden vi rammer

FORTSÆTTES PÅ NÆSTE SIDE ►

« FORTSAT FRA FORRIGE SIDE

2029 og 2030, vil investorer smide deres Nvidia-aktier fra sig. Vi vil se en masse små succeshistorier henad vejen, men det vil ikke være nok til at overbevise markedet. Vi kan sagtens komme til at se en nedtur som under dotcom undervejs. Den store forskel er, at AI-selskaberne rent faktisk tjener penge, og det gjorde mange jo ikke under dot-com. Det kan betyde, at en nedtur måske undgås, men det er også den eneste grund, som jeg ser det."

Du nævnte besparelserne på support i Dinero. Ser du AI primært som et defensivt redskab til at opnå besparelser?

"Nej, det vil være forkert. Eksemplet med Dinero-support var bare et af flere. I min udviklingsafdeling har jeg tolv AI-folk, som kun arbejder med at udvikle offensive AI-produkter. Vi har lige gjort en AI tilgængelig for de første 10-15.000 brugere. Resten af vores 102.000 brugere får også vores nye AI-model inden for den næste uge eller 14 dage."

Dineros nye AI gør det muligt for brugerne at få analyseret, om kundernes oplevelse af virksomheden passer med det, den lover på sin website, fortæller Martin Thorborg. Det er også muligt at analysere konkurrenter og leverandører, eller at få systemet til at agere som en slags virtuel CFO, der rapporterer om mulige likviditetsproblemer.

"Det meste er i drift i dag på de største brugere, vi har. Lige nu ser vi på, om vi kan forbedre det, så også mindre virksomheder kan få fornøjelse af det."

Hvad har dotcom-tiden lært dig, som du ikke ville være foruden i dag midt i AI-udviklingen?

"Tålmodighed og mavefornemmelse. Jeg tror på, at det bliver stort. Derfor er det bare at holde snuden i sporet, og lade være med at lytte til alle mulige andre. Jeg kan med mine egne øjne se, hvordan det kan forandre min hverdag og virksomhed.

Det betyder, at vi vil se det samme i andre virksomheder. Men det vil ske langsommere, end jeg først troede, fordi mennesker generelt er meget konservative eller træge. Hvis man i årtier har gjort tingene på én måde, smider man det ikke bare til side.

Selv da Øresundsbroen stod færdig, var der mange, som alligevel tog færgen over. Mennesker har det med at holde fast i det, de er trygge ved. Og det vil vi også se ske med AI. Jeg ved, hvad det her ender med: AI vil komme ind i alt omkring os. Og selv den mest konservative vil blive omgivet af AI uden at lægge mærke til det."

Hvordan skal man som leder håndtere AI i sin virksomhed set med dine øjne?

"Man er nødt til at håndtere det positivt for at få medarbejderne med. Jeg kan med det samme sige, at det er et meget stort ledelsesmæssigt arbejde. Jeg har selv arbejdet med det de sidste tre år. Basalt har jeg skullet skabe entusiasme omkring en teknologi, der kan koste folk deres jobs.

Det er en svær opgave. Lige nu har jeg f.eks. 30 udviklere siddende, hvoraf de fire bedste er sat til at udvikle AI-systemer, der kan programmere selv. Jeg tror ikke, at det er en svær ledelsesopgave at få medarbejdere til at udvikle noget, der i sidste ende kan koste arbejdspladser i deres egen afdeling.

Jeg siger ikke, at det vil ske. Men der er en risiko, som de alle godt er klar over. Når de spørger mig, om det vil koste arbejdspladser, må jeg sige, at det ved jeg simpelthen ikke. I vores support har det kostet arbejdspladser. Men det er primært studerende, der har det som studiejobs.

Taler vi om udviklere, gælder det om at sige klart: Jeg ved ikke, hvad fremtiden bringer, men jeg ved én ting, og det er, at hvis man som udvikler ikke omfavner AI, har man i hvert fald ingen fremtid. Koster det dig jobbet, er du i hvert fald klædt på til at få et job et andet sted."

Men er realiteten ikke, at teknologiske omvæltninger har skabt nye jobs i stedet for dem, der forsvandt?

"Måske og måske ikke. Historisk set har du ret. Nye landvindinger har skabt nye industrier, vækst og job. Jeg kunne bare frygte, at vi står i en situation, hvor det bliver anderledes, fordi det er en revolution, der kommer så hurtigt, og rammer så bredt inden for så mange brancher. AI vil f.eks. gøre, at transportbranchen bliver fuldautomatiseret på et eller andet tidspunkt.

Ser vi på min virksomhed, kunne jeg i dag skære antallet af medarbejdere ret meget og beholde den samme indtjening og omsætning. Dinero er bare så profitabel, at jeg vælger at investere i at give den gas for at blive endnu større. Men virksomheder eller det offentlige med et sigte om at spare på omkostningerne kan vælge en anden strategi.

Tag f.eks. kommunernes borgerservice, hvor man med en effektiv AI-løsning kan spare 70 pct. af medarbejderne væk. Er man Djøfer i dag, har du målskive malet midt i panden. Og i modsætning til tidligere kommer det til at gå rigtig hurtigt."

GUIDE: HER ER FEM BOOSTERE AF KARRIEREN

Selvom tiden er præget af geopolitisk uro og generel usikkerhed i makroøkonomien, behøver det ikke gå udover karrieren. Det er sjældent en dårlig idé at styrke sin position, gøre sig endnu mere attraktiv på jobmarkedet – uanset tiden man befinder sig i.

PRAKTISK LEDELSE

For at fremme sin karriere er der en række konkrete greb, man kan tage fat i – både for at skabe fremdrift her og nu, men også for at stå stærkere på længere sigt. [Korn Ferry](#) kommer helt konkret med fem idéer til, hvordan man kan opgradere sin egen karriere.

1) Fokuser internt. Når markedet føles usikkert, kan det være en god idé at starte dér, hvor man allerede er. Tag et kig rundt i egen virksomhed. Hvor er der udviklingsmuligheder? Relevante kompetencer, der kan styrkes? Eller måske en anden afdeling, der trækker?

Man kan starte med at tage dialogen med sin leder. Eller involvere HR, hvis det giver mening. Snakke karriereudvikling, ønsker for fremtiden og muligheder. Når man har sat ord på sine ambitioner, er man ligesom i gang. De fleste ledere er interesserede i at holde deres medarbejdere tilfredse og under udvikling. Det er kun positivt, at man viser engagement og er interesseret i at holde sin udvikling i gang.

Hvis man er interesseret i at gå i en lidt anden retning, kan man også gå efter opgaver, der bygger bro mellem andre afdelinger. Man kan dygtiggøre sig på andre felter: melde sig til kurser, tage certificeringer.

Små skridt kan gøre stor forskel over tid. Mulighederne er egentlig uendelige. Og ofte tættere på, end man tror. Det vigtigste er, at man viser initiativ. Gør det klart, at man ønsker bevægelse i sit arbejdsliv.

2) Netværk, netværk, netværk. Ja, det kan være irriterende, at netværk altid kommer op som råd. Men det er fordi det virker. Flere undersøgelser viser, at op mod 85 pct. af ansættelser sker via netværk – og det tal taler sit eget tydelige sprog.

Til gengæld er det krævende at opbygge og vedligeholde et stærkt netværk. Det kræver tid, engagement og vedholdenhed. Det er noget man bygger op over år. Derfor er det heller ikke noget, man bør vente med, til man er job-søgende. Start i god tid. Jo tidligere, jo bedre.

Husk også, at et solidt netværk går begge veje. Man får mest værdi, når man også selv investerer tid og kræfter i at hjælpe andre – deler viden, sparrer og introducerer folk for hinanden. Når man aktivt bidrager til andres netværk, styrker man samtidig sit eget. Et stærkt netværk vil uden tvivl forøge ens chancer for karriereboost.

3) Opbyg gode rutiner. Når man har et mål, man gerne vil opnå, er det aldrig en dum idé at strukturere processen dertil. Man har et mål, men hvordan kommer man derhen? Man bør sætte tingene i system, lave en struktur, en plan. Pense den ud, blive konkret. Sæt delmål. Følg op løbende.

Det kan være en kvartalsvis status på færdigheder. Klare læringsmål. Eller måske en lille gruppe betroede sparingspartnere – ens eget uformelle 'board of advisors'. Pointen er at skabe vaner og rutiner, der holder en på sporet. Rutinerne skal hjælpe med at bevare fokus. Sikre at man løbende rykker tættere på sit mål.

En helt lavpraktisk manøvre er at blokke tid i kalenderen. Tid til læring, tid til refleksion. Tid til de opgaver, der dygtiggør og udvikler. På den måde tager man styring over sin egen tid – i stedet for at lade kalenderen styre.

4) Prioriter menneskelige færdigheder. Fokuser på de ikke-rutineprægede opgaver. De opgaver, der ikke lige om lidt alligevel bliver overtaget af AI. De opgaver, der kræver menneskelige færdigheder. Kreativitet, kommunikation, emotionel intelligens. Jo mere teknologi og AI overtager rutineopgaver, desto mere værdi får det menneskelige.

Evnen til at forstå andre, tænke nyt, skabe relationer, navigere i komplekse situationer. Det er kompetencer, der kan trænes. Gennem feedback, samarbejde, svære samtaler. Det er et helt oplagt sted at lægge sin udviklingsenergi.

5) Tag en pause. Det lyder simpelt, men pauser er undervurderede. At tage en pause, træde et skridt tilbage, kan være meget produktivt. Få afstand, se tingene udefra, tænke på noget helt andet. Det giver klarhed – især før store beslutninger. At komme væk fra støj og distraktioner skaber ro og perspektiv. Og perspektiv bringer ofte én tættere på det, der faktisk betyder noget. Det gælder også, når det kommer til ens arbejdsliv.

Længere tid væk er godt, men man behøver ikke nødvendigvis tage orlov i et halvt år. Små pauser i løbet af dagen gør også en forskel. Hvor man får tid til at trække vejret og danne sig overblik.

MAL

GUIDE: FEM INDSIGTER FOR TOPLEDELSEN I 2026

Konstant forandring, mere ustabilitet, uro er blevet nogle af tidens grundvilkår for topchefen. Hvad betyder det for ledelsespraksis anno 2026? Konsulenthuset [Egon Zehnder](#) kommer med fem bud på, hvad der kommer til at definere resten af året rent ledelsesmæssigt.

PRAKTISK LEDELSE

Førhen kom og gik de urolige tider. Der var lange perioder med balance og stabilitet ind i mellem. Nu er forandringer i omverdenen blevet en konstant. Konsulenthuset Egon Zehnder har taget et kig frem på året 2026 for at forstå, hvad der kommer til at være i fokus. Altså - hvad vil det konkret kræve at være topleder i 2026?

Tilpasning er 'the new normal'. Evnen til at tilpasse sig, være fleksibel, er ikke længere noget, der adskiller de stærkeste ledere fra resten. I 2026 er det et grundvilkår. Verden er præget af vedvarende omskiftelighed. Usikkerhed er ikke længere en undtagelse, men en permanent tilstand.

Man kan ikke længere lægge en plan og regne med, at den bliver udført præcis, som man havde tænkt. I stedet må man konstant kalibrere. Tilpasning og fleksibilitet skal opbygges som 'muscle memory' hos ledere – en integreret del af ledelsespraksis.

Den udvikling har også konsekvenser på det personlige plan. At arbejde i et mere ustabil og hektisk miljø er mentalt krævende. For mange ledere betyder det, at der bør være langt større bevidsthed om restitution og pauser.

At holde ferie og reelt koble af. Slukke telefonen, holde helt fri. At investere i opbyggende daglige rutiner, så de kan møde ind med overskud til at klare de udfordringer, der måtte opstå.

CEO-rollen udvider sig. I 2026 handler CEO-rollen ikke kun om at levere resultater på bundlinjen. Den handler i stigende grad også om den indflydelse, de har på samfundet som helhed. Flere CEO'er udtaler, at de ikke længere udelukkende ser sig selv som virksomhedsledere.

De ser deres CEO-rolle som værende med til at forme den samfundsmæssige virkelighed. Gennem de valg, de tager. De mennesker, der ansættes. Det talent, der udvikles. Den kultur og de værdier, der opbygges. Governance, innovation og prioriteringer.

Det betyder også, at formål og impact fylder mere i lederrollen. CEO'er forventes at navigere med større bevidsthed

om konsekvenser – både internt og eksternt. Rollen kræver nysgerrighed, ydmyghed og løbende selvudvikling.

Team- og bestyrelsesdynamikker i fokus. Hvor de seneste år i høj grad har haft fokus på den enkelte leders udvikling, vil 2026 være året, hvor teamdynamikker og samarbejde er i centrum. Hvordan forskellige kompetencer bringes i spil. Hvordan man spiller hinanden bedre. Og hvordan relationer, kommunikation og tillid påvirker den samlede pulje.

Egon Zehnder spår, at der vil være øget fokus på relationen mellem CEO og bestyrelsesformand. En særdeles vigtig relation. En relation, der bør prioriteres aktivt, så der kan opbygges gensidig tillid. Det kræver hyppigere dialog, løbende updates og sparring.

Bestyrelsesmedlemmer bør desuden sikre, at deres kompetencer forbliver relevante i forhold til fremtidens udfordringer. Bestyrelsen bør ikke sammensættes baseret på tidligere præstationer, men derimod på aktuelle kompetencer. Samtidig vil der blive lagt øget vægt på feedback.

Succession er en integreret del af CEO-jobbet. Succession har længe været et vanskeligt og ofte fejlhåndteret emne. Det er blevet nedprioriteret, ofte fordi det kan være ubehageligt at tale om. I 2026 bliver det tydeligt, at succession ikke kan behandles som et enkeltstående event, der først adresseres, når behovet opstår.

Det er en løbende proces. Bestyrelser og CEO'er skal tage ansvar for en åben og ærlig dialog om fremtidigt lederskab. Flere kandidater bør identificeres og engageres tidligt, så man altid har flere relevante kandidater i pipeline.

AI ændrer workflows. I 2025 har fokus primært været på AI-eksperimenter, pilotprojekter og potentialet. I 2026 flytter fokus sig mod en reel AI-integration. Det betyder, at workflows, beslutningsprocesser og teamdynamikker kommer til at ændre sig. Det betyder også, at ledere får en central rolle i at redesigne roller, arbejdsstrukturer – ja faktisk hele organisationen.

Formålet er, at mennesker og AI arbejder effektivt sammen. Samtidig opstår der et markant behov for kompetenceudvikling. Medarbejdere skal kunne lede AI-systemer, stille de rigtige spørgsmål og identificere fejl og bias. Evnen til at arbejde kvalificeret med AI bliver dermed en kernekompetence.

MAL

AI: ERHVERVSLIVETS MARKEDSFØRINGSOPGAVER UNDER FORANDRING

AI er i fuld gang med at ændre den måde erhvervslivets marketingsafdelinger arbejder på. De helt store erhvervsvirksomheder jagter omkostningsbesparelser, mens den øvrige del af erhvervslivet går efter at booste salgsvæksten. Det betyder nye roller og arbejdsformer i marketingfunktionen. Konsulenthuset [Spencer Stuart](#) tager pulsen på AI og marketing i deres nyeste survey.

PRAKTISK LEDELSE

Marketing og markedsføring er nogle af de discipliner, hvor AI for alvor kan gøre en forskel. Forandringerne har allerede været særligt tydelige indenfor tekstforfatning, produktion af content, dataanalyse – for bare for at nævne et lille udsnit.

Men det fulde potentiale er på ingen måde fuldt opnået endnu. Spencer Stuart har gennemført en survey blandt marketingledere og Chief Marketing Officers (CMO'er) for at tage temperaturen på, hvordan AI konkret anvendes i dag.

De store transformative forandringer lader stadig vente på sig, men til gengæld står forventningerne i kø.

De fleste CMO'er i undersøgelsen har allerede taget de første skridt og sat AI-pilotprojekter i gang. Næsten halvdelen er videre og i gang med at skalere løsninger, der allerede er testet i praksis. Alligevel er der ingen, der oplever, at AI endnu har transformeret deres marketingfunktion fuldt ud. Kun 3 pct. vurderer, at AI er integreret på tværs af alle marketingområder.

Billedet er derfor klart: AI har ændret måden, der arbejdes på. Arbejdsprocesser er blevet justeret og effektiviseret. Men de grundlæggende arbejdsgange – og den større transformation – mangler fortsat at ske.

Stigende forventninger

Til gengæld mærker mange CMO'er stigende forventninger. Flere peger på, at marketing står over for en kritisk periode. CEO'er og CFO'er skruer op for kravene om omkostningsbesparelser og øget effektivitet. De forventer, at der leveres konkrete resultater på den front inden for de næste to år – og det presser CMO'erne.

Indtil nu har fokus primært været på opkvalificering og rolleændringer frem for egentlige nedskæringer. Det billede er dog begyndt at skifte. I dag er det kun 17 pct. af CMO'erne, der oplever, at marketingafdelingen er blevet mindre end for tolv måneder siden. 69 pct. har

samme antal medarbejdere. Kun få er blevet flere. Men når blikket rettes mod de næste 12–24 måneder, ændrer forventningerne sig. 36 pct. forventer at reducere medarbejderstaben som følge af AI. Samtidig regner 54 pct. med at fastholde størrelsen, men med tydelige ændringer i roller og ansvarsområder.

Det peger på et skifte i, hvilke kompetencer der efterspørges. Klassiske roller inden for tekstforfatning og contentproduktion fylder mindre. Samtidig trækkes samarbejdet med eksterne bureauer i stigende grad hjem. Hertil kommer nye roller: Prompt engineers, data scientists og AI-fokuserede centres of excellence.

Der tegner sig et billede af en forskel mellem de helt store virksomheder og alle de andre. I de største virksomheder betragtes AI først og fremmest som et effektiviseringsværktøj. Fokus er på besparelser og produktivitet. 61 pct. forventer, at AI skal føre til lavere omkostninger og højere effektivitet. Til sammenligning gælder det kun for 23 pct. af de resterende virksomheder.

Det afspejler sig også i antal ansatte. 32 pct. af de store har allerede reduceret antal medarbejdere inden for de seneste tolv måneder, mod 13 pct. blandt de resterende.

Ser man fremad, forstærkes forskellen yderligere. 47 pct. af de store virksomheder forventer at skære yderligere i antallet af medarbejdere. Blandt de resterende er tallet 26 pct. Her er ambitionen sjældnere at gøre mindre, men i stedet oftere at kunne gøre mere.

De resterende virksomheder ser i højere grad AI som et middel til at øge kvaliteten, arbejde hurtigere og mere kreativt og åbne for nye former for innovation. Hvor de store optimerer, eksperimenterer de resterende.

Men ikke alt handler om implementering. CMO'erne blev spurgt om, hvad der overraskede dem ved arbejdet med AI – og hvad de ikke synes får nok opmærksomhed.

Her dukkede temaet om brandtillid op flere gange. Hvordan man bevarer sin troværdighed samtidig med at bruge AI. Flere peger på behovet for overvågning, klare rammer og et stærkt etisk kompas. Indhold må ikke være stødende, misvisende eller på anden måde skade brandet. Det kræver bevidste valg. Og en klar skelnen mellem, hvordan AI anvendes internt – og hvordan den møder forbrugerne eksternt.

MAL

ANALYSER FRA FINANSHUSE

SEB: Navigering i den næste Iran-konflikt

"Risikoen for endnu en krig mellem USA og Iran er vokset. Blot et halvt år efter "juni-krigen" i 2025 signalerer en massiv amerikansk militæropbygning en potentiel tilbagevenden til en konflikt med Iran.

Det islamiske regime er svækket... Det iranske regime står i øjeblikket over for sin største krise siden revolutionen, drevet af mange års økonomiske vanskeligheder, nylige civile uroligheder og en blodig undertrykkelse.

...men er stadig stærkt forankret. Siden krigen i 2025 har regimet genopbygget sit missilprogram og er forblevet ubøjeligt over for sit atomprogram. Organisatoriske ændringer i militæret kan have øget modstandsdygtigheden forud for en ny konflikt. Et direkte regimeskifte virker usandsynligt for nu.

En diplomatisk løsning er stadig fjern. En diplomatisk aftale i stedet for krig afhænger enten af en opblødning af amerikanske/israelske krav (hvilket er usandsynligt), eller Trump-administrationens evne til at overbevise det iranske regime om, at USA kan forårsage tilstrækkelig skade på regimet til at efterkomme krav om atom- og ballistiske missilprogrammer, samt støtte til regionale stedfortrædere.

Men i betragtning af den lave amerikanske indenlandske appetit på krig i Mellemøsten, finder det iranske regime muligvis ikke denne trussel troværdig."

Læs hele analysen [her](#)

ING: Europe proves it can act strategically as India deal seeds future growth

"European trade negotiators have finally found the fast lane. India and the European Union concluded a landmark agreement after nearly two decades of on-and-off talks. The deal marks another major step in the EU's push towards more strategic independence. Ursula von der Leyen, President of the European Commission, with Antonio Luis Santos da Costa, President of the European Council and Indian Prime Minister Narendra Modi.

The EU is chasing autonomy one deal at a time. Just two weeks after the [Mercosur deal was finally signed](#), following more than 25 years of negotiations, the EU concluded another major trade agreement nearly two decades in the making. During a brief visit to India, European Commission President Ursula von der Leyen finalised negotiations for the "mother of all deals", as she nicknamed the EU-India free trade agreement. The EU, the third-largest internal market (after China and India), has now entered a trade agreement with one of the world's largest economies, with more than 1.4 billion people and a GDP of approximately €3.4 trillion. Currently, India is the EU's ninth-largest trading partner by total trade in goods."

Læs hele analysen [her](#)

Morten W. Langer

BOGANMELDELSE: "KUNSTEN AT KOMMUNIKERE"

Kommunikationseksperter Jesper Klit har netop udgivet bogen "Kunsten at kommunikere". Professionel bestyrelsesformand, advokat Ole Borch, anmelder her bogen, og han er begejstret. Han henviser blandt andet til bogens budskab om "at styrketrænere sin performance ved at lade sig påvirke af andres feedback/kritik for til stadighed at forbedre sin egen performance".

SAMFUNDSANSVAR

"Kunst er det, man ikke kan. For hvis man kunne, var det jo ingen kunst." Sagt af Storm P – og værd at tænke over, med den titel Jesper Klit har valgt på sin nye bog. Ingen, der har oplevet Jesper Klit som formidler, vil betvivle, at den kunst kan han. Spørgsmålet er derfor, om han også kan lære kunsten fra sig? Med de tilføjende ord, at det at kommunikere i sig selv jo ikke er en kunst – det kan og gør vi alle.

Kunsten ligger i at få modtagerne til at forstå og acceptere de afsendte udsagn. Og det lykkes rigtigt godt i Jesper Klits nye bog, som er intet mindre end fremragende. Den er opdelt i ni dele om: selvindsigt; psykologi; kroppen; sproget; performance; historier; kultur; trends og endelig personlig forberedelse - hvor Jesper Klit kommer hele kompasset rundt og efterlader læseren særdeles godt klædt på.

Bogens undertitel er "117 råd, refleksioner, værktøjer og genveje, der gør dig til en effektiv kommunikator". Det er en grov underdrivelse. Tallet 117 er en reference til det antal korte, argumenterende og konstaterende kapitler, som de ni dele tilsammen indeholder.

Antallet af råd, refleksioner, værktøjer og genveje er i virkeligheden langt større. Forstået som alt fra overvejelser om ens konkrete og faglige evner. Om hvem man egentlig er – set i forhold til, hvad man selv tror. Om hvorledes man håndterer nervøsitet. Om hvem man kommunikerer til. Om hvordan man forstærker sin personlige gennemslagskraft. Om hvordan man får andre til at lytte. Om gamle og nye trends. Og opmuntrende til sidst, hvordan man kan og skal forberede sig på succes.

Målgruppen? Jesper Klit nævner i indledning og en del andre steder, at han har undervist og rådgivet topledere og politikere i hele den vide verden. Er det utidig pral, som redaktøren ikke har fået fjernet? Nej – det skal ses i den kontekst, at Jesper Klit endnu flere gange fremhæver vigtigheden i at arbejde med sig selv.

At styrketrænere sin performance ved at lade sig påvirke af andres feedback/kritik for til stadighed at forbedre sin egen performance. Bogen beskriver, hvordan alle de største sportsstjerner træner og varmer op før vigtige kampe. De går ikke bare ind på banen.

Omtalen af topledernes træning, og dermed bekræftelsen af, at også topledere konstant arbejder på at blive bedre, indrammer, at bogens målgruppe netop ikke kun er topledere. Målgruppen er alle, der ønsker at påvirke. Simplethen. Alle, der har ambitioner om at lede andre end sig selv. Topledere bør derfor give den til de unge på vej frem – og samtidigt læse den selv. F.eks. for at få rådgivning om, hvordan man motiverer de unge, der er på vej frem til at lytte til ældre!

Betyder det, at jeg er enig i alt i bogen 1:1? Havde jeg været redaktør, ville jeg have udeladt kapitel 111 – eller omskrevet det. Selv om hovedbudskabet om at lære af de bedste er top relevant, så er selve kapitlets form i min læsning i konflikt med en række af bogens andre råd.

Den kritik er jeg sikker på, at Jesper Klit kan leve med. For som han også skriver, er bogens mål ikke at please alle. Tværtimod råder Jesper Klit sine læsere til at undgå at falde i den fælde. Han tilråder selv en kritisk tilgang. Han beskriver selv sit mål om at få 85 pct. af sit publikum bag sig. Det er ambitiøst. Målt på min tilfredshed med denne bog som helhed, lander jeg langt over 90 pct. Det er en af de absolut bedste lærebøger, jeg har læst.

Uden undtagelse vil alle blive bedre til at få udtrykt det, de ønsker, hvis de reflekterende forholder sig til bogens mange råd. Med reference til en kendt kommunikation, som huskes af mere end 85 pct.: Køb. Køb. Køb.

Denne anmeldelse startede med et citat om kunst. Jeg slutter med de konfirmationsord, som pastor Thorkild Stamer, der konfirmerede mig for rundt 56 år siden, gav mig med: "Guds rige består ikke i ord, men i kraft".

Jesper Klits bog beskriver aldeles overbevisende, at kommunikation ikke består alene i ord, men i kraft. Og hvordan man får de kræfter. Men mit citat også fordi jeg ikke kan lade være - når nu Jesper Klit i bogen opfordrer til, at man generelt holder sig fra at bruge for mange citater. For han skriver jo også, at man skal huske at bevare sin egen stil.

Jesper Klit, "Kunsten at kommunikere", Akademikernes forlag

GUIDE TIL ØU KLIMA RATING 2026: SÅDAN OPNÅS DEN HØJESTE SCORE

Økonomisk Ugebrev tilføjer to nye målepunkter til den årlige Klima Rating, der gør status over 100 store selskabers evne til at levere klimaresultater. De nye målepunkter omhandler udviklingen i virksomhedernes samlede scope 1, 2 og 3 CO2-aftryk i fem år eller mere. Redaktør Claus Strue Frederiksen præsenterer her en udførlig guide til ØU Klima Rating 2026, der udkommer dette forår.

SAMFUNDSANSVAR

Økonomisk Ugebrevs Klima Rating 2026 udkommer i tre afdelinger opdelt på selskabskategorier, nemlig de store Life science selskaber, C25-selskaberne og 25 store unoterede selskaber. Vinderne i de to første kategorier kåres i foråret 2026, mens ratingen for de 25 store unoterede offentliggøres i efteråret.

Økonomisk Ugebrevs Klima Rating for 2026 gør status over de store danske selskabers aktuelle evner til at levere klimaresultater, baseret på otte konkrete målepunkter. Udover den traditionelle ØU Klima Rating har Økonomisk Ugebrev også udviklet en særlig klimarating for [banksektoren](#) og en for [pensionselskaber](#).

CO2-reduktionsmål Inspireret af SBTi

Seks af ratingens otte målepunkter angår CO2-reduktioner. De konkrete reduktionsmål er inspireret af Science Based Targets initiative (SBTi), der i sin [Progress Report](#) 2021 proklamerer: "An annual 4.2% emissions reduction is required for 1.5°C-aligned science-based targets. A typical SBTi-approved company has been even more ambitious than the 1.5°C trajectory, with a linear rate of 8.8% scope 1 and 2 reductions a year during the period with approved targets."

Da scope 1 og 2 for mange selskaber udgør en yderst beskeden del af deres samlede klimaaftryk, har vi valgt at lade ovenstående reduktionsmål omfatte scope 3, der omhandler værdikæden, herunder leverandører.

Udover de SBTi-inspirerede målepunkter indgår et målepunkt om transparens samt et målepunkt, der tildeler point til virksomheder, der anser klimadagsordenen for så væsentlig, at klimaresultater er en integreret del af topchefens bonusprogram. Der er en udførlig forklaring af de otte målepunkter nederst i denne artikel.

Nye målepunkter: Udvikling i CO2-aftryk på længere sigt

I 2025 introducerede vi to nye målepunkter, som omhandler udviklingen i virksomhedernes samlede scope 1, 2 og 3 CO2-aftryk på længere sigt end vores tidligere ratings. I år vil selskaber også blive bedømt på reduktionen i deres samlede CO2-aftryk fem år tilbage, eller til en af virksomheden selvvalgt baseline, der går længere tilbage.

Det første nye målepunkt – målepunkt 5 – tildeler virksomheder, der har reduceret deres samlede scope 1, 2 og 3 CO2-aftryk mindst 21 pct. de seneste fem år (fx 2025-20) 1 point. Hvis reduktionen er mindst 44 pct. tildeles 2 point.

Det andet nye målepunkt – målepunkt 6 – tildeler virksomheder, der har reduceret intensitetsaftrykket med mindst 21 pct. de seneste fem år 1 point. Hvis reduktionen er mindst 44 pct. tildeles 2 point.

I begge målepunkter kan virksomheder, der har sat en baseline, som går mere end fem år tilbage, opnå point, hvis de har reduceret CO2-aftrykket med mindst 4,2 eller 8,8 pct. om året i gennemsnit.

De to nye målepunkter erstatter målepunktet vedrørende reduktion i selskabernes scope 1 og 2 udledninger de seneste fem år. Scope 1 og 2 udgør for de fleste selskaber en meget begrænset del af det samlede klimaaftryk – vi har derfor valgt udelukkende at fokusere på udviklingen i det samlede aftryk, altså scope 1, 2 og 3.

Ændringerne af målepunkterne betyder, at selskaber i 2026 kan opnå 17 point i ØU Klima Rating, mod 15 i 2025.

Sigtet med ØU Klima Rating

De mest visionære og klima-ambitiøse virksomheder scorer ikke nødvendigvis højt i vores rating. Formålet med ratingen er først og fremmest at belønne det grønne resultat, ikke den grønne politik.

Vores rating er ikke perfekt. Men generelt vil virksomheder kun opnå gode placeringer i vores rating, hvis de på både kort og mellemlangt sigt har leveret klimaresultater i form af betydelige CO2-reduktioner, rapporterer ordentligt herom samt tager klima så alvorligt, at det er integreret i topchefbonussen. Omvendt vil virksomheder, der lader det blive ved skåltalerne, næppe kunne stryge helt til tops.

Data indsamles fra selskabernes egne rapporter

I lighed med de seneste to år indgår der i dette års rating

FORTSÆTTES PÅ NÆSTE SIDE ►

« FORTSAT FRA FORRIGE SIDE

kun data, som virksomhederne offentliggør i deres egne officielle rapporter. Vi har for år tilbage accepteret data indleveret til og udgivet af CDP, men det har vi valgt at holde op med, da CDP har begrænsninger på, hvor mange rapporter man kan tilgå som ekstern bruger (hvorved CDP-oplysninger ikke kan betragtes som offentligt tilgængelige).

Desuden udgiver virksomhederne selv hvert år omfattende ESG-rapporter e. lign., hvori klima spiller en central rolle – i det lys forekommer det rimeligt at forvente, at virksomhederne selv udgiver al relevant klimadata.

Forklaring af målepunkter

Målepunkt 1: Virksomheder, der har reduceret deres samlede scope 1, 2 og 3 udledninger med mindst 4,2 pct. i forhold til sidste år, tildeles 1 point. Virksomheder, der har reduceret deres samlede scope 1, 2 og 3 udledninger med mindst 8,8 pct. i forhold til sidste år, tildeles 2 point.

For at opnå point skal væsentlige dele af CO₂-aftrykket fra værdikæden indgå i virksomhedens scope 3 klimarapportering. Det betyder eksempelvis, at produktionsvirksomheder så vidt muligt skal inddrage aftrykket fra leverandørkæden (aftryk fra flyrejser og medarbejdernes transport til og fra arbejde er ikke nok). Desuden skal der være tale om opdateret scope 3 data, hvilket indebærer, at der skal være tale om 2025-data.

Målepunkt 2: Virksomheder, der har reduceret deres intensitetsaftryk (scope 1, 2 og 3), forstået som ton udledt CO₂ pr. omsat million kroner, med mindst 4,2 pct. i forhold til sidste år, tildeles 1 point. Virksomheder, der har reduceret deres intensitetsaftryk med mindst 8,8 pct. i forhold til sidste år, tildeles 2 point.

Målepunkt 3: Virksomheder, der de seneste tre år har reduceret deres samlede scope 1, 2 og 3 udledninger med mindst 12,6 pct., tildeles 1 point. Virksomheder, der de seneste tre år har reduceret deres samlede scope 1, 2 og 3 udledninger med mindst 26,4 pct., tildeles 2 point. De seneste tre år skal forstås som tre år tilbage fra 2025 til 2022.

Målepunkt 4: Virksomheder, der de seneste tre år har reduceret deres intensitetsaftryk (scope 1, 2 og 3), forstået som ton udledt CO₂ pr. omsat million kroner, med mindst 12,6 pct., tildeles 1 point. Virksomheder, der de seneste tre år har reduceret deres intensitetsaftryk med mindst 26,4 pct., tildeles 2 point.

Målepunkt 5: Virksomheder, der de seneste fem år har reduceret deres samlede scope 1, 2 og 3 udledninger med mindst 21 pct., tildeles 1 point. Virksomheder, der de seneste fem år har reduceret deres samlede scope 1, 2 og 3 udledninger med mindst 44 pct., tildeles 2 point.

Virksomheder, der har sat en baseline for de samlede scope

1, 2 og 3 udledninger, som går mere end fem år tilbage, kan opnå 1 point, hvis de har reduceret det samlede scope 1, 2 og 3 aftryk med mindst 4,2 pct. om året i gennemsnit – en gennemsnitlig årlig reduktion på 8,8 pct. giver 2 point.

Målepunkt 6: Virksomheder, der de seneste fem år har reduceret deres intensitetsaftryk (scope 1, 2 og 3), forstået som ton udledt CO₂ pr. omsat million kroner, med mindst 21 pct., tildeles 1 point. Virksomheder, der de seneste fem år har reduceret deres intensitetsaftryk med mindst 44 pct., tildeles 2 point.

Virksomheder, der har sat en baseline, som går mere end fem år tilbage, kan opnå 1 point, hvis selskabet har reduceret intensitetsaftrykket med mindst 4,2 pct. om året i gennemsnit. Hvis den gennemsnitlige årlige reduktion er mindst 8,8 pct., tildeles 2 point.

Målepunkt 7: Virksomheder, der rapporterer om deres scope 1, 2 og 3 udledninger for 2025, tildeles 1 point. Virksomheder, der rapporterer om deres scope 1, 2 og 3 udledninger for 2025, 2024 og 2023, tildeles 2 point. Virksomheder, der rapporterer om deres scope 1, 2 og 3 udledninger for 2025, 2024, 2023, 2022 og 2021, tildeles 3 point. For at opnå point skal betydelige dele af værdikædefaftrykket indgå i scope 3 rapportering.

Målepunkt 8: Virksomheder, hvor det af deres vederlagsrapport, årsrapport, bæredygtighedsrapport eller ESG-rapport klart fremgår, at der indgår klimakomponenter i topchefens bonusprogrammer, tildeles 1 point. Virksomheder, der i deres vederlagsrapport, årsrapport, bæredygtighedsrapport eller ESG-rapport klart har oplyst, at der indgår klimakomponenter i topchefens bonusprogram, og hvor det samtidig klart fremgår, at klimakomponenterne udgør mindst 10 pct. af enten det kortsigtede eller langsigtede incitamentprogram, tildeles 2 point.

Virksomheder, der ikke har integreret klimakomponenter i topchefens bonusprogrammer eller ikke har oplyst klart herom, tildeles 0 point. Med klart menes, at det skal fremgå af ovenfor nævnte dokumenter, at topchefbonussen bl. a. afhænger af virksomhedens klimaresultater (og ikke blot af ESG, bæredygtighed mm.).

PANDORA: TIDLIGERE AKTIESTJERNE SMADRET TIL UKENDELIGHED

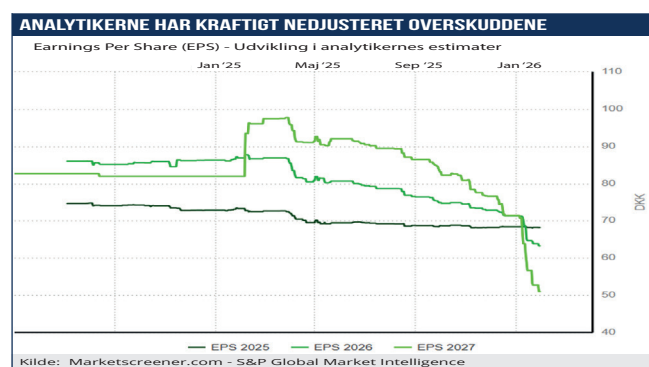
En af de tidligere stjerner i det danske børsunivers, smykkevirksomheden Pandora, er det seneste år blevet smadret til ukendelighed – i hvert fald, hvis man spørger aktieanalytikerne. Siden maj 2025 har de halveret deres forventning til 2027-overskuddet, især på grund af en eksplosion i sølvpriserne, som er vigtigste råvare i Pandoras smykker. Hvad kan selskabets nye topchef gøre for at vende nedturen? Chefredaktør Morten W. Langer har set nærmere på casen.

PERFORMANCE

Gennem en længere årrække har Pandora under ledelse af CEO Alexander Lacik været en af de absolutte stjerner på det danske aktiemarked. Kvartal efter kvartal er der blevet leveret, ofte bedre end forventet med opjusteringer, og ledelsen har været en yndling hos analytikerne på grund af en stærk flerstrengt strategi, som har givet stor sikkerhed for fortsat vækst, en overbevisende kommunikation og væksthistorier både i produktbredde og geografi.

Den underliggende positive historie er intakt. Men det er bare blevet meget, meget sværere nu. Den nye CEO kommer til at stå foran nogle meget svære år, hvor der skal eksperimenteres med alternativer til brug af sølv i smykker, herunder nye smykkekoncepter.

Når analytikerne de seneste ni måneder har nedjusteret deres estimat for overskuddet (EPS) næste år fra 100 kr. til 50 kr. er det ikke rent hysteri.



Pandoras ledelse har tidligere i en investorpræsentation oplyst om sølvindholdet i et gennemsnitligt Pandora-smykke, og i forhold til [denne planche](#) er sølvprisen næsten firedoblet fra 30 USD til 117 USD.

Det overraskende er, at analytikernes estimater først for alvor styrtdykkede, efter ledelsen kom med en lille

nedjustering af årsforventningen, især på baggrund af et svagere salg i USA november og december sidste år.

Så der har underliggende været en tro på, at ledelsen kunne navigere gennem den hårde modvind. Men tiltroen til den nye ledelse har muligvis ikke været den samme, som til afgåede Alexander Lacik, der formåede at navigere gennem tolduroligheder og andre modvinde. Og det slog altså pludselig negativt igennem i analytikernes syn på aktien.

Et mekanisk regnestykke viser tydeligt, hvad Pandoras ledelse står foran – altså, hvis den ikke gør noget for at neutralisere nedturen. For to år siden havde selskabet cost of goods på 20 kr. for hvert slutsalgs på 100 kr. Baseret på en sølvpris på 30 USD var prisen for sølv 6 kr., altså knap en tredjedel af cost of goods.

Siden er sølvprisen næsten firedoblet, hvorved sølvindholdet nu koster ca. 24 kr. Alt andet lige betyder det, at cost of goods er steget fra 20 kr. til 38 kr. per 100 salgskroner. Det betyder, at overskudsgraden næste år dykker til ca. 12 kr. mod tidligere 30 kr. Altså mere end en halvering.

Så galt tror analytikerne dog ikke det går. De forventer, at ledelsen vil foretage en stribe forretningsmæssige og strategiske greb for at afbøde nedturen. Det store spørgsmål er, hvad, hvordan og hvor meget – og om det virker.

Oplagt er det at kompensere de stigende sølvpriser med højere salgspriser på Pandoras smykker. Det har været muligt hidtil med større prisstigninger de seneste år. Senest har ledelsen dog nedtonet muligheden for prisforhøjelser ud over 2 pct. Ledelsen har også tidligere snakket om at anvende mindre sølv i de enkelte smykker eller alternative metaller, eksempelvis tin, som er meget billigere end sølv, men som heller ikke har samme branding-status som sølv.

For ikke at undergrave eksisterende kollektioner i sølv, kan det dog være nødvendigt at udvikle helt nye designlinjer, hvor anvendelse af andre metaller træder tydeligt igennem i markedsføringen. Det er dog meget usikkert, hvordan forbrugerne vil reagere på dette tiltag – og derfor er der aktuelt meget stor usikkerhed om indtjeningsudviklingen i Pandora næste år.

Den største positive effekt vil komme fra et fornyet prisfald på sølv. Ledelsen har tidligere oplyst, at sølvprisen er afdækket til en lavere indkøbspris for 70 pct. af produktionen frem til tredje kvartal. Det betyder alt andet lige, at den aktuelle prisforhøjelse først slår igennem i starten af næste år.

ROCKWOOL MÅ EFTERLADE FOR TO MIA. KR. KONTANTER I RUSLAND

Udover de tabte russiske fabrikker og deres indtjening i Rusland, må Rockwool også vinke farvel til et stort kontantbeløb. Rockwool synes i stigende grad at have forberedt sig på det i sin investorkommunikation, og det endegyldige papirtab af fabrikkerne har ikke fået stor betydning for aktien eller forretningen, når chokket har lagt sig. Risikobilledet ændrer sig i positiv retning.

PERFORMANCE

Da Rockwool endelig meldte ud, at mineraluldskoncernens russiske fabrikker var blevet nationaliseret af Putin, faldt aktien overraskende meget med 10 pct. efter store overskrifter i erhvervsmediernes. Efterfølgende er kursfaldet stort set blevet neutraliseret af nye kursstigninger.

Børsmeddelelsen fortalte, at Rockwool havde fået konfiskeret de fire russiske fabrikker med en bogført værdi på 3,5 mia. kr. (469 mio. euro), der nu må nedskrives fuldt ud.

Mere spektakulært er det, at der i det tal indgår et ganske stort kontantbeløb, som Rockwool nu må vinke farvel til. Der er tale om mere end 1,7 mia. kr. kontant, som udgør det oparbejdede overskud over mange år, som Rockwool kun i ringe grad er lykkedes med at trække hjem som udbytte. I 2024-rapporten oplyses det eksempelvis, at man har en ansøgning om udbytte til behandling hos myndighederne. Men den synes efterfølgende ikke at være godkendt.

I 3. kvartalsrapporten oplyste Rockwool, at man havde 230 mio. euro i "restricted cash" i den russiske forretning og en bogført egenkapital på 425 mio. euro. Sidstnævnte er steget til 469 mio. euro ved årets udgang. Så trods en mindre styrkelse af den russiske valuta hen over kvartalet, er det fair at antage, at kassebeholdningen er steget yderligere frem til udgangen af 2025. Udover de tabte fabrikker er det altså i underkanten af 2 mia. kr., som Rockwool nu må vinke farvel til.

For investorernes syn på Rockwool betyder tabet af den russiske forretning næppe meget, da det har været et svært ejerskab, som man ikke har haft kontrol over eller stor indsigt i. Og derfor har værdien af forretningen næppe været meget i værdiansættelsen af aktien.

At det endte med en konfiskation og nationalisering er - med tanke på Carlsberg - ikke en gigantisk overraskelse.

Rockwools ledelse har endda selv i risikobeskrivelsen i sin årsrapport 2024 luftet risikoen for, at de russiske aktiver kunne blive nationaliseret. Et forhold, der også blev spurgt ind til på generalforsamlingen i marts, men uden at det blev uddybet i nævneværdigt omfang.

Rockwool har fået stor kritik for sit "passive ejerskab", der i den grad har været passivt. F.eks. har CEO Jes Munk Hansen meget sigende efter eget udsagn aldrig haft en samtale med ledelsen på de russiske fabrikker, hvilket i den grad understreger det "passive ejerskab" som Rockwool har praktiseret som sit "russiske exit" og modtaget stor kritik for undervejs.

Samtidig har man i øvrigt doneret 500 mio. kr. over årene til en fond til gavn for Ukraine, hvilket er mere end de ca. 400 mio. kr. man har fået ud som udbytte de sidste par år.

Rockwool har også henover 2025 rapporteret de russiske aktiver mere og mere særskilt, hvilket sandsynligvis er en velovervejet beslutning baseret på kontakten med investorer, der har ønsket gennemsigtighed, og måske også en fornemmelse, af hvilken vej det kunne gå med ejerskabet.

I de første to kvartalsrapporter i 2025 har man blot oplyst niveauet for restricted cash, mens man i 3. kvartalsrapporten også oplyser den bogførte værdi på 425 mio. euro, mens de øvrige tal for den russiske forretning har været gemt i segmentet Østeuropa og Rusland.

Kursfald

Rockwool-aktien faldt omkring 10 pct. på meddelelsen, svarende til et fald i markedsværdi på lige over 4 mia. kr. Det stemmer nogenlunde overens med den nedskrivning af den bogførte værdi af den russiske forretning på 469 mio. EUR, der må forventes i det kommende årsregnskab.

Informationen er på nuværende tidspunkt begrænset, men Rockwool oplyste, at den russiske forretning rapporterede en omsætning på 261 mio. euro og et EBIT-resultat på 78 mio. euro for 2025, svarende til en flot og høj EBIT-margin på 29,9 pct. eller omkring det dobbelte af hele koncernens forventede margin for 2025 på 14-15 pct..

Med en forventet koncernomsætning omkring 4 mia. euro i 2025, udgør den russiske forretninger dermed en ganske begrænset del af omsætningen på kun 6-7 pct., hvilket flugter med ledelsens tidligere udmeldinger om at Rusland udgør under 10 pct. af koncernomsætningen.

FORTSÆTTES PÅ NÆSTE SIDE ►

« FORTSAT FRA FORRIGE SIDE

Til gengæld har EBIT-andelen qua den høje margin udgjort noget mere – omtrent den dobbelte vægt.

Selvom de fleste investorer og analytikere i praksis næppe har tillagt den russiske forretning stor betydning, så er den indledende kursreaktion nok et udtryk for, at alle konsensustal og regnskabstal fremadrettet bliver rensset for den russiske forretning, så på papiret bliver aktien dyrere. Kursfaldet kompenserer næsten for den tabte EBIT, der på papiret har udgjort op mod 15 pct. af koncern-EBIT.

Den forventede indtjening per aktie (EPS) ligger omkring to euro og marginalt stigende de kommende år, så aktien er nogenlunde fair prissat med en P/E omkring 13-14 stykker. De europæiske konjunkturer og en mulig fred i Ukraine bør være de afgørende drivere for aktien, når selskabet henter op mod 75 pct. af sin omsætning i Europa.

Senest ved årsregnskabet for 2025, der fremlægges 4. februar, vil der blive redegjort yderligere for alle de regnskabsmæssige konsekvenser af konfiskationen. Om Rockwool i øvrigt i sidste ende opnår nogen compensation er et kompliceret, langvarigt og formentlig meget politisk spørgsmål, som vi ikke skal gå nærmere ind i her.

Slutresultatet lige nu er reelt en større gennemsigthed om den regnskabsmæssige udvikling - og med Rusland helt ude af ligningen, er det oplagt at se Rockwool-investeringscasen i et lidt mere positivt lys nu og fremfor alt med lavere risiko, nu hvor plasteret er revet helt af.

Steen Albrechtsen

Hvor meget har Rockwool reelt doneret til Ukraine?

Officielt har Rockwool doneret en halv mia. kr. til genopbygningen af Ukraine, men reelt er beløbet indtil videre kun godt 100 mio. kr. Pengene har Rockwool nemlig doneret til en fond, som Rockwool selv har etableret, og hvor selskabets bestyrelsesformand Thomas Kähler er formand. Man kan altså diskutere, om der reelt er tale om en uafhængig fond, der kan agere uafhængigt af Rockwools interesser.

Ifølge CVR register er "Fonden for genopbygning af Ukraine" en dansk fond/selvejende institution med CVR-nummer 43927663, stiftet den 9. marts 2023 og registreret på Axeltorv 2, 1609 København V.

Konstruktionen virker speciel, fordi pengene kunne være sat i arbejde med det samme ved at give dem til den officielle genopbygningsfond for Ukraine. Ved at styre pengene ind i Rockwools "egen" fond kan man selv bestemme over anvendelse af pengene. Rockwool har oplyst, at det har været formålet at anvende pengene på byggeprojekter i Chernihiv-området.

Ifølge de seneste oplysninger er kun anvendt lidt over 100 mio. kr. på tre år. Forklaringen er angiveligt, at de ukrainske myndigheder - især Ukraines nationale antikorrupsionsagentur (NACP) - har Rockwool på en liste over "internationale krigssponsorer".

Det skyldes, at selskabet - indtil for nylig formelt - fortsat havde drift i Rusland, og via intermediære kanaler har haft leverancer til russiske statslige aktører, herunder forsvarssektoren. Dette kan betyde, at Rockwool kan blive udelukket fra offentlige udbud og kontrakter i Ukraine, herunder genopbygningsprojekter.

Rockwool har oplyst, at fonden beskæftiger sig med civile projekter i Ukraine, og har siden fonden blev stiftet i 2023 anvendt ca. 80 mio. kr. på blandt andet nødhjælp, varmeapparater, skolebusser, huse m.m., og på at forberede byggeri af ni etageejendomme i Chernihiv og Mykolaiv med over 450 lejligheder tilsammen. Byggerierne påbegyndes i starten af 2026, og efter det oplyste skal pengene ikke anvendes til indkøb af Rockwool-produkter.

NU KOMMER SCHOUWS BIOMAR-IPO MED PRISSEDDEL 15-20 MIA.

Den langstrakte proces om en selvstændig børsnotering af Schouws datterselskab, fiskefoderselskabet BioMar, nærmer sig enden, og en selvstændig børsnotering kan være nært forestående. Dermed får det danske aktiemarked i år med sikkerhed en stor børsnotering, hvilket er superpositivt. Et eventuelt provenu fra aktiesalget kommer næppe aktionærene til gode, men ser ud til at blive opsamlet i Schouw, så man har kapital til nye investeringer, skriver redaktør Steen Albrechtsen.

PERFORMANCE

Schouw offentliggjorde i efteråret 2024 planer om et muligt frasalg eller selvstændig børsnotering af konglomeratets klart største forretning, BioMar, der i runde tal udgør halvdelen af den samlede koncern. Processen har trukket ud, men der har hele tiden været fremskridt at spore i ledelsens kommunikation.

Først blev et bankkonsortium bestående af fire finanshuse udpeget, og sidenhen offentliggjorde man i december særskilte 2026-forventninger og 2030-målsætninger for BioMar og talte om en mulig børsnotering i 2026.

I denne uge fremlagde Schouw så sine egne foreløbige tal for 2025 og guidance for 2026, som i sig selv ikke var voldsomt bemærkelsesværdige og nok også marginalt skuffende. Mest interessant er det, at ledelsen også kommenterede konkret på BioMar inkl. offentliggørelsen af en selskabspræsentation på hele 88 sider, som tydeligvis er en vigtig del af IPO-bestræbelserne og klargøring af investorpublikummet.

Schouw laver dermed en undtagelse for BioMar fra den normale silent periode forud for årsregnskabet den 5. marts, hvilket alt andet lige indikerer, at en IPO nu er rykket meget tættere på: "Due to the ongoing evaluation of the possibility of a separate stock exchange listing of BioMar, additional details about BioMar are disclosed in a company presentation attached as an appendix to this announcement. The Board of Directors has, for the same reason, decided to exceptionally waive the company's usual practice of a 30-day silent period prior to the publication of the annual report in relation to BioMar."

Præsentationen af BioMar har i øvrigt en meget lang disclaimer, der meget tydeligt indikerer, at der er tale om

materiale i forbindelse med en IPO. Det er fortsat usikkert, hvilken værdi BioMar vurderes til, men det peger i retning af et to-cifret milliardbeløb.

Det flugter også pænt med EBIT-indtjeningen i 2026 på 1,1-1,2 mia. kr. med en gennemsnitlig vækst på 8-10 pct. frem til 2030, en høj pay-out ratio på mindst 50 pct. og en forholdsvis lav gældsætning på 1,2 x EBITDA.

Gearingen ligger dermed i bunden af den udmeldte målsætning på 1-2x og giver god plads til investeringer i R&D, kapacitet og opkøb, udover den finansieringsmulighed som en selvstændig børsnotering skaber.

Det meget grove interval for BioMars værdi er 10-20 mia. kr. Men hvis det for alvor skal give mening, skal værdiansættelsen helst lande i den øvre halvdel.

Meget afhænger naturligvis også af de helt konkrete IPO-vilkår, herunder hvor mange aktier Schouw vil sælge, og hvad der bliver kommunikeret om det fortsatte ejerskab. Basalt set, hvornår vil man sælge aktier igen?

Kan provenu kickstarte væksten i Schouw?

Med en IPO, der rykker tættere på, begynder et andet og måske mere interessant spørgsmål for aktionærene at rykke tættere på: Hvad har Schouw i sinde at gøre med det provenu, der formentlig kommer ud af børsintroduktionen på både kort og lang sigt?

Ifølge Schouws 3. kvartalsrapport og udtalelser på telefonkonferencen er det indtil videre ikke planen at sende et stort provenu fra en mulig IPO i retning af aktionærene.

I stedet skal der investeres endnu mere i de øvrige forretninger og måske i et helt nyt forretningsben, eller det som Schouw kalder en platformsinvestering: "The proceeds from a potential listing are expected to be reinvested in the existing portfolio businesses, with the possibility of expanding the portfolio through a new platform investment."

Det er også allerede nu kendt, at Schouw vil se et betydeligt fald i nettogælden i 2026 alene fra den eksisterende forretning pga. et forholdsvis lavt investeringsniveau og et stærkt cash flow. Der er altså udsigt til en pæn kapitalophobning i Schouw, samtidig med at den fortsatte BioMar-aktiepost i et IPO-scenarie kan udgøre et kapitalberedskab.

De overordnede koncerntal fra Schouw viser, at koncernen som helhed stået lidt i stampe de sidste par år,

FORTSÆTTES PÅ NÆSTE SIDE

« FORTSAT FRA FORRIGE SIDE

med en flad omsætning og kun en ret begrænset fremgang i indtjeningen, hvor det groft sagt kun er lavere finansieringsudgifter, der for alvor slår igennem på bundlinjen.

Derfor er der måske også af den grund brug for nye investeringer i de forretninger, der nu kommer mere frem i lyset. Særligt det nyeste platformsben Borg Automotive (købt i 2017) har haft problemer i 2025 og medført en goodwillnedskrivning på 300 mio. kr.

I 2026 spejder Schouw efter 33-35,5 mia. kr. i samlet omsætning med et EBITDA på 2,9-3,2 mia. kr. Det skal ses i forhold til 2025-præstationen ganske tæt på midten af det senest udmeldte interval. Omsætningen endte på 34,1 mia. kr. mod en guidance på 33,7-34,7, mens EBITDA på 2.875 mio. kr. endte lidt mere i den tunge ende af det udmeldte interval på 2.850-3.020 mio. kr.

En notering af BioMar kan formentlig få indflydelse på, hvordan Schouw guider efterfølgende, alt afhængig af procentejerskab osv.

Køb BioMar, få resten gratis

Schouw har sat gang i et mindre aktietilbagekøbsprogram og ejer i øjeblikket 9,16 pct. egne aktier. Reelt er der således lige under 23 mio. udestående aktier, som ved den aktuelle aktiekurs giver Schouw en samlet markedsværdi på 15 mia. kr.

Selvom vi ikke kender den præcise værdi af BioMar endnu, ser det i grove træk ud til, at investorerne i Schouw lige nu betaler fuld pris for BioMar og nærmest får resten med gratis.

På sigt bør det misforhold kunne sikre værdiskabelse i Schouw-aktien, i takt med at dele af konglomeratrabatten indsnævres, og selskabets største aktiv får en opdateret og markedsbaseret værdiansættelse.

For alle interessenter handler det om at skabe en succesfuld IPO, og her ligger afvejningen mellem den højest mulige startværdi - over for det kontante provenu til Schouw upfront. Antageligt vil Schouw ikke have lige så travlt med at komme helt ud af selskabet, som det er set ved andre større IPO'er, der har ageret som delvise exits fra kapitalfondsejerskab.

Med andre ord vil Schouw kunne forsvare at sætte prisen en smule lavere fra start mod til gengæld at sikre en succesfuld og langvarig god aktiehistorie, som i sidste ende vil smitte af på aktiekursen og dermed værdien af Schouws resterende ejerandel.

Kort sagt er det den klassiske afvejning mellem optimering på kort eller langt sigt. Schouw opererer langsigtet, og det fortsatte (med-)ejerskab af BioMar vil også være langsigtet.

Steen Albrechtsen og/eller nærtstående ejer aktier i Schouw

ANALYTIKERNE SKÆRER HÅRDT I BOOZT.COM 2026-OVERSKUD

Det store online-stormagasin Boozt.com har fået en svær start på året med et kursfald på 16 pct. i den svenske hovednotering. Uden egentlige selskabsnyheder skal vi kigge lidt mere bredt for at finde en mulig forklaring, og den finder vi måske en smule overraskende i en tilstødende branche. Den giver dog i bund og grund god mening. Med kursfaldet og et fald i konsensusestimaterne er forventningen til Boozts 2026 allerede skruet ned, skriver redaktør Steen Albrechtsen.

PERFORMANCE

Ingen konkrete selskabsnyheder kan tilsyneladende forklare faldet i Boozt-aktien de seneste par uger. En mulig nedjustering af 2025-forventningerne kunne være en frygt: Men formelt bør vi være forbi det tidspunkt, hvor Boozt kunne finde på at nedjustere, hvis 2025-forventningen om 0-3 pct. organisk vækst var i fare.

For et år siden var Boozt nemlig hurtige til at justere forventningen allerede den 2. januar, da man kunne se at omsætningsvæksten kun ville lande omkring 6 pct. mod de ca. 7 pct., man havde guidet senest. Denne gang er årsforventningen bredere (0-3 pct. vækst). Den blev tillige bekræftet i starten af december i selskabets opdatering efter den vigtige Black Friday salgsuge.

Der er altså næppe grund til at frygte en nedjustering for 2025. Derfor kan vi kigge mere rundt i omverdenen for at finde en mulig forklaring på det relativt store kursfald i år. Her er nøgleordet forbrugertillid. For det er et emne, der bliver vendt ved hver eneste regnskabspræsentation.

Zoomer man ind på Boozts kursgraf begynder det glidende kursfald ret præcist omkring den dato, hvor Matas offentliggjorde de foreløbige salgstal for julekvartalet. Det var især den svenske KICKS-forretning, der skuffede, fordi de svenske forbrugere var mere tilbageholdende end forventet. Og det gik især udover salget af den lidt dyrere kosmetik, som fylder meget i den svenske KICKS-forretning.

Boozt sælger ikke meget kosmetik/skønhedsprodukter. Derfor er det ikke den kobling, der er vigtig over mod Matas. Det er den generelt afventende svenske forbruger, der er afgørende – også selvom Boozt "kun" henter omkring 1/3 af sin omsætning i Sverige.

I onlineverdenen har den svenske apotekskæde Apo-tea også nedjusteret for nylig. Men her synes den primære

forklaring at være mere intern og indtjeningsbaseret, og dermed lidt sværere at overføre direkte til Boozt. Apo-tea-aktien er dog faldet med ca. 20 pct. efterfølgende, så det har formentlig også bidraget til den dårlige stemning.

En anden mulig delforklaring kan være det aktietilbagekøbsprogram, som Boozt er i gang med, og som kan følges på daglig basis på deres hjemmeside. Boozt er (som altid) gået ind i en stilleperiode forud for årsregnskabet, og derfor har der siden 30. december ikke været foretaget nye tilbagekøb.

I 3. kvartalsregnskabet var der tilbagekøbt ca. 620 mio. SEK af de 800 mio. SEK der i alt skulle tilbagekøbes over tre år. Købene i okt-dec beløber sig til 83 mio. SEK, så der resterer i runde tal 100 mio. SEK, som skal tilbagekøbes efter fremlæggelsen af årsregnskabet den 6. februar.

Konsensus allerede sænket

Qua kursfaldet i januar har investorerne nok forberedt sig på, at 2026-forventningerne næppe bliver prangende.

I konsensustallene kan vi se, at der de sidste 14 dage allerede er skåret omkring 100 mio. SEK af omsætningsforventningerne til både 2026 og 2027, mens 2025 er skåret med ca. 50 mio. SEK. Samlet svarer det til en vækst lige under 5 pct. i 2026 til en omsætning omkring 8,7 mia. SEK.

Boozt har i 2025 arbejdet på en tydeligere adskillelse af de to brands Boozt og Booztlet, så man kan sikre en højere brandværdi (og dermed salgspriser) omkring hovedforretningen Boozt.com.

Den anden forretning Booztlet er en mere outletpræget forretning, hvor bl.a. "gamle" sæsonvarer og andre overskydende varer fra lageret kan sælges med større rabatter - uden at udvande moderbrandet.

Verden er for tiden fuld af usikkerheder, og ingen tør spå om, hvad det næste bliver. Det sætter sig i forbrugertilliden, som ikke just bobler. Boozt er gældfrit, og indtil videre synes man at have styr på forretningsmodellen, hvor skalafordelene ligger lige forude og venter, når omsætningen stiger.

Tålmodighed er således påkrævet, men vi anser grundlæggende aktien som attraktiv på det nuværende niveau og med aktietilbagekøbet som en god støtte. Cash flowet er stærkt, og der bør være plads til nye tilbagekøb senere i år, selvom den meget snarlige flytning af hovedkontoret til København vil sluge noget af årets cash flow.

FORMELDING Q4-REGNSKABER: KÆMPE SPÆNDING OM NOVO

Hvor meget har Novo Nordisk fået rettet op på skuden efter et historisk tumultarisk år? Onsdag i næste uge får vi de første svar, dels i form af et Q4-resultat, og dels i form af ledelsens forventning til resultatet i år. ØU ser nærmere på den forestående regnskabssæson, hvor det i næste uge vælter ind med regnskaber. Chefredaktør Morten W. Langer har set nærmere på nogle af de store selskaber

PERFORMANCE

Novo Nordisk, der onsdag i næste uge leverer regnskab for Q4, forventes at komme ud af årets sidste kvartal med et betydeligt bedre resultat end det foregående kvartal, som var belastet af aftrædelsesgodtgørelser til 6.000 fyrede Novo-ansatte.

Analytikerne forventer i årets sidste kvartal et salg på knap 77 mia. kr., et par procent højere end foregående kvartal. Til gengæld ses driftsoverskuddet (EBITDA) at stige til 39 mia. kr. mod godt 31 mia. kr. i tredje kvartal.

Investorerne vil uden tvivl have mest fokus rettet mod ledelsens forventning til det nye år. Analytikerne ser en omsætning i år på 301 mia. kr. mod 307 mia. kr. sidste år. Og driftsoverskuddet ses falde til 141 mia. kr. mod 149 mia. kr. forrige år. Det svarer til et ret dramatisk overskudsfald på hele 7 pct., antageligt den største nedtur for Novo Nordisk i årtier.

Værre før det bliver bedre for Novo Nordisk

Efter analytikernes dramatiske nedjustering af deres forventning til Novo Nordisks overskud det seneste år, handles aktien til historisk moderate 17 gange det forventede overskud. Men det kan meget vel være, at det bliver endnu værre, før det bliver bedre.

Efter et stærkt kursridt i starten af året nåede Novo Nordisk aktien kurs 400 niveauet forleden, hvorefter aktien er sendt nedad igen. Analytikernes kursmål ligger netop omkring 400, hvorved nogen af investorerne kan være ansporet til at hjemtage gevinster ved indkøb tættere på den seneste kursbund omkring 300.

At ulykkerne måske ikke er overstået for Novo Nordisk fremgår af analytikernes seneste actions. Efter en stilstandsperiode i analytikernes nedjusteringer af forventede EPS-overskud er nedturen for dette og næste

regnskabsår accelereret de senest to uger. Det vil altså blive afventet med meget stor spænding, hvad Novo-ledelsen siger om 2026.

Fald i omsætningen hos A.P. Møller-Mærsk

A.P. Møller-Mærsk, der aflægger årsregnskab på torsdag, ventes i Q4 at levere 13 mia. USD i omsætning, ca. 10 pct. lavere end foregående kvartal. Og driftsoverskuddet (EBITDA) forventes at lande på 1,9 mia. USD mod 2,7 mia. USD i forrige kvartal.

Igen vil der være meget fokus på ledelsens udmeldte forventning til resultatet i år: Analytikerne ser et fald i omsætningen til 47,7 mia. USD mod 53,5 mia. USD sidste år. Driftsresultatet forventes at dykke til 6,0 USD mod 9,4 mia. USD sidste år.

De meget store udsving skyldes i høj grad ændring i fragtraterne, blandt andet afledt af mulighederne for at besjle Det Røde Hav. På grund af store afskrivninger og renteutgifter forventes et minus på bundlinjen på 3,5 mia. kr.

Udsigten til lavere overskud i år, samt måske yderligere fald i rater på grund af fuld åbning af Det Røde Hav, har gjort analytikerne meget skeptiske omkring fremtidsudsigterne for Mærsk. 13 ud af 18 aktieanalytikere siger for tiden sælg eller stærkt sælg. Og deres gennemsnitlige kursmål ligger hele 24 pct. under den aktuelle børskurs.

Beskedne forventninger til årets sidste kvartal

Foreløbig har analytikerne ikke de store forventninger til resultaterne i årets sidste kvartal. I gennemsnit ses et fald i selskabernes overskud på 4 pct. i forhold til samme kvartal sidste år. Særligt store overskudsfald ses i industri med minus 17 pct. og et fald på 10 pct. i health care. Finans klarer sig igennem med et lille plus.

Mens hovedparten af de danske Large Cap-selskaber først leverer Q4-regnskaber i næste uge, har en del af de store Stoxx600-selskaber allerede været på banen med helårstal: Ud ad 17 selskaber med Q4-tal har 76 pct. leveret positive overraskelser, mens 24 pct. har overrasket negativt. Især har de to sektorer materialer og ikke-cyklisk forbrug skuffet i forhold til analytikernes forventninger.

For Q1 2026 er der også afmålte forventninger med en overskudsstigning på 1,5 pct. løftet af tech, finans og ikke-cyklisk forbrug.

TEMA TOP100 UNOTEREDE: DISSE STJERNER SKAL VI HOLDE ØJE MED

Generelt var der blandt de 100 største ikke-noterede selskaber tæt på stilstand fra 2023 til 2024 - med 3 pct. stigning i det samlede driftsoverskud (EBITDA). Det samlede antal ansatte dykkede 8.000 til 793.000. Men to håndfulde selskaber skilte sig positivt ud med stærk fremgang på bundlinjen. Dem skal vi holde godt øje med ved fremlæggelsen af årsregnskaber for 2025, skriver chefredaktør Morten W. Langer i en gennemgang af hurtigløberne.

TEMA

2024 blev et år med begrænset fremgang i de store unoterede danske erhvervsvirksomheder efter de tidligere boom-år i kølvandet på genåbningen efter corona. Europæisk økonomi har været præget af næsten stilstand tæt på recession, og det har betydet skærpet konkurrence med priskonkurrence på et fladt marked.

Det var imidlertid mindst ti stjerner, som af den ene eller anden grund leverede en flot fremgang i det basale driftsresultat, altså EBITDA-driftsoverskuddet før afskrivninger. Nu står vi lige på kanten af den nye regnskabsæson med regnskaber for Q4 fra de børsnoterede selskaber, som vi også giver en summarisk foranalyse af i denne udgave.

Ud fra aktieanalytikernes forventninger ser det ud til at blive afdæmpede resultater i Q4, men både fremgang i europæisk økonomi i starten af det nye år, samt lidt mere optimistiske analytikere, kan betyde, at 2026 bliver betydeligt bedre end 2025.

I de følgende gennemgår vi nogle af de selskaber, som i 2024 præsterede overnormalt godt, og vi vil forsøge at gå bag om udviklingen med forklaringer på, hvad der har drevet udviklingen.

CS Wind Offshore. Sydkoreansk-ejede CS Wind Offshore, som er hjemhørende i Aalborg, kom i 2024 for alvor ud af nogle svære år, med et løft af omsætningen på næsten 50 pct. til 6 mia. kr. og et driftsoverskud, der gik fra minus knap 300 mio. kr. til plus godt 600 mio. kr.

Ledelsen forklarer summarisk om den gennemførte turn around med følgende statement:

“Vendingen er blevet muliggjort gennem en meget tilfredsstillende udvikling i gennemførelsen af de igangværende projekter. Gennemførelsen af projekterne har dog også krævet betydelige investeringer i faciliteter og udstyr, hvilket har resulteret i nødvendig øget finansiering. På trods af udfordrende forhold har virksomheden formået at opnå et positivt resultat af årets aktiviteter gennem betydelige forbedringer i effektivitet og produktivitet samt styring af gennemførelsesrisici relateret til igangværende projekter.”

Videre forklares det, at “på tværs af produktporteføljen gennemførte virksomheden en række projekter for havvindmølleparker i USA, Polen og Tyskland. Aktivitetsniveauet på alle tre produktionssteder i Danmark samt hos underleverandører fortsatte med at være højt (..) De tidligere udfordringer på monopileproduktionsanlægget i Port of Odense blev overvundet, hvilket resulterede i, at effektiviteten og produktiviteten steg gennem året. I Havnen i Aalborg skred produktionen af offshore understationer også frem. Fokus på kerneområdet: I 2024 blev der truffet beslutning om at indsnævre produktporteføljen ved udelukkende at fokusere på overgangskomponenter og monopile til havvind og dermed til sidst afvikle offshore transformerstationsforretningen.”

FORTSÆTTES PÅ NÆSTE SIDE ►

TOP 10: EBITDA

Selskaber	EBITDA		Ændr.	EBITDA-margin 2024 (pct.)	Driftsresultat	
	2024	2023			2024	2023
Lego A/S	21.839	20.018	9 %	29 %	18.741	17.108
Danfoss A/S	10.085	13.207	-24 %	14 %	5.632	9.351
Arla Foods Amba	8.284	8.060	3 %	8 %	4.467	4.482
Lars Larsen Grp.	6.776	5.577	22 %	13 %	4.318	3.741
Bestseller A/S	6.685	6.255	7 %	18 %	5.933	5.299
DKT Holdings	6.194	6.351	-2 %	39 %	912	1.076
Grundfos Hold.	5.650	6.154	-8 %	17 %	4.064	4.309
Energinet	5.100	4.384	16 %	44 %	1.645	2.016
ISS Global A/S	4.978	4.253	17 %	6 %	3.538	2.881
T&W Medical A/S	3.648	3.340	9 %	19 %	-7.839	1.073

Kilde: Selskabernes årsrapporter.

BUND 10: EBITDA

Selskaber	EBITDA		Ændr.	EBITDA-margin 2024 (pct.)	Driftsresultat	
	2024	2023			2024	2023
Norlys Energi A/S	119	238	-50 %	2,0 %	27	203
Andel Energi A/S	105	71	49 %	1,8 %	80	46
Also A/S	100	104	-4 %	1,3 %	97	101
Ess-Food A/S	78	75	4 %	1,3 %	73	70
Silvan A/S	46	41	12 %	3,3 %	15	9
SAS Institute A/S	18	20	-8 %	4,5 %	15	14
XI-Byg A.M.B.A	17	5	241 %	0,4 %	10	152
Velux A/S	-10	29	-134 %	-0,1 %	-93	-36
Royal Greenland A/S	-18	-78	77 %	-0,5 %	-153	-209
SEMLER GRUPPEN	-24	-28	16 %	-15,4 %	-27	-32

Kilde: Selskabernes årsrapporter.

« FORTSAT FRA FORRIGE SIDE

Normal. En anden af årets højdespringere er Troels Holch Povlsens non-food butikskæde Normal, som især konkurrerer med Matas.

Normal fortsætter den danske og internationale ekspansion, og den har potentialet til at blive en global succes, der både slår Jysk og Bestseller på den lidt længere bane. Normal leverede i 2024 en fremgang i salget til 15 mia. kr. – efter 26 pct. vækst. EBITDA-driftsoverskuddet blev løftet hele 34 pct. til 1,7 mia. kr.

Om den geografiske ekspansion oplyses, at "i marts 2025 åbnede vi NORMALs første butik i Italien. Dette er vores niende marked og samlet set bidrager Italien til vores stærke tilstedeværelse i det sydlige Europa (...) Vi har fortsat udvidelsen af vores butiksnætværk med i alt 148 nye butikker, hvilket giver i alt 921 NORMAL-butikker. I regnskabsåret i 2025/26 planlægger vi at fortsætte udvidelsen, og vi åbner vores første butik i Irland, som er vores næste marked."

Ledelsen skriver, at de i det nye regnskabsår forventer at øge salg og driftsoverskud med 10-20 pct..

Circle K Danmark. En tredje højdespringer er den norsk-ejede benzinkæde Circle K Danmark, der trods fald i omsætningen med 10 pct. til 12 mia. kr., leverede et stort spring frem i lønsomheden. EBITDA-driftsresultatet steg godt 20 pct. til én mia. kr.

Ifølge regnskabet blev fremgangen skabt på trods af en markant omstilling mod elbiler: "Overgangen til elbiler fortsatte, med salg af nye elbiler på over 50 pct. Behovet for tilpasninger i vores tjenester øges. På trods af disse udfordringer er Circle K Danmarks engagement i fortsat stærk drift, innovation og kundefokus en stærk præstation på tværs af alle forretningsområder, der overgår vores resultater forventninger for året", oplyses det.

Konkret er lønsomheden løftet ved at deltage i omstillingen fra benzin og diesel – til el-opladning: "I overensstemmelse med vores planer for regnskabsåret 2024/25 fortsatte vi med at udvide vores investeringer i elbilen la-deinfrastruktur, nu med 554 ladepunkter spredt over hele Danmark. Også vores første oplader til tung transport."

Videre hedder det: "Fra anden halvdel af regnskabsåret 2025/26 vi styrker yderligere Circle K-ladenetværket ved at tilbyde højhastighedsopladning med elbiler på vores lokationer langs de danske motorveje. Derudover vil vores motorvejsbutikker være opgraderet tilpasset E-Mobility-kundens behov og serverer lækker og frisk mad og drikkevarer samtidig med, at der er gode toiletfaciliteter og omgivelser til pausen."

Om forventningen til de kommende år oplyses, at "For regnskabsåret 2025/26 forventer vi en EBITDA i overensstemmelse med regnskabsåret 2024/25. Motorvejstenderen: Meddelelse fra de danske vejmyndigheder i februar 2025 bekræftede, at seks eksisterende Circle K-motorvejslokationer ville fortsætte i vores drift. Derudover fire nye lokationer vil åbne, hvoraf to udelukkende vil være dedikeret til E-mobilitet. Dog har tenderen også resulteret i det uheldige tab af fem hovedlokationer på Circle K-motorvejen, gældende fra 1. januar 2026. Forudsigelserne for det kommende år indikerer ændringer, der vil påvirke vores resultater. Det forventes dog, at lukningen af de fem hovedlokationer på Circle K motorvejen vil være kompenseret gennem indtjening på andre områder."

Nets. Også betalingsinfrastrukturselskabet Nets gik flot frem med en øgning af EBITDA-driftsresultatet med hele 33 pct. til 1,7 mia. kr. – efter vækst i omsætningen på 7 pct. til 10,6 mia. kr.

FORTSÆTTES PÅ NÆSTE SIDE ►

TOP 10: VÆKST I EBITDA

Mio. kr. Selskaber	EBITDA		EBITDA-margin (pct.)		
	2024	2023	Ændr.	2024	2023
CS WIND Offshore A/S	2.490	-115	2.269 %	43,3 %	-2,8 %
Coop Danmark A/S	673	80	741 %	2,0 %	0,2 %
XI-Byg A.M.B.A	17	5	241 %	0,4 %	0,1 %
SGL Group ApS	1.455	761	91 %	8,2 %	8,8 %
Royal Greenland A/S	-18	-78	77 %	-0,5 %	-2,4 %
Jysk A/S	3.158	1.843	71 %	48,5 %	31,2 %
Andel Energi A/S	105	71	49 %	1,8 %	0,8 %
L'oréal Danmark A/S	929	678	37 %	18,8 %	15,3 %
Normal A/S	1.683	1.252	34 %	11,1 %	10,4 %
NETS Denmark A/S	1.702	1.280	33 %	16,1 %	13,0 %

Kilde: Selskabernes årsrapporter.

BUND 10: VÆKST I EBITDA

Mio. kr. Selskaber	EBITDA		EBITDA-margin (pct.)		
	2024	2023	Ændr.	2024	2023
Nic. Christiansen Grup.	164	242	-32 %	2,1 %	2,8 %
Endeavour Invest ApS	477	756	-37 %	1,6 %	2,7 %
Ecco Sko A/S	785	1.430	-45 %	7,1 %	12,2 %
LEMMIGH-MÜLLER A/S	126	230	-45 %	1,7 %	2,9 %
BLUE WATER SHIPPING	128	234	-45 %	1,4 %	N/A
CM Biomass Holding	264	485	-46 %	4,6 %	7,8 %
Norlys Energi A/S	119	238	-50 %	2,0 %	3,4 %
Danish Crown A/S	3.263	6.546	-50 %	5,0 %	9,7 %
Kalundborg Refinery	507	1.691	-70 %	1,8 %	5,2 %
Velux A/S	-10	29	-134 %	-0,1 %	0,2 %

Kilde: Selskabernes årsrapporter.

« FORTSAT FRA FORRIGE SIDE

Kortbehandlingsselskabet har altså været betydeligt bedre til at tjene penge på hver omsætningskrone.

Ledelsen skriver om årets udvikling, at "2024 forstærkede synergierne i fusionerne mellem Nexi, SIA og Nets for at levere vores strategiske mål at drive stærk og profitabel vækst gennem europæisk skala, marked og kundenærhed. I 2024 fortsatte vores rejse i at blive den europæiske Paytech-leder med dybe lokale kapaciteter og nærhed til vores kunder." Videre hedder det: "Vi fortsætter med at modernisere vores infrastruktur og styrke overvågningen og sikkerheden af stigende antal transaktioner håndteret - for

at blive guldstandarden for digitalt betalinger i Europa (..) Betalingskort dominerer stadig som den foretrukne betalingsmetode, men vi ser et gradvist fald i brug og en bekræftelse af tendensen mod forbruger- og købmandskrav om forskellige krav til betalingsmetoder." Nets ledelse forventer i 2025 et resultat i 2025 baseret på med bløde udsigter for BNP-vækst og forbrug med vækst i omsætningen på et mellemcifret tal og forbedret driftsresultat, oplyses det. "Som en del af Nexi Group vil vi fortsætte med at effektivisere driften og processer og investering i innovative løsninger", skriver ledelsen.

TOP 10: AFKASTNINGSGRAD

Mio. kr.	AG (pct.)	Driftsresultat		Aktiver	
Selskaber	2024	2024	2023	2024	2023
Jysk A/S	64 %	3.109	1.784	4.841	3.510
L'oréal Danmark A/S	52 %	781	619	1.491	1.619
Skandi. Motor Co. A/S	48 %	1.058	987	2.209	2.402
Wismo Group A/S	32 %	810	1.229	2.501	4.187
Lego A/S	27 %	18.741	17.108	68.691	58.856
Bestseller A/S	24 %	5.933	5.299	24.676	21.745
House Of Prince A/S	22 %	725	791	3.334	3.297
Normal A/S	20 %	1.202	909	5.939	4.970
CS WIND Offshore A/S	18 %	629	-279	3.471	2.915
DK Company A/S	17 %	517	506	3.030	2.878

Kilde: Selskabernes årsrapporter.

BUND 10: AFKASTNINGSGRAD

Mio. kr.	AG (pct.)	Driftsresultat		Aktiver	
Selskaber	2024	2024	2023	2024	2023
Faerch A/S	0,2 %	32	332	21.486	21.014
Atea A/S	0,0 %	0	47	3.095	2.550
Nuuday A/S	-0,3 %	-50	-2	16.923	17.757
SEMLER GRUPPEN A/S	-0,5 %	-27	-32	5.989	5.623
STARK Group A/S	-0,7 %	-314	-67	46.441	47.561
Velux A/S	-0,8 %	-93	-36	12.289	11.551
Norlys a.m.b.a.	-1,1 %	-585	-43	53.827	50.285
Royal Greenland A/S	-2,9 %	-153	-209	5.291	5.617
LEO Pharma A/S	-5,7 %	-1.143	-1.699	20.151	20.951
T&W Medical A/S	-17,5 %	-7.839	1.073	44.739	55.852

Kilde: Selskabernes årsrapporter.

TOP 10: UDVIKLING I AFKASTNINGSGRAD

Mio. kr.	Udvikling	AG (Pct.)		Driftsresultat	
Selskaber	(Pct.point)	2024	2023	2024	2023
Coop Danmark A/S	28,4	5,4%	-23,0%	634	-2.492
CS WIND Offshore A/S	27,7	18,1%	-9,6%	629	-279
Jinko Solar Denmark	25,9	10,5%	-15,4%	298	-434
L'oréal Danmark A/S	14,2	52,4%	38,2%	781	619
Jysk A/S	13,4	64,2%	50,8%	3.109	1.784
MT Højgaard DK A/S	9,8	10,5%	0,7%	332	25
Skandi. Motor Co. A/S	6,8	47,9%	41,1%	1.058	987
Tican Fresh Meat A/S	6,3	11,2%	4,9%	299	135
Thornico Holding A/S	4,2	11,9%	7,7%	1.105	680
SDK Freja A/S	4,1	5,7%	1,5%	215	60

Kilde: Selskabernes årsrapporter.

BUND 10: UDVIKLING I AFKASTNINGSGRAD

Mio. kr.	Udvikling	AG (Pct.)		Driftsresultat	
Selskaber	(Pct.point)	2024	2023	2024	2023
Endeavour Invest ApS	-5,9	6,3 %	12,1 %	334	645
Ultrabulk A/S	-5,9	4,0 %	9,9 %	134	339
Hørkram Foodservice	-7,5	11,5 %	19,0 %	185	267
Norlys Energi A/S	-7,7	1,2 %	8,9 %	27	203
OK A.M.B.A.	-8,3	3,1 %	11,4 %	673	1.090
CM Biomass Holding	-10,0	6,2 %	16,2 %	159	392
XI-Byg A.M.B.A.	-13,1	0,9 %	14,0 %	10	152
T&W Medical A/S	-19,4	-17,5 %	1,9 %	-7.839	1.073
Kalundborg Refinery	-27,5	3,4 %	30,9 %	166	1.384
Bygma Gruppen A/S	-30,4	7,0 %	37,4 %	530	2.538

Kilde: Selskabernes årsrapporter.

TABEL: TOP 100 UNOTEREDE SELSKABER - DEL 1

TOP 100 UNOTEREDE SELSKABER - DEL 1												
mio. kr. Selskab	Omsætning			Afkastningsgrad			EBITDA		EBITDA-margin		Driftsresultat	
	2024	2023	Ændr.	2024	2023	+/- (%pt.)	2024	2023	2024	2023	2024	2023
A/S United Shipping & Trading Co.	109.883	114.263	-4 %	7,0 %	10,1 %	-3,1	2.624	3.267	2,4 %	2,9 %	1.345	2.218
Arla Foods Amba	102.850	102.128	1 %	6,4 %	7,2 %	-0,8	8.284	8.060	8,1 %	7,9 %	4.467	4.482
ISS Global A/S	83.782	78.702	6 %	7,1 %	6,4 %	0,7	4.978	4.253	5,9 %	5,4 %	3.538	2.881
Andel A.M.B.A.	83.544	124.335	-33 %	0,7 %	0,1 %	0,7	3.070	2.609	3,7 %	2,1 %	526	58
Lego A/S	74.325	65.914	13 %	27,3 %	29,1 %	-1,8	21.839	20.018	29,4 %	30,4 %	18.741	17.108
Danfoss A/S	72.256	79.573	-9 %	6,4 %	10,7 %	-4,3	10.085	13.207	14,0 %	16,6 %	5.632	9.351
Danish Crown A/S	65.415	67.812	-4 %	6,0 %	8,9 %	-2,8	3.263	6.546	5,0 %	9,7 %	1.631	2.427
STARK Group A/S	57.960	58.107	0 %	-0,7 %	-0,1 %	-0,5	2.151	2.435	3,7 %	4,2 %	-314	-67
Dansk Landbrugs Grovvarereselskab	56.081	62.443	-10 %	3,2 %	6,0 %	-2,8	2.280	2.725	4,1 %	4,4 %	846	1.602
Lars Larsen Group A/S	53.091	48.077	10 %	7,9 %	7,3 %	0,6	6.776	5.577	12,8 %	11,6 %	4.318	3.741
Danish Agro A.M.B.A.	45.502	51.180	-11 %	2,6 %	4,3 %	-1,7	1.094	1.432	2,4 %	2,8 %	544	899
Bestseller A/S	38.074	35.651	7 %	24,0 %	24,4 %	-0,3	6.685	6.255	17,6 %	17,6 %	5.933	5.299
Coop Danmark A/S	33.618	34.246	-2 %	5,4 %	-23,0 %	28,4	673	80	2,0 %	0,2 %	634	-2.492
Grundfos Holding A/S	33.226	34.407	-3 %	11,3 %	13,2 %	-1,8	5.650	6.154	17,0 %	17,9 %	4.064	4.309
OK A.M.B.A.	32.233	16.772	92 %	3,1 %	11,4 %	-8,3	1.578	1.660	4,9 %	9,9 %	673	1.090
Endeavour Invest ApS	29.207	28.454	3 %	6,3 %	12,1 %	-5,9	477	756	1,6 %	2,7 %	334	645
Rema 1000 Danmark A/S	28.478	26.205	9 %	9,4 %	8,5 %	0,9	832	740	2,9 %	2,8 %	625	564
Kalundborg Refinery A/S	28.026	32.749	-14 %	3,4 %	30,9 %	-27,5	507	1.691	1,8 %	5,2 %	166	1.384
Dagrofa ApS	19.840	19.391	2 %	3,1 %	3,0 %	0,1	495	426	2,5 %	2,2 %	172	147
T&W Medical A/S	19.674	18.371	7 %	-17,5 %	1,9 %	-19,4	3.648	3.340	18,5 %	18,2 %	-7.839	1.073
Ultranav International ApS	18.547	1.566	1084 %	7,7 %	12,9 %	-5,2	3.075	3.206	16,6 %	204,8 %	1.291	1.908
Velux A/S	18.007	17.929	0 %	-0,8 %	-0,3 %	-0,5	-10	29	-0,1 %	0,2 %	-93	-36
SGL Group ApS	17.777	8.669	105 %	3,1 %	1,4 %	1,7	1.455	761	8,2 %	8,8 %	530	209
Skandinavisk Motor Co. A/S	17.775	14.919	19 %	47,9 %	41,1 %	6,8	1.078	1.028	6,1 %	6,9 %	1.058	987
Rambøll Gruppen A/S	17.555	17.015	3 %	5,9 %	6,3 %	-0,4	1.176	1.249	6,7 %	7,3 %	596	653
Egmont Fonden	17.014	17.751	-4 %	4,4 %	3,4 %	1,0	2.119	1.909	12,5 %	10,8 %	763	629
Biomar Group A/S	16.616	17.878	-7 %	10,0 %	7,7 %	2,3	1.476	1.250	8,9 %	7,0 %	1.129	860
Hempel A/S	16.319	17.559	-7 %	10,5 %	8,8 %	1,7	2.924	2.686	17,9 %	15,3 %	2.066	1.753
DKT Holdings ApS	15.817	15.819	0 %	1,3 %	1,5 %	-0,2	6.194	6.351	39,2 %	40,2 %	912	1.076
Normal A/S	15.172	12.067	26 %	20,2 %	18,3 %	2,0	1.683	1.252	11,1 %	10,4 %	1.202	909
Microsoft Danmark ApS	14.649	12.577	16 %	7,2 %	7,7 %	-0,6	N/A	N/A	N/A	N/A	687	594
Nuuday A/S	14.560	14.478	1 %	-0,3 %	0,0 %	-0,3	1.444	1.571	9,9 %	10,9 %	-50	-2
Norlys a.m.b.a.	14.289	12.376	15 %	-1,1 %	-0,1 %	-1,0	2.296	2.286	16,1 %	18,5 %	-585	-43
Orifarm Group A/S	13.561	11.707	16 %	5,8 %	6,2 %	-0,4	888	934	6,6 %	8,0 %	519	567
LEO Pharma A/S	12.453	11.392	9 %	-5,7 %	-8,1 %	2,4	600	551	4,8 %	4,8 %	-1.143	-1.699
Falck A/S	12.134	11.913	2 %	4,0 %	3,6 %	0,5	1.124	967	9,3 %	8,1 %	445	386
DanCat Holding A/S	11.968	11.378	5 %	3,2 %	3,1 %	0,1	858	825	7,2 %	7,3 %	262	257
EURO CATER GROUP A/S	11.968	11.378	5 %	3,3 %	3,2 %	0,1	858	825	7,2 %	7,3 %	262	257
Circle K Danmark A/S	11.901	13.571	-12 %	12,2 %	9,4 %	2,8	1.011	837	8,5 %	6,2 %	664	517
Energinet	11.607	10.654	9 %	2,3 %	3,0 %	-0,7	5.100	4.384	43,9 %	41,2 %	1.645	2.016
Nomeco A/S	11.468	10.696	7 %	3,0 %	2,9 %	0,0	206	191	1,8 %	1,8 %	153	141
Abacus Medicine A/S	11.106	9.040	23 %	10,5 %	11,2 %	-0,7	378	355	3,4 %	3,9 %	280	266
Ecco Sko A/S	11.106	11.730	-5 %	2,0 %	7,7 %	-5,7	785	1.430	7,1 %	12,2 %	225	853
Bygma Gruppen A/S	10.667	10.037	6 %	7,0 %	37,4 %	-30,4	709	691	6,7 %	6,9 %	530	2.538
NETS Denmark A/S	10.572	9.868	7 %	0,7 %	-1,0 %	1,7	1.702	1.280	16,1 %	13,0 %	209	-336
Ultrabulc A/S	10.359	9.347	11 %	4,0 %	9,9 %	-5,9	N/A	N/A	N/A	N/A	134	339
Thornico Holding A/S	10.072	9.473	6 %	11,9 %	7,7 %	4,2	1.475	1.116	14,6 %	11,8 %	1.105	680
BLUE WATER SHIPPING A/S	9.498	N/A	N/A	2,8 %	7,3 %	-4,5	128	234	1,4 %	N/A	78	188
Jinko Solar Denmark ApS	9.315	12.966	-28 %	10,5 %	-15,4 %	25,9	N/A	N/A	N/A	N/A	298	-434
Færch A/S	9.298	9.653	-4 %	0,2 %	1,6 %	-1,4	1.121	1.422	12,1 %	14,7 %	32	332

Kilde: Selskabernes årsrapporter.

TABEL: TOP 100 UNOTEREDE SELSKABER - DEL 2

TOP 100 UNOTEREDE SELSKABER - DEL 2												
mio. kr.	Omsætning			Afkastningsgrad			EBITDA		EBITDA-margin		Driftsresultat	
Selskab	2024	2023	Ændr.	2024	2023	+/- (%pt.)	2024	2023	2024	2023	2024	2023
GPV Group A/S	8.931	10.450	-15 %	4,2 %	5,7 %	-1,6	625	743	7,0 %	7,1 %	309	430
Harald Nyborg A/S	8.856	8.313	7 %	12,7 %	10,8 %	1,9	853	672	9,6 %	8,1 %	708	539
Topsoe A/S	8.373	9.416	-11 %	5,0 %	9,9 %	-4,9	1.238	1.356	14,8 %	14,4 %	599	964
Ejner Hessel A/S	8.165	7.085	15 %	12,9 %	12,1 %	0,8	405	355	5,0 %	5,0 %	272	250
Nic. Christiansen Gruppen A/S	7.930	8.542	-7 %	3,9 %	6,9 %	-3,0	164	242	2,1 %	2,8 %	114	208
Also A/S	7.670	9.108	-16 %	5,4 %	4,8 %	0,6	100	104	1,3 %	1,1 %	97	101
Dlf Amba	7.585	8.152	-7 %	7,4 %	6,0 %	1,4	640	607	8,4 %	7,4 %	474	433
Hofor Forsyning Holding P/S	7.563	7.383	2 %	2,4 %	1,4 %	1,0	2.500	1.995	33,1 %	27,0 %	1.005	557
Bygma A/S	7.507	7.117	5 %	9,3 %	8,3 %	0,9	512	435	6,8 %	6,1 %	401	338
Jeld-Wen ApS	7.405	8.185	-10 %	0,5 %	3,4 %	-2,9	N/A	N/A	N/A	N/A	22	176
LEMVIGH-MÜLLER A/S	7.359	7.980	-8 %	2,5 %	6,6 %	-4,1	126	230	1,7 %	2,9 %	70	179
Tican Fresh Meat A/S	7.317	7.398	-1 %	11,2 %	4,9 %	6,3	N/A	N/A	N/A	N/A	299	135
House Of Prince A/S	7.151	8.253	-13 %	21,8 %	24,0 %	-2,2	752	825	10,5 %	10,0 %	725	791
Aktieselskabet Fladkær	7.091	6.989	1 %	9,3 %	8,6 %	0,7	710	685	10,0 %	9,8 %	407	390
Chr. Hansen A/S	6.717	8.301	-19 %	15,3 %	13,4 %	1,9	3.626	2.799	54,0 %	33,7 %	2.412	1.694
Jysk A/S	6.519	5.903	10 %	64,2 %	50,8 %	13,4	3.158	1.843	48,5 %	31,2 %	3.109	1.784
SDK Freja A/S	6.325	6.048	5 %	5,7 %	1,5 %	4,1	N/A	N/A	N/A	N/A	215	60
Scan Group A/S	6.245	5.129	22 %	9,1 %	7,1 %	2,0	253	204	4,1 %	4,0 %	216	168
Elgiganten A/S	6.244	6.338	-1 %	7,1 %	6,9 %	0,2	136	127	2,2 %	2,0 %	88	77
Q8 Danmark A/S	6.220	7.027	-11 %	4,9 %	7,0 %	-2,1	300	362	4,8 %	5,2 %	153	215
Ess-Food A/S	6.058	5.099	19 %	7,2 %	7,1 %	0,0	78	75	1,3 %	1,5 %	73	70
MT Højgaard Danmark A/S	5.968	5.464	9 %	10,5 %	0,7 %	9,8	N/A	N/A	N/A	N/A	332	25
Radiometer Medical ApS	5.857	5.588	5 %	15,9 %	19,6 %	-3,7	1.242	1.468	21,2 %	26,3 %	914	1.144
Norlys Energi A/S	5.826	7.070	-18 %	1,2 %	8,9 %	-7,7	119	238	2,0 %	3,4 %	27	203
CM Biomass Holding A/S	5.805	6.236	-7 %	6,2 %	16,2 %	-10,0	264	485	4,6 %	7,8 %	159	392
Andel Energi A/S	5.776	9.184	-37 %	2,1 %	1,1 %	1,0	105	71	1,8 %	0,8 %	80	46
Envases Europe A/S	5.774	5.127	13 %	4,7 %	5,5 %	-0,8	644	604	11,2 %	11,8 %	278	328
CS WIND Offshore A/S	5.752	4.110	40 %	18,1 %	-9,6 %	27,7	2.490	-115	43,3 %	-2,8 %	629	-279
Wrist Ship Supply A/S	5.696	5.548	3 %	4,5 %	5,3 %	-0,9	357	354	6,3 %	6,4 %	167	179
Semco Maritime A/S	5.640	5.029	12 %	11,5 %	13,4 %	-1,9	308	289	5,5 %	5,7 %	268	258
Brødrene A. & O. Johansen A/S	5.429	5.261	3 %	6,5 %	9,0 %	-2,5	N/A	N/A	N/A	N/A	246	292
Energinet Eltransmission A/S	5.415	4.123	31 %	3,3 %	2,8 %	0,5	3.154	2.682	58,3 %	65,0 %	1.536	1.219
DK Company A/S	5.362	4.829	11 %	17,1 %	17,6 %	-0,5	718	675	13,4 %	14,0 %	517	506
Deloitte	5.306	5.168	3 %	4,4 %	6,1 %	-1,7	242	285	4,6 %	5,5 %	135	170
Zebra A/S	5.218	4.967	5 %	4,6 %	6,2 %	-1,6	1.043	1.076	20,0 %	21,7 %	219	290
Atea A/S	4.978	5.279	-6 %	0,0 %	1,8 %	-1,8	145	192	2,9 %	3,6 %	0	47
L'oréal Danmark A/S	4.955	4.437	12 %	52,4 %	38,2 %	14,2	929	678	18,8 %	15,3 %	781	619
Scan Global Logistics A/S	4.845	4.229	15 %	4,4 %	7,7 %	-3,3	302	367	6,2 %	8,7 %	245	320
XI-Byg A.M.B.A	4.817	5.453	-12 %	0,9 %	14,0 %	-13,1	17	5	0,4 %	0,1 %	10	152
Hørkram Foodservice A/S	4.806	4.660	3 %	11,5 %	19,0 %	-7,5	244	322	5,1 %	6,9 %	185	267
FUJIFILM Diosynth Biotech. DK ApS	4.802	4.303	12 %	2,5 %	4,2 %	-1,7	N/A	1.279	N/A	29,7 %	667	868
Kemp & Lauritzen A/S	4.752	4.154	14 %	7,3 %	6,6 %	0,7	211	185	4,4 %	4,5 %	168	139
Royal Greenland A/S	3.220	3.261	-1 %	-2,9 %	-3,7 %	0,8	-18	-78	-0,5 %	-2,4 %	-153	-209
HydraSpecma A/S	3.031	2.972	2 %	7,4 %	7,1 %	0,3	339	362	11,2 %	12,2 %	203	200
Silvan A/S	1.395	1.365	2 %	2,1 %	1,3 %	0,8	46	41	3,3 %	3,0 %	15	9
SAS Institute A/S	410	428	-4 %	1,4 %	1,4 %	-0,1	18	20	4,5 %	4,7 %	15	14
Wismo Group A/S	403	9.559	-96 %	32,4 %	29,4 %	3,0	N/A	N/A	N/A	N/A	810	1.229
SEMLER GRUPPEN A/S	154	130	19 %	-0,5 %	-0,6 %	0,1	-24	-28	-15,4 %	-21,7 %	-27	-32

Kilde: Selskabernes årsrapporter.

INSIGHTS FRA TOPRÅDGIVERE

Insights fra toprådgivere				
Titel og link	Tema	Udgiver	Type	Udgivet
First Come, First Served Is Abolished: A New Grid Connection Regime for Data Centres from 1 February 2026 (Ny)	IT/Digital	Moalem Weitemeyer	Artikel	28-01-2026
Seven key pitfalls to consider when expanding your franchise internationally (Ny)	Globale Nyheder	Plesner	Artikel	27-01-2026
Ny AI-platform styrker udbudsspecialister i deres daglige arbejde (Ny)	Udbud	Kromann Reumert	Artikel	27-01-2026
Moalem Weitemeyer advises Thylander on the divestment of Helgolandsgade 14 (Ny)	M&A	Moalem Weitemeyer	Artikel	21-01-2026
AIP raises EUR 2 billion in first closing of fifth energy transition fund (Ny)	Investering	Plesner	Artikel	16-01-2026
Ny vejledning om processer i konkurrencesager: De vigtigste ændringer fra Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen (Ny)	Konkurrence- & Patentret	Kromann Reumert	Artikel	20-01-2026
Nordic Defence & Cybersecurity Newsletter: Ownership Changes in Defence Companies: When the Danish War Materiel Act Takes Over	Cyber Security	Moalem Weitemeyer	Artikel	04-01-2026
emagine to acquire Waada the Movement	M&A	Plesner	Artikel	05-01-2026
Ny politisk aftale om alment byggeri: Højprisordning og forhøjelse af maksimumbeløbet	Ejerskab	Kromann Reumert	Artikel	06-01-2026
Moalem Weitemeyer advises Caverion on acquisition of the service division of GK Danmark and Vagns VVS	M&A	Moalem Weitemeyer	Artikel	07-01-2026
New draft bill proposing stricter rules on marketing of gambling activities	Markedsføring	Plesner	Artikel	06-01-2026
Ny vejledning om kreditværdighedsvurdering af forbrugere	Kapitalmarkeder	Kromann Reumert	Artikel	08-01-2026
Freudenberg announces recommended all-cash voluntary takeover offer for Nilfisk Holding	M&A	Moalem Weitemeyer	Artikel	11-12-2025
New partner strengthens Plesner's position in IT and technology	IT/Digital	Plesner	Artikel	01-12-2025
Husk de afgiftsfrie gaver	Skatter & Afgifter	Kromann Reumert	Artikel	02-12-2025
Newsletter: Danish Tax Council Clarifies Application of Section 7 P to Existing Share Option Grants	Skatter & Afgifter	Moalem Weitemeyer	Artikel	04-12-2025
UPC Court of Appeal redefines the inventive step test in landmark decision	Konkurrence- & Patentret	Plesner	Artikel	02-12-2025
Nye værktøjer foreslået i grønlandsk konkurrencelovgivning: markedsefterforskning, fristafbrydelse og tvangsbøder	Konkurrence- & Patentret	Kromann Reumert	Artikel	02-12-2025
Regulatory Approvals in Defence Sector Investments: Integration into Shareholders' Agreements	Cyber Security	Moalem Weitemeyer	Artikel	24-11-2025
Vision Healthcare acquires Nordic Nutriment	M&A	Plesner	Artikel	24-11-2025

KROMANN
REUMERT

PLESNER

 Moalem
Weitemeyer

ØKONOMISK UGEBREV LEDELSE UDGIVES AF:

Økonomisk Ugebrev A/S
Strandvejen 102 B 5 tv
2900 Hellerup
CVR-nr.: 31760623
Redaktionens tlf. nr.: 70 23 40 10
Hjemmeside: www.ugebrev.dk/ledelse/
Email: kontakt@ugebrev.dk

Abonnement

Enkeltabonnement 4.930 kr.

Ansvh. chefredaktør: Morten W. Langer

Grafik og research

Oscar M. Stefansen

Annoncesalg

Sidsel Bogh, sidsel@ugebrev.dk

Journalister

Ejlif Thomasen
Peder Bjerger
Claus Strue Frederiksen
Carsten Vitoft
Bruno Japp
Hugo Gaarden
Steen Albrechtsen
Henrik Denta
Morten A. Sørensen

Læs mere om Økonomisk Ugebrev Ledelse
på <https://ugebrev.dk/ledelse/>

ISSN 1909 - 1165

Kopiering eller videresendelse ikke tilladt