

INVESTERING

[APRIL 2007]

TEMA

HISTORIEN GENTAGER SIG - I FORKLÆDNING

- markedet undervurderede
sin modstander: RISIKOEN
SIDE 04

Der er lagt op til prisfald på
sommerhuse
SIDE 11

Hold øje med de store kapital-
fonde på aktiemarkedet
SIDE 16

Flere kapitler i det norske
oljeeventyr
SIDE 24

- 04 HISTORIEN GENTAGER SIG - I FORKLÆDNING
- 08 AKTIEMARKEDET ER BANGE FOR BOLIGMARKEDET
- 09 USIKKERHED PÅ DELE AF OBLIGATIONSMARKEDET
- 10 EU'S ENERGIMÅLSÆTNING UNDERSTØTTER AKTIER I ALTERNATIV ENERGI
- 11 STOR RISIKO FOR PRISFALD PÅ SOMMERHUSE
- 12 GLOBAL EMERGING MARKETS - NY AFDELING
- 14 SELVANGIVELSEN 2006 OG BØRSNOTEREDE AKTIER
- 16 HOLD ØJE MED DE STORE KAPITALFONDE PÅ AKTIEMARKEDET
- 16 UDSIGT TIL STÆRK VÆKST I LEVERAGED BUY-OUTS
- 18 SÆLG EN PUT-OPTION PÅ STARBUCKS
- 20 AKTIEANBEFALINGER - FIAT, WILLIAM DEMANT, STARBUCKS, SOLAR
- 22 KORT NYT - SDO-LÅN, ANDELSBOLIGER, GN STORE NORD-UDLØDNING
- 24 FLERE KAPITLER I DET NORSKE OLIEEVENTYR
- 25 MODELPORTEFØLJER FOR OBLIGATIONER
- 26 TEMPERATURER I VERDENSØKONOMIEN
- 27 AKTIEOVERSIGT
- 28 DISCLOSURE

Investering udkommer 10 gange årligt og henvender sig primært til private investorer.

Udgiver: Danske Bank
Holmens Kanal 2-12 · 1092 København K
Telefon 33 44 00 00
SWIFT: DABADKKK
www.danskebank.dk/kontakt

Redaktion: Steen Reeslev (ansvarshavende)
og WEB-redaktør Flemming Østergaard.
Redaktion afsluttet den 4. april 2007.

Grafisk design og produktion: Datagraf
Tryk: Rosendahls Bogtrykkeri
Forsidefoto: Scanpix



TEMA
HISTORIEN
GENTAGER SIG
SIDE 04

Investering, nyheder og analyser i Netbanken

[Investering] handler om relevante emner inden for investering i værdipapirer, makroøkonomi, pension, bolig, real-kredit, skat m.v. Hensigten med magasinet er at give primært bankens privatkunder et godt overblik over de mest aktuelle investeringsmuligheder og anbefalinger og samtidig skabe den bedst mulige indsigt i andre emner af økonomisk karakter.

Magasinet udkommer 10 gange årligt, og du finder alle tidligere udgaver af bladet i Danske Banks Netbank. Efter log-on vælges i venstre side menupunkterne »Investering«, »Nyheder og analyser« og »WEB-redaktionen«. Herefter kan du se linket til arkivet over tidligere numre af Investering i den nederste boks til højre på siden.

Af pladshensyn bliver vi i Investering en gang imellem nødt til at skære i en artikel, som for interesserede læsere kan være relevant i en mere detaljeret form. I sådanne tilfælde vil vi

henvise til en mere uddybende version af artiklen på den nyhedsside i Netbanken, som du kommer frem til via førnævnte link.

På denne nyhedsside finder du også de seneste kommentarer og anbefalinger på specifikke nordiske selskaber, markedscommentarer samt en guide, der giver dig et omfattende og detaljeret indblik i mulighederne for at anvende optioner og futures i din investeringsstrategi.

I Netbanken finder du også adgang til realtidsheder fra Reuters, analyser af nordiske selskaber fra Danske Equities, kalender over nøgletal, begivenheder og selskabsspecifikke forhold samt Goldman Sachs-portal. Goldman Sachs er en af verdens største investeringsbanker, og du har via denne portal adgang til bankens analyser af 2.400 globale aktier, sektorer, økonomiske analyser og strategiforslag m.v.

Markedet førte 2-0

[Leder] Richard Møller Nielsen, Danmarks tidligere fodboldlandstræner, der førte os til Europamesterskabet i 1992, sagde engang, at den værste føring man kan have i fodbold er 2-0. Umiddelbart en bemærkning, som fremtvinger hovedrysten – det må da være bedre end 1-0! Men alligevel med et gran af sandhed, idet enhver med indsigt i fodboldspillets ædle kunst ved, at det førende hold uvægerligt begynder at slappe mere af, trække sig tilbage på banen, spille mere henholdende og defensivt og måske skifte en angriber ud med en forsvarsspiller. Hvis modstanderne så pludselig chokerer med en reducere eller måske oven i købet udligner inden for kort tid, er det ofte umådelig svært for holdet at trække sig selv op og pludselig lægge spillestilen om igen. Føringen blev til den berømte »sovepude«, risikoaversionen blev for lav.

Dette er et velkendt fænomen i børsverdenen. Investorerne har en klar tendens til at få overdreven selvtillid og tro på egne evner. Robert Shiller, professoren, der skrev den berømte bog *Irrational Exuberance* om børsmarkedets overdrivelser, som har sit udspring i den menneskelige psykologis store betydning for markedsbevægelserne, peger netop på, at den psykologiske adfærd blandt investorerne fører til, at aktiekurserne overreagerer i lange perioder.

Eksempelvis er folk i overdreven grad overbeviste om deres evne til, at foretage kvalificerede vurderinger, og derfor tager de større risici end de burde. De lægger også mærke til de samme ting, som andre gør, så aktier, der er steget markant i kurs, har en tendens til at tiltrække sig mere opmærksomhed og dermed flere købere. Og investorernes seneste investeringssucceser medvirker til at øge deres selvtillid og dermed til at fortsætte med aktiekøb (og køb af andre værdipapirer).

Denne uforbeholdne købslyst på aktiemarkedet har naturligvis en selvforstærkende effekt på aktiekurserne. Jo større efterspørgsel, der er efter en knap ressource, desto højere bliver prisen. Og i denne fase negligeres risikoen i relativt stort omfang – både blandt professionelle og private investorer. Men den lurker i baghovedet på mange alligevel, og derfor blive markedet mere sårbart, jo højere det kommer op – og på et tidspunkt, skal der ikke meget til at udløse nedturen.

Vi ser i dette nummer bl.a. på de efterrationaliseringer og forklaringer på hvad der gik galt, da vingeslaget fra en lille kinesisk sommerfugl skabte blæst på de

globale finansielle markeder. Kan vi lære noget af det?

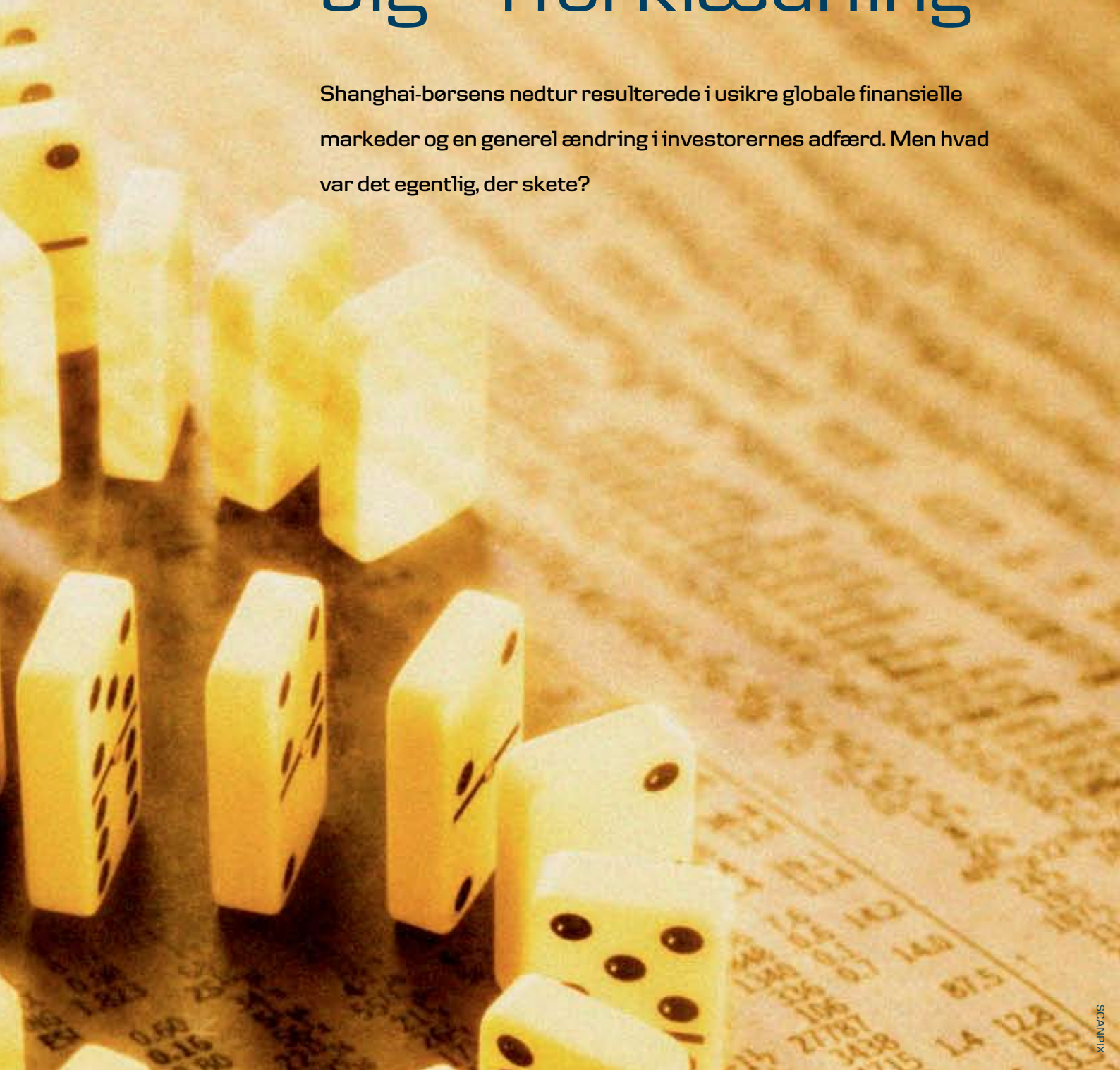
Ja, vi kan vel lære, at historien gentager sig, men når markedet skrider, er det altid udløst af nogle andre faktorer end sidste gang. Der kan findes et væld af gode argumenter for, at korrektionen eller nedturen ikke burde komme lige nu, lige så vel som der kan findes masser af gode grunde til, at det skulle være sket noget før. Historien gentager sig – i forklædning.

Da timing er det vanskeligste på børsmarkedet for investor, så er den bedste lære, vi kan uddrage af korrektionsfaser som disse, at man aldrig må glemme den underliggende risiko, når man investerer. Man må lære at stille sig tilfreds og turde nedtone sine positioner i perioder, hvor fornuftens advarslamper begynder at blinke – og så acceptere, at man muligvis ikke får de samme afkastprocenter som naboen. Men det er svært – når man nu fører 2-0 (vi vandt jo forresten EM-finalen 2-0 i sin tid...)



Historien gentager sig – i forklædning

Shanghai-børsens nedtur resulterede i usikre globale finansielle markeder og en generel ændring i investorernes adfærd. Men hvad var det egentlig, der skete?





Historien har det med at gentage sig. Også på børsen. Og den 27. februar skete det så igen. Et markant fald i Shanghai-børsens A-aktier – som primært er forbeholdt lokale kinesiske investorer, der til gengæld ikke kan investere i udlandet – skabte en voldsom ballade på de øvrige børser rundt om på kloden. Således faldt det amerikanske Dow Jones Industrial Average med 546 kurspoints i løbet af kort tid i den efterfølgende handel, hvilket faktisk er et af de største fald i indeksets historie. Og samme tendens sås på børserne i de øvrige udviklede lande, mens det gik endnu værre ud over udviklingsøkonomierne.

Nedturen fortsatte i de efterfølgende dage, efterfulgt af gradvise stigninger og nye større kursfald. I hele forløbet har analytikerne og investorerne naturligvis haft travlt med at forklare, hvorfor vingeslaget fra en kinesisk sommerfugl kunne skabe sådan et blæsevejr på de globale børser. I bagklogskabens klare lys er det tilsyneladende altid lettere at forklare, hvad der var årsagen til, at den generelle markedsstemning pludselig ændrede karakter. Lad os lige se på nogle af dem.

- Kommentarer fra tidligere chef for den amerikanske centralbank, Alan Greenspan, om risikoen for recession i USA.
- Stigende nominelle og reale renter i Japan har styrket den japanske yen og gjort det mindre attraktivt for de mere spekulative investorer at optage yen-lån og investere i aktier eller obligationer med en højere rente.
- Dårlige nøgletal for amerikansk økonomi, som øger fokus på risikoen for en betydelig økonomisk nedtur i USA.
- Fokus på subprime realkreditlån i USA – der er en tendens til, at de mindre kreditværdige boligejere i stigende grad ikke magter at betale af på deres lån, som er behæftet med højere rente end normale realkreditlån. Frygten går på, at denne tendens

øger risikoen for et svagere amerikansk forbrug. Men også generelt er der en opstramning af lånebetingelser i gang i den amerikanske finanssektor. Ifølge den amerikanske centralbank har 15 pct. af bankerne strammet lånebetingelserne i de sidste tre måneder af 2006.

- Faldet på den kinesiske børs blev angiveligt udløst af rygter om myndighedernes overvejelser om beskatning af aktieafkast. Og dette blev af nogle markedsdeltagere tolket som et delvist udtryk for et ønske om at bremse den høje vækst i den kinesiske økonomi.

Hvad er der reelt forandret?

Der er flere andre forklaringer. Men generelt har markedsaktørerne haft svært ved at finde noget, der har ændret sig fundamentalt i de seneste måneder, som kunne give anledning til så kraftige markedskorrektioner.

Faktum er nemlig, at ingen af de makroøkonomiske nøgletal har været ensidigt negative, ja faktisk har de ikke givet noget klart indtryk af den ene eller anden retning. En afmattende tendens, javist, men ikke noget, der varslende en forestående recession. Og Greenspan sagde faktisk heller ikke, at en recession i USA er sandsynlig. Han noterede sig blot, at de amerikanske virksomheders indtjening var begyndt at stabilisere sig; et tegn på at den økonomiske cyklus er på vej ind i slutfaserne – et faktum som ikke burde komme bag på nogen.

Greenspan udtalte imidlertid også, at boligmarkedet er en risiko, og det kan man ikke nægte. Lige så vel som de stigende huspriser og dermed friværddier har haft stor betydning for amerikanernes forbrug, så vil det også reducere forbruget, hvis boligmarkedet tager et markant dyk. Stagnationen i sig selv har også betydning, idet boligejerne nu ikke længere kan lukrere på, at prisstigninger på boligmarkedet klarer opsparringen for dem – fremover må de klare det selv. I den forbindelse er det værd at bemærke, at man i USA aldrig har

oplevet prisfald på boligmarkedet, hvis man fokuserer på årsvækststrategierne. Ikke desto mindre er boligmarkedet dog formentlig den største trussel mod det amerikanske aktiemarked, mener Danske Banks aktiestrateg (se artikel s. 8).

USA er ikke altafgørende

Bekymringen over en amerikansk nedturs effekt på verdensøkonomien er udbredt, og ser man på historien har USA i mange år været den globale økonomis førerhund. Styrkeforholdet mellem de store økonomier er imidlertid ændret i takt med globaliseringen, og det afspejler sig i, at resten af verden faktisk klarer sig ganske pænt, selv om USA er på vej ned i gear. Faktisk gav nettohandelen i fjerde kvartal af 2006 et ganske godt bidrag til væksten i USA's BNP, en indikation af, at det var udlandet, der trak USA, snarere end det omvendte.

I Kina fx, er forbruget ifølge det ansete tidsskrift, *The Economist*, stærkere end de officielle tal angiver, og investeringsbanken Goldman Sachs ser ingen tegn på, at Kina ikke vil fortsætte i det høje gear også i år. Japan er efter mange års krise endelig blevet selvkørende. Og de europæiske økonomier, især Tysklands, ser mindre »søvnlige« ud end for et par år siden. Indenlandsk efterspørgsel er Eurolands primære motorkraft, selv om en del af den investering, der udgør meget af dette, er rettet mod at producere eksportvarer. Og selv om arbejdsmarkedet strammer til i eurozonen, så er det ikke nødvendigvis en trussel mod væksten, hvis højere lønninger kan kombineres med højere beskæftigelse og dermed fundament for et øget forbrug.

En vis økonomisk dekobling mellem USA og de øvrige store økonomier synes med andre ord at være en realitet, hvilket også afspejler sig i, at Den Internationale Monetære Fond (IMF) forventer en vækst i verdensøkonomien på 5 pct. i 2007 – samme hastighed som sidste år.





There is something rotten...

Men når den kinesiske sommerfugls basken med vingerne alligevel kunne give de globale børser blæst om ørerne er der vel noget galt et eller andet sted. Stemningen på markedet har ændret sig. Investorerne er blevet mindre risikovillige og mindsker eksponeringen i de mere risikable aktiver. De har søgt væk fra kreditobligationer, statsobligationer i nye markeder og realkreditobligationer, væk fra de cykliske sektorer på aktiemarkedet – og gået i udviklede landes statsobligationer og mere defensive aktiesektorer.

En sådan reaktion er selvfølgelig klassisk under en sådan ballade. Men selv om vi måske bare befinder os i en korrektionsfase i et fortsat opadgående marked, så kan den mindre lyst til at påtage sig risiko meget vel vise sig at vare længere end nogle få uger eller måneder.

I de senere år har økonomerne gentagne gange advaret om, at de historisk lave renter ikke kunne holde. Al økonomisk teori og erfaring pegede på, at renterne nødvendigvis måtte stige, når verdensøkonomien i flere år kørte med vækstrater omkring det højeste niveau i 20 år. Men intet skete. Faktisk faldt renterne i perioder til stor frustration for økonomerne.

Og markedsdeltagerne vænnede sig til det. De lave renter og den globale pengeregighed gjorde det svært at finde interessante obligationer på de udviklede markeder og også aktierne begyndte at virke mindre attraktive. Stadigt flere blev derfor fristet af kreditobligationer, statsobligationer i nye markeder og mere risikable aktier i både nye og udviklede markeder. Og det skete der ikke noget ved. Tværtimod blev de belønnet med pæne afkast. Risikoaversionen blev historisk lav. Investorerne vænnede sig til høje potentielle risici, som imidlertid ikke udmøntede sig i virkeligheden.

»Krisen var en wake-up call for investorerne om de risici, der er derude. Investorerne var generelt blevet lidt for selvsikre, hvad angår risiko,« siger økonom på Massachusetts Institute of Technology og tidligere økonomisk rådgiver for præsident Bush, Kristin J. Forbes til New York Times.

De seneste tre år er over 500 mia. dollars årligt blevet investeret i værdipapirer i nye markeder som følge af investorernes jagt på afkast. Blandt dem, der har haft en lige lovlig tilbagelænet holdning til risiko, er ikke mindst de investorer, der i forvejen hører til de mere spekulative – i særdeleshed de store hedgefonde.

En klassisk investeringsstrategi for de mere risikovillige investorer har i mange år været de såkaldte *carry trades*. Man optager lån i en lavt forrentet valuta som CHF og især JPY, hvor renten har været næsten nul. Pengene placeres derefter i højt forrentede obligationer – hvilket typisk vil sige i virksomhedsobligationer og de nye markeders statsobligationer. Men dette har de senere år medført, at disse obligationers meraf-

kast i forhold til udviklede landes risikofrie statsobligationer er blevet reduceret mærkbart, og derfor har mange investorer i stor stil kastet sig over aktier – herunder også aktier i nye markeder. Dette eksponerer dem over for generelle kursstigninger i yen og kursfald på aktierne. Især de investorer, der har valgt at geare positionerne i form af, at de har lånt flere penge i yen, end de har stillet sikkerhed for.

Da krisen startede efter Shanghaibørsens fald, så man hurtigt efter en illustration af, at mange solgte ud af deres aktieinvesteringer både i udviklede og nye markeder og indfrie deres yen-lån, idet den japanske valuta og til dels CHF steg ganske markant.

Goldman Sachs: Korrektion i et bullmarked

Spørgsmålet er nu selvfølgelig om den situation, vi befinder os i, blot er en korrektion, eller om det er starten på en længerevarende nedtur. Ser vi på value-ringen af de udviklede landes aktiemarkeder er der ikke tale om dyre aktier – heller ikke når man tager højde for, at denne slutfase i den økonomiske cyklus betyder, at indtjeningsvæksten er faldende. Danske Banks samarbejdspartner, Goldman Sachs, mener ikke, der er grund til bekymring.

»Vi holder fast i vores synspunkt om, at dette er en korrektion i et strukturelt bullmarked. Til trods for, at vi venter en svagere vækst i USA end konsensus tilsiger, så anser vi stadig den globale vækst for stærk og vedholdende. Reale obligationsrenter er fortsat lave og finansielle betingelser generelt rimeligt rummelige. Sandsynligheden taler for, at virksomhedernes indtjening stadig vil vokse, om end med en lavere hastighed i år. På det grundlag er der ikke tale om ekstreme valueringer af aktiemarkedet i vores optik. Vi tror imidlertid, at investorerne nu er mere følsomme over for makrodata med en tilbøjelighed til at tolke overraskelser negativt,« siger Peter Oppenheimer, aktiestrateg i Goldman Sachs.

Han har sammenlignet den aktuelle situation med lignende episoder i børshistorien i perioden 1982-2000, som netop var kendetegnet af strukturelt bullmarked hele vejen. Aktiemarkedet i Europa er i gennemsnit faldet med 7,5 pct. i en korrektion og har været 1,6 måneder – sjældent mindre end tre uger. Det har typisk taget 2,5 måneder at indhente det tabte fra korrektionens bund.

Men de seneste ugers udvikling tyder på, at det ikke tager så lang tid denne gang.

»Vi tror, at korrektionen i aktiemarkedet er overstået. Der har kun været en beskedent ændring i vækstforventningerne i USA og Europa og i Kina er de faktisk steget. De globale likviditetsbetingelser er fortsat understøttende og vi forventer, at trenden i LBO og M&A-aktiviteter (se artikel s. 16, red.) vil fortsætte,« siger Peter Oppenheimer.

Han peger imidlertid på, at markedet er i en sårbar fase. At indtjeningsvæksten er i en afmatningsfase er

ikke overraskende, men de største risici knytter sig til boligmarkedet og forventningerne til inflationsudviklingen i USA.

»Markedet vil være meget følsomt over for økonomiske data i den kommende tid. Og i den forbindelse er det vigtigt at bemærke, at markedets stemning er ændret. Før 27. februar var markedets reaktion på nyheder generelt positiv, uanset i hvilken retning overraskelsen gik. Men nu er fortolkningen generelt negativ, også når der er positive overraskelser i de økonomiske data. Og det er en afspejling af den reducerede appetit på risiko,« siger aktiestrategen.

Goldman Sachs fastholder imidlertid forventningen om, at vi stadig befinder os i et stigende marked. Dette synspunkt støttes af de fleste andre større finanshuse og banker. De udviklede aktiemarkeder i ikke blot Europa (herunder Norden) men også USA og Japan ventes generelt at stige over resten af året og dermed fortsætte den lange optur, som startede tilbage i 2003.

Mere risikofokusering i nye markeder

Men noget har altså ændret sig, og verden og investorernes adfærd vil næppe længere se ud som før d. 27. februar. Investorerne har fået mindre lyst til at påtage sig risiko, og det billede vil højst sandsynligt ikke ændre sig.

Det sætter de nye markeder i en sårbar position. Som nævnt er penge-fosset ind i nye markeder de senere år, og investorerne er blevet belønnet med meget store afkast. Fx var aktieindekset i Bombay, kort før uroen startede, knap 50 pct. højere end for et år siden. Det mexicanske marked var 55 pct. højere. Og nye markeder som helhed var før krisen steget med 200 pct. siden 2003.

Et langt stykke hen ad vejen har kursstigningerne været retfærdiggjort af solid indtjeningsvækst, men en P/E på knap 16 for nye markeder som helhed vidner om et marked, som er dyrt, når det ses i forhold til den igangværende likviditetsopstramning, økonomisk afmatning i den vigtige amerikanske økonomi og en øget risikoaversion blandt investorerne.



Selv om han trådte tilbage som chef for den amerikanske centralbank i starten af 2006, skabte det stor opmærksomhed, da Alan Greenspan for kort tid siden kommenterede det amerikanske boligmarked og risikoen for en recession.

Alt tyder derfor på, at investeringer i nye markeder i den kommende tid vil være omgærdet af en vis forbeholdenhed og stille større fokus på risiko-/afkastforholdet.

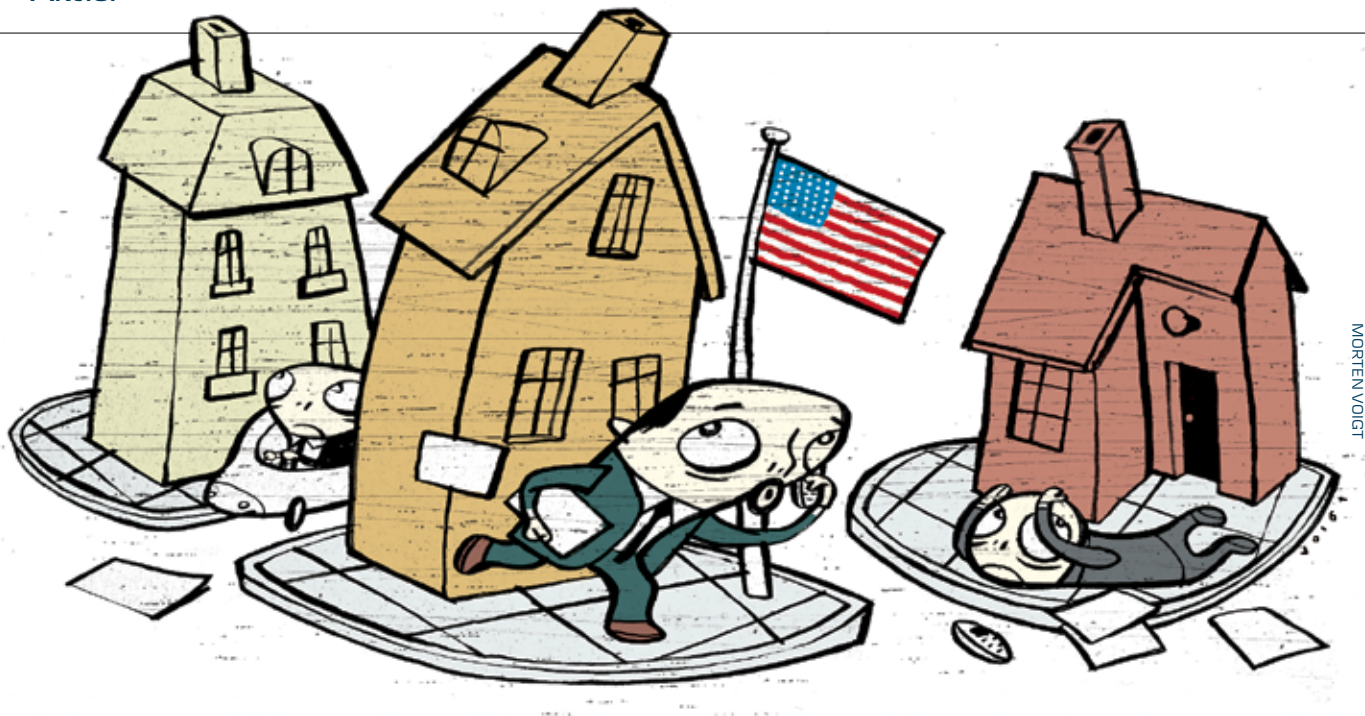
Kan vi lære noget?

Det store spørgsmål er så, om vi har lært noget af hele balladen. Vi har jo set det før. Eller har vi? Vi har i hvert fald før set, at en lille begivenhed kan sætte gang i en større uro – en begivenhed, som isoleret set er uden betydning.

Men når man så begynder at lede efter årsagerne, dukker der pludselig en masse plausible forklaringer frem – forklaringer, som hver for sig har en beskeden betydning, men som i det store billede gør det lettere at forstå, hvordan en liden tue kunne vælte et stort læs.

Det er bare svært, for ikke at sige umuligt, på forhånd at sige hvilken faktor, der bliver udslagsgivende for en større ballade. Klodens globaliserede økonomier og finansielle markeder er særdeles komplekse størrelser, hvor det er yderst vanskeligt at definere årsag- og virkningsforholdet – hvilke impulser, der stimulerer noget andet. Især i de senere år, hvor BRIK-landene (Brasilien, Rusland, Indien, Kina) for alvor er kommet på banen, og i stigende grad udvander USA's hidtil suverænt dominerende rolle i verdensøkonomien.

Når uroen *har* indfundet sig, er det lettere at se, hvordan tingene hænger sammen. Men på forhånd er det svært give et bud på hvorfor, hvornår og hvordan læsset vælter. Historien gentager sig – men det er i forklædning.



Aktiemarkedet er bange for boligmarkedet

Subprime er pludselig blevet et modeord i børsernes markedscommentarer og analyser, når der skal findes en forklaring på uroen i de udviklede landes finansielle markeder. Men hvad går det egentlig ud på?

Det amerikanske realkreditmarked minder på mange måder om det danske, men der er også et såkaldt subprime marked, som er rettet mod den del af låntagerne, der er mindre kreditværdige. Dette marked udgør 13,7 pct. af det samlede realkreditmarked. Renterne på dette marked er højere pga. låntagernes ringere betalingsevne.

Grunden til, at der er så meget fokus på subprime lån for tiden er, at antallet af misligholdte lån har været kraftigt stigende det seneste års tid, med en accelererende tendens de seneste måneder, så niveauet nu er det højeste siden 4. kvartal 2002. Også de tilfælde, hvor långiver har overtaget ejendommen som følge af misligholdte afdrag, har udvist en markant stigende tendens. Subprime lån udbydes typisk af mindre finansvirksomheder, og i de seneste måneder har låntagernes svigtende betalinger fået over 20 selskaber til at gå ned med flaget.

Det store spørgsmål er nu, om den tendens vi ser på den svageste del af det amerikanske realkreditmarked, spredt sig til det øvrige realkreditmarked. Her ses også en tilsvarende tendens, men dog ikke i så udpræget grad som på subprime markedet. Men tendensen er der, og for realkreditmarkedet som helhed er andelen af tilfælde, hvor långiverne overtager huset, steget fra 1,05 pct. i 3. kvartal 2006 til 1,19 pct. i 4. kvartal, viser de seneste tal.

Denne udvikling giver anledning til stor bekymring, for hvis der er noget, der har medvirket til at løfte det amerikanske forbrug og dermed økonomien siden recessionen i 2001, så er det netop huspriserne himmelflugt og dermed boligejernes mulighed for at belåne de høje friværdier – en mulighed som i stort omfang er blevet udnyttet.

Økonomerne i Danske Analyse mener, at problemerne i

subprime markedet er alvorlige, men tror ikke, at det indikerer starten på generelle problemer i kreditmarkedet med negative makroøkonomiske konsekvenser til følge.

»Det er kun forventeligt, at kreditkvaliteten på realkreditlån falder som reaktion på et stagnerende husmarked og de senere års opstramning af amerikansk pengepolitik. Alligevel skal investorerne dog være forsigtige med, at tolke subprime markedet som en indikator for en amerikansk recession eller generelle problemer i finanssektoren. Det er alt for tidligt, at konkludere, at USA's økonomi nu trækkes ned af, hvad der ser ud som en normalisering af kreditkvaliteten,« mener Morten Kongshaug, Danske Banks aktiestrateg.

Største trussel mod aktiemarkedet

Han understreger samtidig, at man ikke bør ignorere den potentielle trussel fra boligmarkedet.

»Det amerikanske husmarked er ude af balance og vil sandsynligvis lægge en dæmper på amerikansk økonomisk vækstmuligheder i de kommende kvartaler og år. Efter vores opfattelse implicerer det aktuelle hussalg i forhold til antallet af huse til salg, at huspriserne skal falde. Sker det i større stil, kan det let føre til en recession for den amerikanske husholdningssektor. Med andre ord så er ubalancen på det amerikanske husmarked stadig den største risiko for aktiemarkedet i 2007/2008,« pointerer Morten Kongshaug.

Han mener, at man blandt de nordiske sektorer i øjeblikket bør prioritere Finans, Health Care og Informationsteknologi højest, og anlægge en mere neutral holdning til Forbrugsvarer, Energi, Industri, Tele og Forsyning. Mens han er særlig kritisk over for Varige Forbrugsgoder, og Materialer.

Usikkerhed på dele af obligationsmarkedet

Uroen på de finansielle markeder havde kun en kortvarig og beskeden effekt på kreditspændet på Investment Grade virksomhedsobligationer. De mere risikable High Yield og statsobligationer i nye markeder har fået en lidt hårdere medfart, men ikke i samme omfang som under uroen maj-juni i 2006. Vi er nu ikke langt fra de rentespænd, der var gældende før 27. februar.

Obligationerne med den bedste kreditvurdering i kategorien Investment Grade er et segment, hvor rentespændet i forhold til sammenlignelige statsobligationer i USA og Vesteuropa i forvejen er på et historisk lavt niveau. Korrektionsfasen gav dog umiddelbart kun beskeden reaktioner, og er allerede indhentet igen på Investment Grade som helhed. Reaktionen har selv sagt været lidt større på europæiske High Yield-obligationer, men rentespændet indsnævres stadig og ligger ved redaktionens slutning kun 22 bp over niveauet før 27. februar. .

Merrenten på virksomhedsobligationer generelt i forhold til statsobligationer er siden 2002 blevet markant mindre. Det er der flere forklaringer på.

- Virksomhederne er i en sundere økonomisk forfatning efter flere år med solid indtjening og nedbragt gældsandel.
- De senere års usædvanligt lempelige pengepolitik i globalt perspektiv har presset de lange renter markant ned, og i jagten på attraktive afkast er blikket for mange investorer faldet på virksomhedsobligationer.
- Bankerne er stadig meget villige til yde lån, også til spekulative investeringer, herunder også Private Equity-fonde (se artikel s. 16).
- Strukturerede produkter handles mere end nogensinde og gør det muligt dels at købe obligationerne med en betydelig gearing og samtidig høste en attraktiv merrente. Strukturerede produkter har i sig selv skabt en høj efterspørgsel efter obligationer inden for især Investment Grade-segmentet.

Men selv om vi ikke har set de store reaktioner på markedet for virksomhedsobligationer, så er der øget nervøsitet på markedet, som udmønter sig i form af en højere volatilitet end før. Foreløbig er bankens analytikere af

virksomhedsobligationer imidlertid fortrøstningsfulde, hvis vi ser 3 måneder frem. De fundamentale forhold på virksomheds- og makroniveau er fortsat sunde, og Danske Banks officielle holdning til USA's økonomi og verdensøkonomien som helhed er optimistisk.

Den igangværende økonomiske afmatning vil dog uvægerligt øge risikoen for konkurser i markedet, og når det begynder at udmønte sig i virkeligheden, så vil vi se en udvidelse af kreditspændene, som kan blive yderligere forstærket af den øgede gearing, vi har set i forbindelse med de strukturerede produkter.

Statsobligationer i nye markeder

Også rentespændet på nye marketers statsobligationer i forhold til 10-årige stater i Euroland og USA er de senere år nået ned på historisk lave niveauer.

Men også her ser verden anderledes ud. Økonomierne er i en langt sundere tilstand, den politiske stabilitet er væsentligt højere, og generelt er forretningsmiljøet, ledelseskvaliteten i virksomhederne og uddannelsesniveauet på et betydeligt højere niveau, der mange steder nærmer sig vestlig standard. Dette har betydet, at flere lande gennem de seneste år er blevet opgraderet af de internationale kreditvurderingsbureauer – alt sammen forhold som har givet investorerne langt større tillid til de mere eksotiske markeder.

Ser vi længere frem, er der ifølge bankens analytikere ikke nogen tvivl om, at vi befinder os i en vedvarende forbedring af landenes kreditkvalitet og dermed opgraderinger af ratingen på deres statsgæld – i sagens natur en meget afgørende faktor, som taler for yderligere indsnævring af rentespændet til de udviklede lande.

Før uroen var rentespændet på 167

bp, men efter en kort tur over 200 bp er spændet nu nede på 177 og indsnævres stadig. Spørgsmålet er, hvor et "rimeligt" rentespænd ligger lige nu. Bankens analytikere bemærker, at den aktuelle prissætning af statsobligationerne i nye markeder er lidt højere end deres rating berettiger – et forhold, som øger risikoen for en vis korrektion.

Skær ikke alle over én kam

Men som altid, når det handler om investeringer, gælder det om at være selektiv. Blandt de latinamerikanske lande er det især Brasilien, der skiller sig positivt ud. Fx spår eksperterne i både banken og i de store udenlandske finanshuse samstemmende, at Brasilien inden for kort tid, måske allerede i 2008, når ratingen Investment Grade på sine statsobligationer.

Ruslands statsgæld, der i øvrigt er af en beskeden størrelse, er allerede blevet opgraderet af S&P til Investment Grade. Især Rusland er der generelt stor tillid til, da den er i sund og rivende udvikling på mange områder – til trods for, at Putins politiske sværds slag over for især USA måske kan give et indtryk af et land og en statsleder i krise.

EU's energimålsætning understøtter aktier i alternativ energi

PÅ EU-topmødet i marts blev der opnået enighed om en miljø- og energipakke, som bl.a. indebærer et bindende mål om, at 20 pct. af EU's energiforbrug i 2020 skal komme fra vedvarende energi.

Vedvarende energi dækker i dag syv pct. af energiforbruget i EU, og med et mål om 20 pct. i 2020 er der med andre ord lagt op til en massiv vækst inden for de sektorer og selskaber, der beskæftiger sig med teknologier til udnyttelse af vedvarende energikilder. Mest oplagte vindere på kort sigt er naturligvis selskaber, der relaterer sig til de energikilder, der er specifikt omtalt i EU-aftalen – energikilder, hvor den underliggende teknologi er så veludviklet, at de allerede i dag bruges i betydeligt omfang i energiforsyningen rundt omkring.

Den mest modne industri er vindmøllebranchen, hvor Danmark med Vestas har en global førerposition. Denne branche står utvivlsomt over for en markant vækstperiode.

Vandkraft spiller en betydelig rolle i visse landes energiforsyning, men i sagens natur er det jo kun en realistisk løsning for nogle få. Som eksempelvis Sverige, hvor vandkraft allerede i dag dækker 30 pct. af landets samlede energiforbrug.

Solenergien har ikke set lyset endnu

På en enkelt time modtager Jorden lige så meget energi fra Solen, som menneskeheden forbruger på et enkelt år.

Ifølge Det Internationale Energiagentur leverede solenergien i 2006 ikke

desto mindre kun 0,04 pct. af verdens elektricitet, selv om branchen har udvist eksplosive vækstrater de senere år, og de første praktisk anvendelige solceller så solens lys helt tilbage i 1954.

Solenergisektorens skilleskæl er de fotovoltaiske solceller, der stadig ikke er effektive nok, så solenergiens elektricitet prismæssigt kan ikke hamle op med kraftværkernes. Uanset hvornår gennembruddet kommer, er der ingen tvivl om, at solenergien kan blive en guldgrube for investorerne, hvis man rammer de rigtige selskaber.

I Europa er det tyske virksomheder, der stjæler opmærksomheden, når vi taler om solenergi. Massiv statsstøtte i en årrække er en væsentlig årsag til, at det ellers ikke overdrevent solbeskinnede Tyskland har sikret sig en plads i den globale front inden for solenergi sammen med Japan.

Debat om biobrændsel

Hvad angår biobrændstoffer, der også er omtalt i EU-aftalen – oven i købet med et specifikt mål - så er der naturligvis også her lagt op til vækst. Men som det er tilfældet med solenergi mangler det afgørende gennembrud i form af en effektiv konversionsproces, der gør, at man vil være i stand til at bruge planteaffald og træflis frem for

majs, korn, vegetabiliske olier, rapsolie og sukkerrør som i dag. Desuden er der i øjeblikket en heftig debat i gang om hvorvidt storstilet brug af biobrændsel er bæredygtigt i det store perspektiv.

Det handler om, at både sukker og korn er vigtige fødevaringredienser og i takt med, at den globale ethanolproduktion og –efterspørgsel øges, så presses prisen op på mange føde- og drikkevarer med u hensigtsmæssige konsekvenser.

I Mexico fx har der været social uro som følge af "tortilla-krisen" – forårsaget af stigende majspriser, idet bioethanol-producenterne i USA efterspørger den samme majs som de mexicanske tortillaproducenter. Og i Brasilien og sydøstasien planlægges rydning af store mængder regnskov for at gøre plads til yderligere produktion af hhv. sukkerrør og palmeolie.

Der er stor mediefokus på disse problemstillinger for tiden, og derfor er investeringer i producenter af biobrændsel forbundet med en vis risiko, selv om mange lande har erklæret at satse stort på denne energikilde.

Læs en uddybende artikel om EU-aftalen og alternativ energi i Netbanken.

Nordiske selskaber med relationer til alternativ energi

Danske Equities vurderer, at følgende nordiske selskaber, der alle har en aktuell købsanbefaling, har et kurspotentiale på mindst 10 pct. herfra på 12 mdr. sigt:

- Vestas,** verdens førende vindmølleproducent
- Danisco,** der leverer enzymer til produktion af biobrændsel
- Alfa Laval,** der er underleverandør af teknologi til producenter af biobrændsel

Stor risiko for prisfald på sommerhuse

Kraftige prisstigninger, færre solgte ejendomme og stigende korte renter er bare nogle af de faktorer, der betyder, at vi formentlig står over for en periode med prisfald på sommerhuse.

Afdragsfrie realkreditlån blev introduceret i 2003, og det fik en afgørende betydning for prisudviklingen på ejerboliger, men især også på markedet for sommerhuse. I 2004 blev 65 pct. af de handlede sommerhuse finansieret med variabelt forrentede lån, og en stor del af disse var afdragsfrie lån.

De foregående års massive prisstigninger på ejerboliger havde skabt stor friværldi for mange boligejere, hvilket i sig selv øgede manges investeringsmuligheder. Og da de afdragsfrie lån så kom på banen, var, det kombineret med det lave renteniveau, pludseligt muligt for mange at købe sig et sommerhus for en historisk lav månedlig nettoydelse.

Ser man på den gennemsnitlige ejertid for sommerhuse er det påfaldende, at hvor den i 1992 var på 24 år var den allerede i 2005 nede på 17 år. En klar indikation af, at mange har udnyttet de billige finansieringsmuligheder til at erhverve sig et sommerhus i forventning om, at prisstigninger som på ejerboligmarkedet ville give mulighed for en stor gevinst ved salgen inden for en kort periode. Den prisstigning vi har oplevet på markedet for sommerhuse de senere år har med andre ord højst sandsynligt været drevet af spekulative forventninger.

Stemningen er vendt

Men alting har en ende, og alt tyder på, at stemningen nu er vendt på markedet. De seneste markante rentestigninger kombineret med prisstigningerne på sommerhuse har ændret billedet drastisk. Renten på et FlexLån® (F1) er stort set fordoblet på halvandet år, og andelen af sommerhuse finansieret med afdragsfrie lån, heraf størstedelen variabelt forrentet, lå i 2006 på 30 pct. – hvorfor rentestigningen har haft stor gennemslagskraft. Samtidig er prisen på et gennemsnitligt sommerhus på 80 kvm.



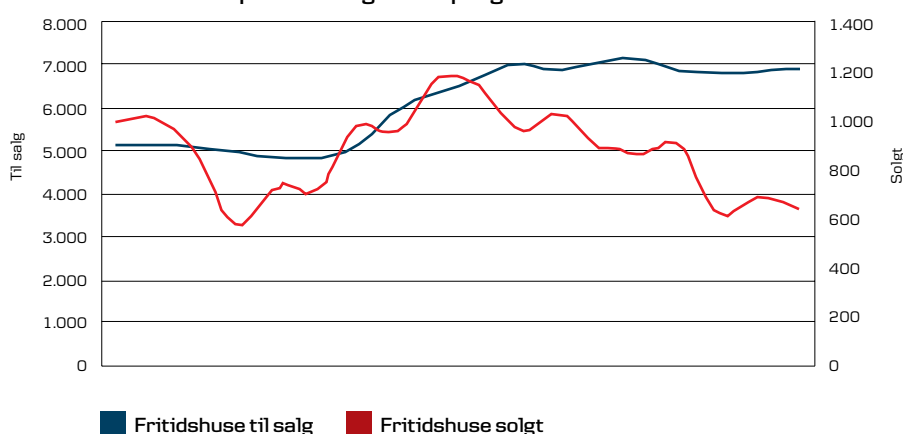
gået fra at koste 869.000 kr. i 4. kvartal 2003 til 1.384.000 kr. i 4. kvartal 2006. Det betyder konkret, at ønsker man at erhverve et gennemsnitligt sommerhus finansieret med et FlexLån® (F1) uden afdrag skal man som køber være villig til at sidde for hele 2.070 kr. mere i månedlig ydelse i 2007 i forhold til 4. kvartal 2003. Således er det blevet væsentligt dyrere at eje og spekulere i sommerhuse.

Det er derfor forventeligt, at investeringslystne sommerhuskøbere ikke køber sommerhuse i samme omfang som tidligere af to grunde. Dels er omkostningerne ved at erhverve et sommerhus steget, dels har priserne

nået et niveau, hvor forventningerne om fortsatte prisstigninger er urealistiske – hvilket også bekræftes af den aktuelle stagnation/prisfald på ejerboligmarkedet.

Vi kan i hvert fald se, at det høje niveau for priserne og den fortsatte usikkerhed om prisudviklingen gør, at mange sommerhusejere nu udbyder deres sommerhus til salg med profit for øje. Det betyder et øget udbud af sommerhuse i en situation, hvor efterspørgslen på markedet samtidig er klart vigende (se figur). Resultatet af sådan en situation er normalt, at priserne falder.

Stor forskel på udbud og efterspørgsel i markedet for sommerhuse



Global Emerging Markets

- en investering i morgendagens middelklasse

De største selskaber på udviklingsøkonomiernes aktiemarkeder, populært kaldet nye markeder (Emerging Markets) er velkendte navne med global rækkevidde. Og dermed ligner virksomhederne efterhånden mere de selskaber, der handles på de modne aktiemarkeder i USA og Europa, end regionale aktører rettet mod lokale vækstmarkeder. Elektronikvirksomheden Samsung har hovedsæde i Seoul i Sydkorea, men er en global koncern, og forretningen er langt mere afhængig af udviklingen i verdensøkonomien end af lokale konjunkturer. Et andet af de største selskaber på nye markeder – det store brasilianske energiselskab Petrobras - er noteret på børsen i Sao Paolo, men sidste år hentede virksomheden hovedparten af sin indtjening på 12 mia. dollars uden for landets grænser.

Virksomhederne er måske nationale flagskibe, men deres udsyn er i høj grad internationalt. Aberdeen Asset Management, som har investeret på nye markeder siden 1987, mener, at væksten fremover vil være drevet af den voksende middelklasse i udviklingsøkonomierne. I samarbejde med Danske Capital og investeringsforeningerne Danske Fund og Danske Invest lancerer Aberdeen nu en fond, der vil investere i de små og mellemstore virksomheder, der er bedst eksponeret mod den stigende velstand. INVESTERING har talt med Devan Kaloo, Head of Global Emerging Markets, Aberdeen Asset Management.

Hvordan adskiller den nye fond adskiller sig fra jeres brede Emerging Markets-fond?

Det overordnede makroøkonomiske tema er det samme. Ifølge Aberdeen vil den økonomiske vækst på nye markeder fremover især være drevet af

den store gruppe af unge, der nu gør sin entre på arbejdsmarkedet og som tjener, men ikke mindst - bruger penge. Vi mener, at det voksende indenlandske privatforbrug er en langsigtet case, og det afspejler sig både i vores brede Emerging Markets-afdelinger og den nye, mere fokuserede. Forskellen på de to er, at vi i Global Emerging Markets Smaller Companies bedre kan fokusere på de mindre selskaber, som er bedre eksponeret mod det indenlandske forbrug.

Hvordan vil det tema give sig til udtryk i porteføljen?

Den nye middelklasse i storbyerne bruger flere penge, og det skaber efterspørgsel. Ikke bare efter traditionelle forbrugsgoder, men finansielle tjenester og andre sektorer nyder også godt af den stigende velstand. I Indien var det tidligere stort set kun muligt at få bevilget et lån gennem det formelle banksystem, der i høj grad var reguleret af staten. En liberalisering af det finansielle marked har givet inderne en lang række nye muligheder for at optage lån og dermed finansiere bl.a. investeringer i virksomheder og ejendomme.

Hvorfor skal investorer, der allerede er eksponeret mod Emerging Markets, investere i en small cap-fond?

Denne fond har en højere grad af eksponering mod det indenlandske væksttema, som vi forventer, vil være dominerende de kommende år. Derudover har Global Emerging Markets Smaller Companies en lavere korrelation med andre aktivklasser, og endelig giver det særlige investeringsunivers af små og mellemstore virksomheder bedre mulighed for stock picking.

Hvordan investerer Aberdeen Asset Management?

Vi har en bottom up-tilgang. Det betyder, at vi bruger en stor del af vores tid på at besøge de enkelte selskaber for at finde frem til de virksomheder, der lever op til vores kvalitetskrav. Når vi først har identificeret de rigtige selskaber, venter vi så på, at de har den rigtige pris. Vi går efter at finde kvalitet og værdi. Over en årrække har vi gennemført tusinder af virksomhedsbesøg – sidste år blev det til over 1.300 på Emerging Markets. Hvis vi ikke kan lide et selskab, køber vi det ikke: Så simpelt er det. Kombinationen af et omfattende analysearbejde, og vores mange virksomhedsbesøg gør, at vi er bedre i stand til at finde skævheder i markedet.

Hvad adskiller Aberdeens proces fra andre forvalteres?

Investorer har en tendens til at se nye markeder som ét stort homogent univers. Naturligvis er der regionale ligheder, men vores opfattelse er, at de enkelte lande marcherer i deres helt egen takt. Aberdeen fokuserer derfor mere på at finde de rigtige selskaber end at udpege enkelte regioner. Generelt har investorer på nye markeder et ret præcist billede af de enkelte markeds potentiale, men er mindre gode til at finde frem til kvalitetsselskaber, fordi der er en mangel på analyse. For den aktive forvalter, der gør sit hjemmearbejde ordentligt, rummer universet af små og mellemstore selskaber gode muligheder for at skabe et merafkast.

Hvordan er forholdet mellem prisen på small cap og large cap på Emerging Markets?

Det gælder for stort set alle markeder, at prisforskellen er blevet reduceret

» Vi mener, at det voksende indenlandske privatforbrug er en langsigtet case, og det afspejler sig både i vores brede Emerging Markets-afdelinger og den nye, mere fokuserede. Forskellen på de to er, at vi i Global Emerging Markets Smaller Companies bedre kan fokusere på de mindre selskaber, som er bedre eksponeret mod det indenlandske forbrug.

[DEVAN KALOO, HEAD OF GLOBAL EMERGING MARKETS, ABERDEEN ASSET MANAGEMENT]



væsentligt. Men vores argument er ikke, at man skal købe small cap på nye markeder på grund af prisen. Den rabat er væk. I stedet hævder vi, at der er flere attraktive kandidater blandt de mindre selskaber. Selskabernes fundamentaler er ofte bedre, de har typisk stærkere balancer og bedre cashflow. Men vigtigst er det, at det er lettere at finde attraktive selskaber, der er orienteret mod hjemmemarkederne, som er et af de temaer, vi tror meget på. Man skal heller ikke undervurdere, at der også er større aktivitet på fusions- og opkøbsiden.

Kan du give eksempler på selskaber, I vil investere i?

Türk Ekonomi Bankası, eller bare TEB, som banken kaldes i Tyrkiet, er et af de selskaber, vi ser et stort potentiale i. Det er en veldrevet mindre bank, som har formået at styre sikkert uden om den økonomiske krise, Tyrkiet var inde i for nogen tid siden. TEB valgte for nylig at indgå i et joint venture med den franske storbank BNP Paribas, og kombinationen af tyrkernes lidt konservative stil, og franskmændenes erfaring med at drive detailbank, mener vi, er den helt rigtige.

Andre eksempler?

Den sydafrikanske detailkæde Mas-

smart. Selskabet er ligeledes særdeles veldrevet og har en stærk indtjening med fokus på cashflow. Massmart har opbygget en stærk lokal og regional position, hvilket gør det til en attraktiv investering på længere sigt. Det er den største detailkæde i Sydafrika, men har også butikker i nabolandene.

Hvad er dine forventninger til Emerging Markets på længere sigt?

Vi ser positivt på selskabernes langsigtede potentiale. Men vi henter også optimisme fra de mange strukturelle forandringer, der arbejder til fordel for økonomierne i Emerging Markets. Tidligere var man meget afhængige af den globale vækst, og selv om eksporten stadig betyder meget, resulterer den stigende økonomiske fremgang i, at den nye velfærd i højere grad ledes over i privat forbrug. Resultatet af at de indenlandske økonomier vokser støt kombineret med de demografiske forhold er en bedre balanceret økonomisk vækst. Så ikke alene høster landene fordelene af en stram finanspolitik og fleksible arbejdsmarkeder – de sidder også med en anden trumf på hånden: Deres enorme hjemmemarkeder. Det, mener vi, er med til at gøre Emerging Markets – og især de mindre selskaber med lokal eksponering – til en attraktiv investering i de kommende år.

Aberdeen Asset Management

Aberdeen Asset Management er med sine 20 års erfaring en af pionererne på Emerging Markets. Investeringerne styres fra London og Singapore, og der lægges stor vægt på valget af den enkelte aktie og dens langsigtede potentiale. Aberdeen Asset Management anbefaler aldrig en aktie uden først at have besøgt virksomheden. Analytikerne dækker selskaberne på tværs af brancher og regioner. Det betyder, at der altid er flere sæt øjne på de selskaber, der investeres i. Emerging Markets er et omfattende investeringsunivers, der i høj grad er underanalyseret, og den aktive kapitalforvalter har derfor gode muligheder for at skabe merafkast. Indien har fx ca. 7.500 børsnoterede selskaber – af dem analyseres kun en meget lille del regelmæssigt af de førende internationale institutioner. Aberdeen Asset Management screener og bedømmer samtlige potentielle investeringskandidater, der vurderes ud fra en række forhold som aktiens pris og kvaliteten af selskabets ledelse og forretningsmodel. Sidste år nåede Aberdeens hold af analytikere ikke færre end 1.316 besøg i 826 forskellige virksomheder. Det giver en unik indsigt i lokale markedsforhold.

Selvangivelsen 2006 og børsnoterede aktier

Selvangivelsen for 2006 skal snart afleveres og det er første gang de nye regler for beskatning af aktieavancer skal anvendes. De nye aktieavancerregler har givet anledning til en række ændringer i felterne på selvangivelsen. I det følgende gives en oversigt de vigtigste regler for selvangivelse af gevinster, tab og udbytter på børsnoterede aktier.

I skemaet nedenfor er de nye regler for beskatning af børsnoterede aktier angivet i hovedtræk.

Rubrik 66 "Gevinst/tab på børsnoterede aktier/investeringsforeningsbeviser og udbytte/udlodning, hvor der ikke er indeholdt udbytteskat. Tab angives med et minus."

Hvis der i indkomståret 2006 samlet set har været realiseret en avance på børsnoterede aktier, skal avancen selvangives i rubrik 66.

Som noget nyt i forhold til tidligere skal tab på børsnoterede aktier realiseret i 2006 også selvangives i rubrik 66. Nettotabet skal angives med minus. Tabet kan ikke fradrages ved opgørelse af indkomsten i 2006, men kan fremføres tidsubegrænset til modregning i avancer og udbytter på børsnoterede aktier i et senere indkomstår, eventu-

elt hos ægtefællen. Når tabet først er selvangivet vil SKAT automatisk tage højde for det, hvis der i et senere indkomstår realiseres avancer og udbytter på børsnoterede aktier.

Rubrik 68 "Den del af gevinst på aktier mv. i rubrik 66/67, der er ejet i mindre end tre år, erhvervet før 1. januar 2006 og afstået i 2006."

Efter reglerne i den nye aktieavancebeskatningslov beskattes avancer ved salg af børsnoterede aktier som aktieindkomst uanset ejertid. Efter de tidligere gældende regler blev avance på aktier ejet i mindre end 3 år beskattet som kapitalindkomst.

I den nye aktieavancebeskatningslov er der en sindrig overgangsregel, der skal forhindre skærpet beskatning. Overgangsreglen gælder avance ved

salg af aktier købt før 1. januar 2006 og som sælges inden 3 års ejertid. Avancer på sådanne aktier, som efter de nye regler ellers skulle beskattes med den høje aktieindkomstsats på 43 pct., overføres til beskatning som kapitalindkomst, hvis det er en fordel for investor. Det gælder, hvis investor har negativ nettokapitalindkomst (effektiv skatteprocent ca. 33). Det gælder også, hvis investor har positiv nettokapitalindkomst, men ikke betaler mellem-skat og topskat (effektiv skatteprocent ca. 39).

Investor skal blot skrive sine avancer på sådanne aktier i rubrik 68. SKAT sørger så automatisk for, at den del af avancen, der som udgangspunkt skulle beskattes med den høje aktieindkomstsats på 43 pct. bliver overført til kapitalindkomsten. Se eksempel 1.

Beskatning ved salg af børsnoterede aktier i hovedtræk (trådt i kraft pr. 1. januar 2006)

	Avance	Tab	Opgørelser af anskaffelsessum
Skattepligtige beholdninger	Aktieindkomst. (Dog i visse tilfælde kapitalindkomst, hvis aktierne købt før 1. januar 2006 og afstås inden 3 års ejertid)	Modregning i avancer og udbytter på børsnoterede aktier. Yderligere tab kan overføres til en samlevende ægtefælle eller fremføres til modregning først hos investor og dernæst eventuelt hos ægtefællen uden tidsbegrænsning.	Gennemsnitsmetoden
Skattefri beholdning (børsnoterede aktier med værdi på 136.600 kr. - ægtefæller 273.100 kr. og derunder pr. 31. december 2005)	Skattefri, hvis aktierne har været ejet i mindst 3 år på salgstidspunktet	Tab kan ikke modregnes, hvis aktierne har været ejet i mindst 3 år på salgstidspunktet.	Aktie-for-aktie-metoden.

HUSK, at handelsomkostninger altid kan fratrækkes, når gevinst og tab skal opgøres.

Blanket 04.055 "Bilag til selvangivelsen vedrørende tab på aktier opstået i 2001. Tab på fast ejendom, finansielle kontrakter mv., opstået i 2002-2006 til fremførsel til senere indkomstår."

Efter den nye aktieavancebeskatningslov kan fremførselsberettigede aktietab for det første modregnes i såvel aktieavancer som udbytter på børsnoterede aktier.

For det andet er gamle tab på børsnoterede aktier realiseret før og efter 3 års ejertid nu slået sammen og kan modregnes i avancer og udbytter på børsnoterede aktier uanset ejertid. Gamle tab på unoterede aktier erhvervet før 1. januar 2006 og ejet mindre end 3 år på salgstidspunktet kan også modregnes i avancer og udbytter på børsnoterede aktier. Se boksen nederst til højre.

Som noget nyt skal alene tab realiseret i indkomståret 2001 angives på blanket 04.055. Tabet angives i rubrik 81 "Fradragsberettigede tab ved afståelse af børsnoterede aktier og visse investeringsbeviser opstået i 2001" eller i rubrik 82 for så vidt angår unoterede aktier.

Fremførselsberettigede tab på børsnoterede og unoterede aktier realiseret i indkomstårene 2002 til 2005 skal i modsætning til tidligere ikke angives på blanket 04.055. SKAT har nemlig gemt de selvangivne tab for disse år, og vil automatisk modregne fremførselsberettigede tab i avancer og udbytter på børsnoterede aktier. Se eksempel 2.

Husk: Hvis et fremførselsberettiget tab ved en fejl ikke er blevet angivet på blanketten i et tidligere indkomstår, udelukker det ikke, at tabet kan modregnes i avancer og udbytter på børsnoterede aktier realiseret i indkomståret 2006. Det er dog et krav, at tabet kan dokumenteres. Det anbefales derfor, at tabet så vidt muligt selvangives i det år, hvor de konstateres.

Rubrik 61 "Udbytte af danske børsnoterede aktier i dansk depot og udlodning fra visse investeringsforeninger, der er indberettet til SKAT."

Udbytte af danske børsnoterede aktier i dansk depot skal selvangives i rubrik 61. Beløbet angives før fradrag af kildeskat.

Eksempel 1:

En privat investor har købt og solgt følgende aktier i selskab X:

Købsdato	Antal	Kurs	Kursværdi
2. januar 2005	500 stk.	300	150.000
2. juli 2006	<u>200 stk.</u>	370	<u>74.000</u>
I alt	700 stk.		224.000

Gennemsnitskursen udgør $224.000/700 = 320$.

Salg af 300 stk. den 2. oktober 2006 til kurs 390:

Salgspris (300 stk. x kurs 390)	117.000
- købspris (300 stk. x kurs 320)	<u>96.000</u>
Avance	21.000

Investor anfører avancen på 21.000 kr. i rubrik 68 og SKAT sørger automatisk for, at beløbet beskattes i kapitalindkomsten, hvis denne beskatning er lavere end 43 pct. **Husk** at avancen også skal indgå i den samlede avance på børsnoterede aktier, som angives i rubrik 66.

Eksempel 2:

Et ægtepar har i 2006 avance på børsnoterede aktier på i alt 80.000 kr., fordelt med 50.000 kr. til manden og 30.000 kr. til hustruen. I indkomståret 2003 har manden haft et tab på børsnoterede aktier på 60.000 kr., som blev selvangivet for 2003.

På selvangivelsen for 2006 skal manden anføre 50.000 kr. i felt 66 og hustruen selvangiver 30.000 kr. også i felt 66. SKAT modregner herefter automatisk tabet fra indkomståret 2003 i mandens avance med 50.000 kr., hvorefter det resterende tab på 10.000 kr. modregnes i hustruens avancer. Resultatet bliver således, at hustruen skal betale skat af aktieindkomst på 20.000 kr. Modregningen fremgår af årsopgørelsen for 2006.

Gamle tab

(realiseret i 2005 og tidligere) til modregning i avancer og udbytter på børsnoterede aktier

Hvilke tab?	Tab fra hvilke indkomstår?
Tab på børsnoterede aktier ejet under 3 år	• Tab realiseret i 2002 eller senere kan fremføres uden tidsmæssige begrænsninger • Tab realiseret i 2001 skal senest udnyttes i 2006. • Kan aldrig udnyttes.
Tab på børsnoterede aktier ejet over 3 år (over 100.000 kr.'s grænsen)	
Tab på unoterede aktier ejet under 3 år realiseret før 1. januar 2006	
Tab på børsnoterede aktier ejet over 3 år (under 100.000 kr.'s grænsen)	

Bemærk: Tab på børsnoterede aktier realiseret i 2006 skal anvendes til modregning i avancer og udbytter på børsnoterede aktier før tab fra tidligere indkomstår. Tab realiseret i 2001 skal anvendes før yngre tab.

Rubrik 63 "Udbytte af udenlandske børsnoterede aktier i dansk depot, der er indberettet til SKAT."

Udbytte fra udenlandske aktier i dansk depot anføres i rubrik 63, det kunne f.eks. være udbytte fra Nordea-aktier deponeret i Værdipapircentralen. Beløbet angives før fradrag af udenlandsk kildeskat. For udbytte fra udenlandske aktier m.v., der ikke er i dansk depot, gælder særlige regler.

SKATs beregningssystem

Til brug for beregningen af aktieavancer og tab har SKAT udviklet et nyt beregningssystem, som man kan finde på www.tastselv.skat.dk. Systemet gemmer de indtastede oplysninger, så man løbende kan indtaste køb og salg. Investor bør dog altid selv kontrollere beregningerne inden beløbene selvangives.

Hold øje med de store kapitalfonde på aktiemarkedet

Der er udsigt til at de såkaldte Private Equity-fonde vil fortsætte trenden med virksomhedsovertagelser, ikke mindst via Leveraged Buy-Outs – dvs. lånefinansierede opkøb af velfungerende, modne virksomheder – en trend, som investorerne skal være opmærksomme på.

De seneste års økonomiske udvikling har skabt ideelle vilkår for Private Equity-fondene, som har øget deres aktivitet på markedet kraftigt. Det globale Private Equity-marked er således vokset fra 100 mia. dollars i 2000 til mere end 600 mia. dollars i 2006.

Private Equity-fondenes aktiviteter er noget, som alle aktieinvestorer skal være opmærksomme på, idet alene rygterne om, at et selskab er i en fonds søgelys, kan påvirke kursen voldsomt. Private Equity-fond har en meget stor beholdning af ikke-børsnoteret kapital.

Det er oftest store institutionelle investorer, der er de primære indskydere i sådanne fonde – dvs. i det danske marked eksempelvis selskaber som Danica, ATP, PKA og PFA.

Selskaber, banker og investeringsforeninger er også eksempler på professionelle investorer, der køber sig ind i nogle af de mange Private Equity-fonde, der findes rundt omkring på kloden.

Venture

Hvordan Private Equity-penge anvendes, spænder vidt. *Venture* er nok den

mest kendte i den brede befolkning, da netop disse fonde har fået meget medieomtale, når afkastet har nået eksorbitante højder – eller konkursen er blevet en realitet som følge af fejlslagne investeringer. Ventureselskabet 2M Invest er et eksempel på en velkendt dansk venturefond, der nåede meget høje afkast af investeringer i IT-selskaber, men endte med at gå konkurs pga. overinvestering i mislykkede projekter.

Ventureselskaber er oftest orienteret mod nystartede teknologiselskaber eller andre selskaber i de tidlige faser

Udsigt til stærk vækst i Leveraged Buy-Outs

Leveraged Buy-Out (LBO) er en særlig gren inden for Private Equity-investeringer, som handler om overtagelse af et selskab for et betydeligt lånefinansieret beløb, typisk ved udstedelse af obligationer i High Yield-kategorien. Aktiverne i det overtagne selskab bliver oftest stillet som sikkerhed for lånoptagelsen, og den samlede gæld i forhold til egenkapitalen er typisk omkring 90/10.

Der er flere årsager til, at LBO er i så massiv fremgang i disse år. Efterspørgselen efter afkast, det massive globale likviditetsudbud og lave renter har sammen med finansiell innovation i kreditmarkedet været vitale drivkræfter på købersiden. Tilsvarende er overtagelsesmålene, de børsnoterede selskaber, kendetegnet ved en lav

finansiell gearing, sunde balancer og stigende frie cash flows gjort stigende gældssætning mulig.

Det kan virke paradoksalt, at jo sundere og mere solid et selskab er, desto større er risikoen for en fjendlig overtagelse. Men faktum er, at der under de gunstige finansielle betingelser vi oplever i disse år og problemet med at finde attraktive afkast for de professionelle investorer er kommet stigende fokus på optimering af kapitalstrukturen – og dette indebærer faktisk en betydelig gældssætning. Alt tyder på, at Private Equity, herunder LBO-aktiviteten, vil fortsætte væksten i år og blive et af de største temaer i aktiemarkedet. Alene i år har der i Europa allerede fundet 59 selskabsovertagelser sted via Private Equity.

Høj budpræmie ved LBO-overtagelse

For de almindelige investorer er det absolut værd at holde øje med LBO-aktiviteten. Den typiske budpræmie ved en overtagelse ligger således 15 pct. over den aktuelle aktiekurs.

Det er naturligvis særdeles umuligt med sikkerhed at sige hvilke selskaber, der bliver overtaget ved LBO-aktiviteter eller andre former for Private Equity-overtagelser. Ser man på de seneste år, så er det small cap-selskaber, der har genereret det bedste LBO-potentiale, men herved er mid- og large cap-selskaber kommet til at stå gunstigere, hvilket indikerer, at selskaberne bliver større i de kommende LBO-overtagelser.

Vi holder øje med kandidaterne

Næste skridt er vha. særlige avancere-

af en virksomheds levetid (f.eks. biotek) – dvs. selve idéen, som er virksomhedens fundament, opstartsfasen og ekspansionsfasen. Dansk/svenske Skype, der i 2005 blev købt af ebay for 25 mia. kr., er et eksempel på et selskab, der har ført en i dé ud i livet med hjælp fra risikovillige venturefonde.

Teknologi og til dels bioteknologi fylder naturligt nok en betydelig del af venturefondenes investeringsunivers, idet netop sådanne selskaber sjældent vil genere indtjening fra starten af virksomhedens levetid, men derimod kræver en kraftig kapitalindsprøjtning for dels at blive synlig, dels at få udviklet og implementeret idéen i praksis.

Buy-Outs

I den anden ende af Private Equity-universet finder vi *Buy-Out* investeringer. Dette handler om, at Private Equity-fonden køber et flertal af aktionærerne ud, som oftest dem alle. Er der tale om et børsnoteret selskab vil

man oftest se en efterfølgende afnotering af selskabet på børsen. Buy Outs finder ikke nødvendigvis kun sted i børsnoterede selskaber, og i nogle tilfælde er der også kun tale om overtagelse af f.eks. en division.

Leveraged Buy-Outs har været i markant vækst de senere år, og udgør ifølge Goldman Sachs over 17 pct. af det globale marked for opkøb og fusioner (M&A) mod 3 pct. i 2000. Dette begreb dækker også over den situation, hvor en fond køber aktionærerne ud, men det sker i vid udstrækning for lånte midler – dvs. typisk obligationsudstedelse. Et eksempel på en leveraged Buy-Out var, da kapitalfonden PurusCo og Goldman Sachs købte TDC i 2006.

Buy Out-markedet har ikke oplevet en bobleeffekt som venturemarkedet omkring 2000-2002, hvilket hænger sammen med, at fokusområdet er de mere modne virksomheder med solide markedspositioner og lovende fremtidsudsigter.

Kritik af LBO-aktiviteten

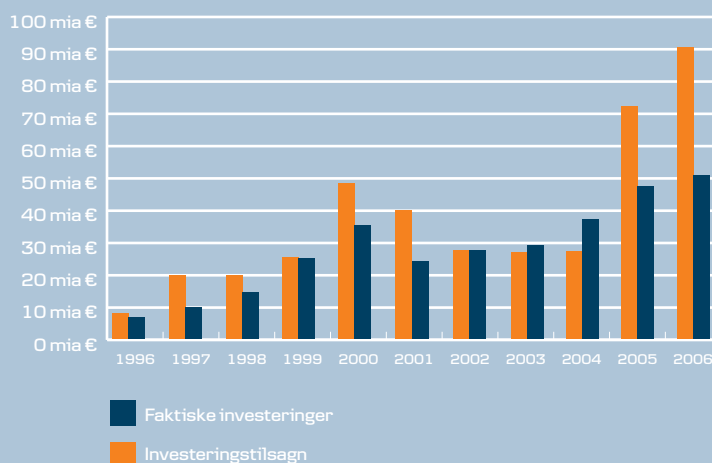
Der er stor fokus på kapitalfondenes rolle for tiden, både i medierne og på højt politisk plan. Kritikken er især rettet mod de lånefinansierede virksomhedsovertagelser, og flere europæiske lande overvejer indgreb for at undgå, at de nationale virksomhedsklenodier ender som "ofre" for de udenlandske kapitalfonde. I Danmark har regeringen netop sikret sig Dansk Folkepartis støtte til et lovforslag, der ventes fremsat i midten af april. Lovforslaget skal bl.a. sikre, at virksomheder i Danmark med overskud på driften ikke via en meget høj gæld og dermed meget store rentefradrag kan reducere skattebetalingen til et minimum – og dermed rammes netop LBO-opkøbene, som jo er baseret på en meget høj gældssætning. Vi vil i det kommende nummer af *INVESTERING* belyse lovforslaget.

Indgreb som disse hæmmer LBO-aktiviteten og dermed indflydelsen på aktiemarkedet, men da det er uklart i hvilket omfang det danske initiativ vil blive fulgt af andre, kan man endnu ikke sige i hvilket omfang LBO-aktiviteten i år evt. vil blive reduceret.



de screeningsmetoder at finde frem til de selskaber, der har netop de karakteristika, som Private Equity-fondene finder særligt attraktive, og dermed kan de potentielle overtagelseskandidater indsnævres til en overskuelig gruppe.

Danske Bank foretager fremover løbende en sådan screeningsproces i samarbejde med Goldman Sachs. Herunder sigter vi mod selskaber, der vil kunne levere en intern rente på mindst 15 pct. samt en budpræmie på mindst 20 pct. Er du interesseret i et få et overblik over de selskaber, der muligvis er i Private Equity-fondenes søgelys, skal du henvende dig til din rådgiver.



EN STÆRK INDIKATION AF FORTSAT VÆKST I LBO-AKTIVITETEN ER DEN STORE MÆNGDE INVESTERINGSTILSAGN FRA INVESTORERNE, SOM ENDNU IKKE HAR UDMØNTET SIG I FAKTISKE INVESTERINGER.

KILDE: EVCA, THOMPSON FINANCIAL, PRICEWATERHOUSECOOPERS

Sælg en put-option på Starbucks

Som omtalt på side 21 er amerikanske Starbucks et godt aktiekøb lige nu. Men i stedet for at købe Starbucks-aktien på det nuværende kursniveau, kan man vælge, at sælge en put-option i aktien og modtage betaling herfor. Man påtager sig dermed en forpligtelse til at købe Starbucks aktier på et lavere niveau.

Ved at sælge en put-option forpligter man sig til, at købe en aktie på en aftalt kurs frem til udløbstidspunktet.

Hvis man ikke ønsker at vente til udløbstidspunktet, kan man købe forpligtelsen tilbage i markedet.

Fx kan man – hvis Starbucks stiger og præmien pr. kontrakt falder til kurs USD 0,10 - købe kontrakterne tilbage og dermed hjemtage sin gevinst.

I eksempel 1 forpligter man sig til at købe Starbucks på kurs USD 30,00. Det vil sige, at aktien skal falde med 4,50%, før det er attraktivt for modparten at levere aktierne.

Derudover modtager man en præmie på 0,60 USD pr. aktie (i alt DKK 8.800) for forpligtelsen og man har dermed reelt købt Starbucks til kurs 29,50 (efter omkostninger) eller 7,00% bedre end spotkursen.

Man skal dog være opmærksom på, at der er skattemæssig forskel på, om aktierne leveres, kontrakterne købes tilbage eller præmien beholdes uden levering af aktierne (se skatteboks).

Prisfastsættelsen af optionen afhænger primært af ...

AFTALEKURSEN – jo lavere aftalekursen er i forhold til spotkursen, jo mindre er sandsynligheden for at den nås. Dette betyder, at hvis man i stedet forpligter sig til at sælge Starbucks på et lavere niveau end 30 USD som i eksemplerne vil betalingen herfor være mindre, da sandsynligheden for at forpligtelsen skal ske fyldest er mindre.

Fakta om en solgt put-option, hvor man forpligter sig til at købe en given aktie.

Den aktie, som put-optionen vedrører	(det underliggende aktiv)
Det tidspunkt, hvor put-optionen udløber	(udløbstidspunktet)
Den kurs, som put-optionen kan udnyttes til	(aftalekursen)
Den aktuelle aktiekurs på den aktie, som put-optionen vedrører	(spotkursen)
Prisen pr. kontrakt	(præmie pr. kontrakt)
Det antal aktier man forpligter sig til at købe pr. kontrakt	(kontraktstørrelsen)

Eksempel 1

Den underliggende aktie	Starbucks
Udløbstidspunkt	19. maj 2007
Aftalekursen	30,00
Spotkursen	31,72
Præmie pr. kontrakt	0,60
Kontraktstørrelsen	100
Underliggende værdi	500.000

Samlet præmie inkl. omk. 8.800 DKK

Reel anskaffelseskurs ekskl. omk.	29,40
Reel anskaffelseskurs inkl. omk.	29,50

Difference til spotkursen inkl. omk. 7,00%

Antal kontrakter kan beregnes til 30

Eksempel 2

Den underliggende aktie	Starbucks
Udløbstidspunkt	21. juli 2007
Aftalekursen	30,00
Spotkursen	31,72
Præmie pr. kontrakt	0,95
Kontraktstørrelsen	100
Underliggende værdi	500.000

Samlet præmie inkl. omk. 14.650 DKK

Reel anskaffelseskurs ekskl. omk.	29,05
Reel anskaffelseskurs inkl. omk.	29,14

Difference til spotkursen inkl. omk. 8,13%

Antal kontrakter kan beregnes til 30

RETLØBETIDEN – kunden modtager en højere præmie for put-optionen, jo længere den løber, da der dermed er større sandsynlighed for at forpligtelsen skal ske fyldest. Sammenholdes eksempel 1 med eksempel 2 ses det, at præmien pr. kontrakt er højere i ek-

sempel 2, hvilket skyldes at løbetiden i eksempel 2, er 2 måneder længere end i eksempel 1. Der kan dermed opnås en højere præmie i eksempel 2 ved salg af de samme 30 kontrakter – se graf.



SCANPIX

AKTIENS VOLATILITET – det vil sige, at i perioder med stor usikkerhed omkring en given aktie (eksempelvis frem mod en vigtig melding eller i perioder med stor uro på aktiemarkedet) opnås højere præmier ved salg af optioner. Grunden hertil er, at jo større udsving der forventes i den underliggende aktie, jo større sandsynlighed er der for, at put-optionen når aftalekursen.

Hvis nu forventningerne ikke holder stik, hvad så?

Skulle Starbucks spotkurs mod forventning ligge under aftalekursen ved udløb, så er man forpligtet til at købe 3.000 Starbucks aktier på kurs USD

30,00. Dette er dog en bedre udgangsposition end, hvis man havde købt aktien med det samme på USD 31,72 (spotkursen).

Salg af put-optioner giver dermed mulighed for at få betaling for at påtage sig en forpligtelse, og afventer man, at en aktie falder til et vist niveau, før man vil købe, kan man dermed få betaling for at vente.

Dette betyder dog ligeledes, at gevinsten på optionen aldrig kan blive højere end den modtagne præmie. Derfor er det vigtigt, at forholde sig til, hvor positiv ens forventning til kursudviklingen er. Ved en meget positiv indstilling kan det være fornuftigt at benytte sig af

en anden optionsstrategi, eventuelt en købt call-option, som omtalt i det forrige nummer af **INVESTERING**.

Handel med optioner kræver en aftale med banken, så hvis det har interesse, kan man henvende sig til sin investeringsrådgiver der samtidig kan oplyse om de skattemæssige konsekvenser samt praktiske forhold ved optionshandel.

Skatteregler

Skattereglerne for aktiederivater er tidligere blevet beskrevet i de forudgående numre af **Investering**.

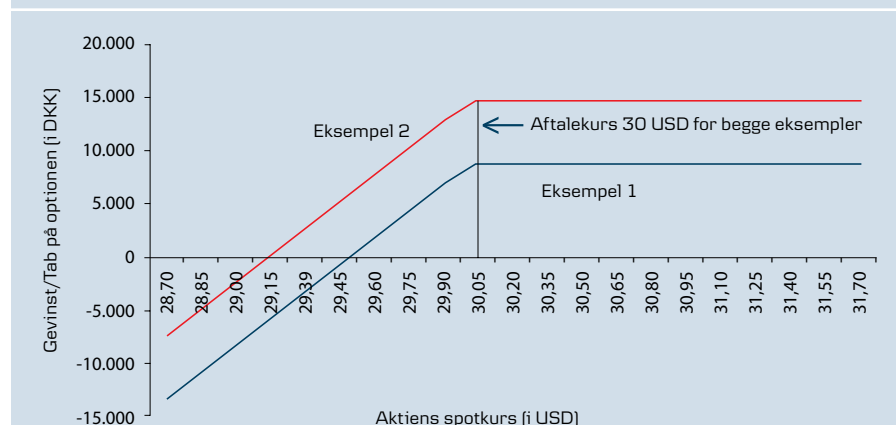
Den skattemæssige behandling af en udstedt put-option afhænger af, om optionen udnyttes eller ej.

Udstederen af en put-option modtager en præmie herfor. Hvis optionen ikke bliver udnyttet, beskattes præmien som personlig indkomst hos udstederen.

Hvis optionen derimod udnyttes og aktien leveres, indgår den modtagne præmie i aktiens anskaffelsessum. Aktien anses ved et senere salg for anskaffet til aftalekursen fratrækket den modtagne præmie. Gevinst og tab behandles herefter efter reglerne for aktier.

Indgås en modsatrettet kontrakt gælder der særlige regler for opgørelse og beskatning af gevinst eller tab på kontrakten.

Afkast-/risikoprofil for eksempel 1 & 2



Fiat er stærkt undervurderet

Autoindustrien er Fiats primære forretningsområde med mærkerne Fiat Auto, Alfa Romeo, Lancia, Maserati og Ferrari, men gruppen omfatter også landbrugsmaskiner og lastbiler.

Markedet har generelt kølige forventninger til den europæiske autosektor, men Goldman Sachs (GS) mener, at denne skepsis ikke er berettiget over for Fiat. Markedets forventning er, at ingen af divisionerne i Fiat-gruppen vil nå de finansielle mål, og forventningen til indtjeningen pr. aktie i 2008 ligger hele 25 pct. under GS' estimat.

GS begrundet sin optimisme i flere forhold. For det første anses det for et vigtigt element, at den nyligt lancerede Bravo-model rammer C-segmentet, den største og mest profitable del af det europæiske bilmarked, og vil blive efterfulgt af nye modeller i Lancia og Alfa Romeo inden for de næste to år. GS tror, at Fiats autodivision dermed har et godt udgangspunkt for fortsat at vinde markedsandele på det europæiske bilmarked. Generelt er Fiat-gruppen kendetegnet ved en differentieret produktportefølje, der udvides med lancering af i alt 12 nye modeller over de næste to år.

I divisionen med landbrugsmaskiner har koncernen også et godt udgangspunkt for at nyde godt af den stærke igangværende landbrugscyklus. En lignende stærk efterspørgsel ses i den europæiske efterspørgsel efter lastbiler, bl.a. i form af en nylig lanceret brændstoføkonomisk tung lastbil, som giver forventning om at Iveco-divisionen kan vinde yderligere fodfæste på markedet.

Dertil kommer, at Fiat-gruppens restruktureringsprogram og mange joint ventures nu begynder at give pote.

Med det mest omfattende optionsprogram i branchen til motivation af ledelsen og de mange positive tendenser tegner fremtiden lys for Fiat-gruppen. GS har Fiat-gruppen på favoritlisten Conviction List, og har et kursmål for Fiat-aktien på EUR 22 inden for de kommende 12 mdr. (aktuel kurs 18,84).



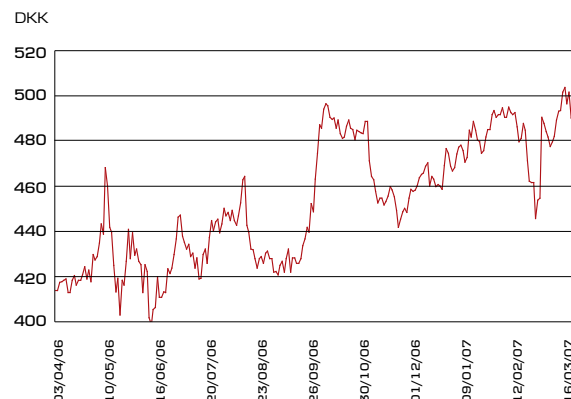
BERNAFON

William Demant i stærk vækst

William Demants tre primære forretningsområder består af høreapparater, diagnose instrumenter og personlig kommunikation. 89 pct. af selskabets omsætning kommer dog fra forretningsområdet høreapparater. Dette forretningsområde består af de to enheder Oticon og Bernafon. Oticon, som er den førende producent af høreapparater, sælger produkterne gennem handelsselskaber i 20 lande og omkring 80 uafhængige distributører verden over.

William Demant er i stærk vækst disse år og kunne ved præsentationen af regnskabet for 2006 i marts fremvise en vækst i resultatet før skat på 13 pct. (19 pct. justeret for engangsomkostninger) og en salgsvækst på 12 pct. EBIT-marginen var i 2006 på 25 pct., men ledelsen vil ikke afvise, at øget volumen vil kunne drive tallet op mod de 30 pct. Ledelsen har også udtalt, at man oplever William Demant og Phonak som de eneste selskaber i branchen, der i øjeblikket vinder markedsandele.

Danske Equities ser stærk vækst i 2007, hvilket vil blive understøttet af en lancering af en ny højpris-produktlinje i andet kvartal – som selskabets ledelse mener vil markere et paradigmeskift i branchen på niveau med præsentationen af de første digitale høreapparater i midten af 90'erne. Selskabet har desuden lanceret en ny trådløs platform, som skal danne grundlag for alle fremtidige Oticon produkter. Danske Equities' anbefaling på aktier i William Demant lyder på Køb med et kursmål på DKK 550 per aktie (aktuel kurs 490).





Amerikansk cafékæde med potentiale

Starbucks er ubestridt verdens største kæde af kaffebarer med hovedkvarter i Seattle, 140.000 ansatte i mere end 13.000 butikker globalt og en årlig omsætning på USD 7,8 mia. (2006). Kæden er repræsenteret i lande over hele verden, og 1. juni åbner Starbucks sin første skandinaviske café i Københavns Lufthavn i Kastrup. For det indeværende regnskabsår forventer kæden at udvide med yderligere 2.400 nye caféer rundt om i verden.

Medierne har ofte beskyldt Starbucks for at være et eksempel på amerikansk kultur-

imperialisme, og kæden har været skydeskive for en del dårlig omtale. Dog har kæden opnået mere positiv omtale i medierne i løbet af den seneste tid, hvilket en langsigtet aftale med de lokale myndigheder i Etiopien er eksempel på. Starbucks lægger vægt på bæredygtige og langsigtede aftaler med Etiopiens kaffebønder, og betaler velvilligt mere end markedsprisen for landets kaffe.

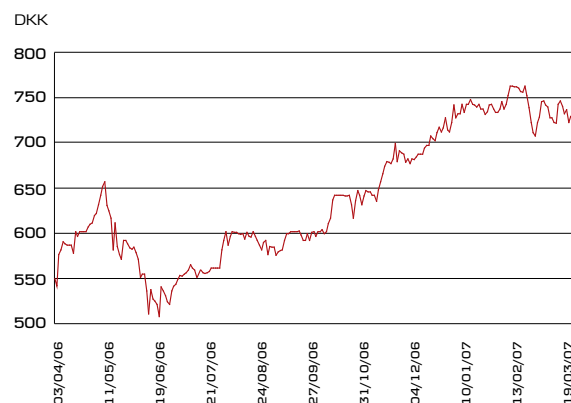
Investeringsbanken Goldman Sachs (GS) har inden for den seneste måned tilføjet Starbucks til listen over de mest favorable aktier med Køb-anbefalinger, Convicti-

on Buy List. I lyset af den seneste tids negative medieomtale, mener GS, at ledelsens gentagelse af forventningerne til 2007 og strategi bør kunne give fornyet tiltro fra investorernes side. Derudover handles aktien på nuværende tidspunkt i et historisk lavt niveau. GS ser et meget stort potentiale i aktien med et 12 mdr. kursmål på USD 43 per aktie – langt over den aktuelle kurs på knap 32.

Se i øvrigt artiklen s. 18 om muligheden for at lave en optionsstrategi på Starbucks.

Solar – førende distributør af el og VVS

Solar er en af Nordeuropas største grossister indenfor distribution af el- og VVS-komponenter til autoriserede installatører. Selskabets primære produkter består udover almindeligt elinstallationsmateriel ligeledes af elektroniske komponenter, materiel til edb- og data-installationer, tele- og alarmanlæg, materiel for varme, ventilation og sanitet. Selskabet forsøger i samarbejde med ledende producenter og leverandører kontinuerligt at tilføre branchen nye og innovative produkter. Anvendelsen af avanceret informationsteknologi internt såvel som eksternt er grundlaget for Solars forretningskoncept. Selskabet anvender derfor store ressourcer på yderligere udvikling af elektronisk handel og kommunikation.



Blandt selskabets største risici er bl.a. en brancherisiko i forbindelse med selskabets danske forretning, som udgør omkring 30 pct. af omsætningen, idet Folketinget har sat fokus på, at det danske marked for distribution af byggematerialer er for lidt konkurrencepræget. Derudover bevirker den høje konsolidering i branchen, at det bliver sværere at finde opkøbskandidater i fremtiden.

Danske Equities (DE) dækker Solar-aktien og anbefaler Køb med et kursmål på DKK 816 per aktie (aktuel kurs 720), idet DE mener, at aktiekursen er lav i forhold til sammenlignelige selskaber. Desuden bekræftede det gode årsregnskab for 2006 tillige, at Solar er et selskab, som tilbyder både vækst og afkast på samme tid. Selskabets forventninger til resultatet før skat i 2007 var dog lavere end DE's estimer, men en analyse af den historiske udvikling i selskabets initiale forventninger afslører, at disse historisk kun repræsenterer 70 pct. til 90 pct. af det realiserede resultat før skat, og at ledelsen dermed ofte lægger for konservativt ud. Dermed finder DE, at stærke markeder i vækst, en fornuftig omkostningsstruktur og høj profitalitet gør Solar til en oplagt købsmulighed i det nordiske distributionsmarked.



PRESSAULT



SDO-lån – skidt eller kanel?

Meget tyder på, at der er sikret et bredt flertal i Folketinget for det nye lovfor-slag om de såkaldte Særligt Dækkede Obligationer (SDO). SDO-lån vil kunne udbydes af banker og pengeinstitut-ter på lige fod med realkreditinstitut-terne. Der er i princippet ingen grænser for hverken løbetid eller af-dragsfrie perioder på SDO-lån. Er der tale om lån, som udnytter disse mulig-heder, og dermed afviger fra de regler, der gælder for de traditionelle realkre-ditobligationer, så er lånegrænsen iføl-ge forslaget imidlertid lidt lavere for SDO-lånene. Mere præcist 70 pct. og fra 2009 formentlig 75 pct. på boligens købstidspunkt – i modsætning til de traditionelle realkreditlån, hvor man kan låne op til 80 pct. af boligens skønnede handelsværdi. For de SDO-lån, der opfylder de gældende regler for realkreditlån – dvs. fx 30 års løbe-tid og 10 års afdragsfrihed – er låne-grænsen imidlertid stadig 80 pct.

Det særlige kendetegn for SDO-lån er, at prisudviklingen på boligmarke-det skal overvåges løbende. Hvis bo-ligprisudviklingen arter sig sådan, at SDO-lånet udgør mere end 80 pct. af boligens værdi, så skal det udstedende institut indskyde ekstra sikkerhed – heraf navnet Særligt Dækkede Obliga-tioner.

Det indbyggede princip om løbende overvågning og indskud af ekstra sik-

kerhed betyder principielt, at renten på SDO-obligationer med samme løbe-tid og karakteristika som de normale realkreditobligationer, vil være margi-nalt lavere, da de bør opfattes som mere sikre af investorerne.

SDO-lån er en fordel for låntagerne

I mediernes omtale af de nye lån er SDO-lånene jævnlgt blevet tillagt flere ulemper end fordele for boligejerne. Jens Peter Sørensen, chefanalytiker i Danske Banks obligationsafdeling, er dog ikke i tvivl om, at SDO-lånene er en fordel for låntagerne.

”Kritikken af SDO-lån er især gået på risikoen for, at regningen for indbe-taling af ekstra pant i tilfælde af pris-fald på boligmarkedet, som sender lå-net over 80 pct.-grænsen, sendes videre til låntagerne. Som det ser ud nu, vil lovforslaget indeholde en klau-sul om, at den supplerende sikker-hedsstillelse ikke kan overvæltet på den enkelte låntager. Men at et pant falder i værdi, er en helt sædvanlig ri-siko for et kreditinstitut,” siger Jens Peter Sørensen.

Han er overbevist om, at SDO-låne-ne ikke bliver dyrere for låntagerne end normale realkreditlån.

”Den hårde konkurrence i finanssek-toren betyde, at SDO-lånene i hvert fald ikke bliver dyrere end de normale real-kreditlån. Men vi vil utvivlsomt opleve

en kreativ produktudvikling, som kan gøre det lidt vanskeligere at lave en simpel prismæssig sammenligning af produkterne fra de forskellige udbydere i finanssektoren,” siger Jens Peter Sø-rensen, som imidlertid ikke tror, det bliver noget problem. Bl.a. fordi ”god skik”-reglerne stiller krav om en grun-dig rådgivning, som det også vil være i bankernes egen interesse at sikre.

Chefanalytikeren ser ikke den store risiko for, at SDO-lån vil påvirke pris-udviklingen på boligmarkedet synder-ligt.

”Effekten bliver begrænset, fordi vi i forvejen har afdragsfrie lån med i prin-cippet mulighed for 30 års løbetid. Eneste forskel er, at man på SDO-lån vil spare omlægningsomkostningerne hvert 10. år. At der bliver mulighed for lån på 50 år eller mere, tror jeg ikke, får nogen nævneværdig betydning. Den afgørende effekt af SDO-lån er, at låntagerne nu får mulighed for endnu mere fleksibilitet,” siger Jens Peter Sø-rensen.

SDRO-lån

Realkreditinstitutterne får eksklusiv adgang til at udbyde lån baseret på de såkaldte Særligt Dækkede Realkredit-Obligationer (SDRO), som også er om-fattet af reglen om løbende vurdering af boligens værdi.

Andelsboliger på markedsvilkår kan presse priser på ejerboliger

De voldsomme prisstigninger på boligmarkedet gennem mere end 10 år har naturligt medført, at også den offentlige ejendomsvurdering af ejendomme med andelsboliger er steget ganske kraftigt – med 76 pct. på landsplan og 140 pct. i København.

Det er op til de enkelte andelsboligforeninger at beslutte, hvilket princip for værdiansættelse man ønsker at anvende; en valuarvurdering, den offentlige vurdering eller ejendommens anskaffelsessum. For nybyggede andelsboliger er det normalt at tage udgangspunkt i ejendommens værdi på det frie marked, dvs. en aktuel valuarvurdering eller anskaffelsesprisen. Det betyder, at både andelsværdi og boligudgift er så høj, at omkostningen ved en nybygget andelsbolig for en andelshaver i mange tilfælde nærmer sig den samme samlede udgift, som en ejer af en tilsvarende ejerbolig oplever.

De gamle andelsboligforeninger benytter derimod ofte den offentlige vurdering, der indtil nu har været lavere end valuarvurderingen – der igen er lavere end valuarvurderingen for de nybyggede andelsboliger. For de gamle andelsboliger prisfastsætter valuaren nemlig ejendommen som en udlejningsejendom, der er underlagt huslejelovgivningens regler for omkostningsbestemt husleje.

Dette princip implicerer, at den samlede boligudgift for disse andels-havere typisk har været langt lavere end for folk i ejerboliger og nybyggede andelsboliger.

Andelshaverne i de gamle andelsboliger ønsker i stigende omfang også at få del i boligmarkedets prisfest, hvilket har afspejlet sig i de seneste års tendens i skift af vurderingsprincipper. Således skiftes der typisk fra anskaffelsespris til offentlig vurdering eller fra offentlig vurdering til en valuarvurdering – altså skift over mod en pris, der ligger tættere på det andelsboligerne ville kunne indbringe

på markedsvilkår. En valuarvurdering ligger i fire ud af fem tilfælde højere end den offentlige vurdering, der igen typisk er højere end anskaffelsessværdien – for de gamle andelsboliger.

Med de store stigninger i den offentlige vurdering – der med den nye vurdering i mange tilfælde ligger over valuarvurderingen – får mange andelsboliger nu et kæmpe prisløft. Det betyder, at stadigt flere af de ”gamle” andelsboliger begynder at nærme sig priser, der minder om ejerboligerne. Spørgsmålet er nu, hvor markedsprisen egentlig befinder sig, hvis det – som udviklingen tyder på – bliver normalt, at andelsboligforeningerne ønsker, at deres andelsværdier skal afspejle markedsvilkårene. Bliver det et sted mellem lejeboliger og ejerboliger? Eller vil danskerne acceptere, at den samlede boligudgift ved at bo i en andelsbolig er den samme som i en tilsvarende ejerbolig?

Når en boligsøgende i dag står med valget mellem en ejerbolig eller en nybygget andelsbolig, så er der en tendens til, at valget falder på ejerboligen, og det kan der være flere årsager til.

Men under alle omstændigheder er det en kendsgerning, at hvis andelsboligforeninger generelt ønsker en prisfastsættelse, der afspejler markedsvilkår, så er det slut med vennetjenerne, netværk og ventelister – andelsboligerne vil blive solgt på et frit og åbent marked. Og det indebærer, at antallet af boliger, som handles frit, stiger markant – især i København, hvor stigningen vil være på 150 pct.

Hvis der er købere, der er villige til at betale prisen, står andelshaverne til store gevinster – og det kan i teorien være med til at presse priserne på ejerboliger endnu højere op.

Sandsynligheden taler dog for, at når udbudet øges med 150 pct., så vil det lægge et nedadgående prispres på både andels- og ejerboliger.

Udlodning fra GN Store Nord kan behandles som aktiesalg

I oktober måned 2006 blev det offentliggjort, at GN Store Nord har indgået aftale med Phonak om salg af datterselskabet GN ReSound.

I forlængelse heraf har GN Store Nord på en ekstraordinær generalforsamling d. 5. januar 2007 besluttet en nedsættelse af aktiernes stykstørrelse fra nominelt 4 kr. til 1 kr. med en samtidig udlodning til aktionærerne på 61 kr. pr. aktie svarende til i alt ca. 12,5 mia. kr.

En sådan udlodning skal som udgangspunkt beskattes som udbytte.

SKAT har dog givet dispensation, således at udlodningen kan beskattes som aktieavance.

SKATs dispensation betyder, at investor ved opgørelse af avancen kan opnå fradrag for en del af anskaffelsessummen af aktierne. Hvis investor er skattepligtig af aktieavancen, så skal $\frac{3}{4}$ af den samlede skattemæssige anskaffelsessum for aktierne i GN Store Nord ved beregningen af aktieavancen henføres til udlodningen.

For såvel private investorer som for selskabsinvestorer vil det normalt være mest fordelagtigt at lade sig avancebeskatte. Det står den enkelte investor frit for at gøre brug af dispensationen.

Den enkelte investor kan derfor på selvangivelsen for indkomståret 2007 alternativt vælge at lade hele udlodningen – uden fradrag af anskaffelsessummen – beskattes som udbytte. Ifølge SKATs afgørelse skal GN Store Nord ikke indeholde udbytteskat af udlodningen.

Det bemærkes, at nedsættelsen af aktiekapitalen med udlodning til aktionærerne er betinget af, at handlen godkendes af konkurrencemyndighederne. Tidspunktet for udlodningen er derfor ikke endeligt fastsat.

Flere kapitler i det norske olieeventyr

Norske selskaber i olieservicebranchen står til at nyde godt af fortsat høj, global olieefterspørgsel og massive investeringer i olieindustrien i de kommende år.

Bekymringen over global opvarmning er blevet moderne. Selv i USA, der hidtil ikke har gjort væsen af sig mht. energibesparelser og klimaforandringer, er stemningen vendt og ved Oscaruddelingen i Hollywood valgte mange stjerner limousinen fra til fordel for »grønne«, brændstoføkonomiske biler. Den grønne bølge skyller over kloden, og fra politisk hold satses der nu bredt på udvikling og implementering af alternative energikilder i energiplanlægningen. Faktum er imidlertid, at bortset fra vindmøllerne, så er teknologien til udnyttelse af vedvarende energikilder ikke god nok endnu, og det vil tage nogle år endnu, før de kan levere konkurrencedygtige elpriser.

Derfor er de fossile brændstoffer stadig højt på dagsordenen og vil også være det i de kommende år.

Olieudbudet er på kort sigt en ret fast størrelse, idet de lave oliepriser fra midten af 80'erne og op gennem 90'erne medførte, at investeringer i oliesektoren blev forsømt. At udvikle nye oliefelter er en tidskrævende affære, så alene denne faktor lægger en bund under olieprisen.

Samtidig er en hel del oliefelter inden for en overskuelig årrække udtømte, og det tvinger olieproducenterne til nye massive investeringer i udvikling af nye oliefelter. Det vil i flere tilfælde betyde, at oliefelter i fx Barentshavet og på andre relativt dybe havområder, nødvendigvis må udvikles.

Stærk vækst for olieservice

Dette behov betyder, at der er lagt op til gode vækstår for *olieserviceindustrien* - som i forvejen nyder godt af, at den aktuelle høje oliepris er langt over det skæringspunkt, hvor udnyttelse af langt de fleste kendte oliefelter er rentabelt for olieselskaberne.

Flydende olieproduktion (FPSO) – dvs. via et tankskib frem for en boreplatform – er et område, der er i særlig høj vækst inden for oliebranchen i øjeblikket. De senere års teknologiske fremskridt inden for flydende produktion, lagring og offloading har fundamentalt ændret økonomien inden for udvikling af offshore oliefelter. FPSO-systemerne repræsenterer nu noget, der kan karakteriseres som en sikker og effektiv metode til at udforske det,



FPSO-skib fra Prosafe

der tidligere blev betragtet som utilgængelige felter i dybhavet – og er et omkostningseffektivt middel til at udvikle marginale reserver, der ikke vil kunne retfærdiggøre etablering af en fast platform. Danske Equities har identificeret 65 FPSO-projekter i projekterings- og planlægningsfasen, med forventet olieproduktion i perioden 2007-2012.

Investeringer i olieserviceindustrien er udover de fremtidige gunstige vækstbetingelser allerede nu kendetegnet ved en særdeles gunstig finansiell position. Går vi blot 5-6 år tilbage til tiden før olieprisen startede sin himmelflugt, var mange selskaber i sektoren hårdt pressede økonomisk, og flere var faktisk tæt på at kaste håndklædet i ringen. Men i de senere år har indtjeningen været meget høj, og generelt er selskaberne særdeles velpolstrede. Nogle anvender de mange penge til tilbagekøb af egne aktier, mens andre retter blikket mod potentielle opkøbsmuligheder, og derfor er der i øjeblikket lagt op til en konsolidering af den meget fragmenterede sektor.

Den seneste udvikling i den retning kommer fra BW Offshore, der i øjeblikket arbejder for en fusion med Prosafe.

Oversigt over aktuelle købsanbefalinger i olieserviceindustrien

Selskab	Profil
Acergy	Arbejder med udvikling og konstruktion af "havbund til overflade"-løsninger inden for offshore olie- og gasindustrien over hele verden.
BW Offshore	Ejer, udvikler og driver olie og gas FPSO'er (Floating Production, Storage and Offloading Units).
Prosafe	Prosafe er en integreret offshore service virksomhed, som råder over en betydelig flåde af indkvarteringsservicerigg. Stor erfaring med FPSO-projekter.
Seadrill	Et offshore drilling-selskab med 20 drilling-enheder samt yderligere 14 under konstruktion.
Fred Olsen Energy	Fred. Olsen Energy er en integreret offshore virksomhed med mere end 25 års erfaring indenfor offshore drilling.
Subsea 7	Specialist i undervands-serviceydelser og -udforskning. Stor erfaring med FPSO.

Modelporteføljer for obligationer

Modelporteføljerne viser bankens aktuelle anbefalinger under hensyntagen til forventninger til markedet, investeringshorisont og beskatning.

Personbeskattede med tidshorisont 0-3 år							Pensionsbeskattede med tidshorisont 0-3 år					
	DB eff. rt. 2]		Varighed 3]		Hpr. 59% skat 4]			DB-eff.rt.	Varighed	Hpr. ved 0% skat		
% andel Fondskode Papir	Skat	Skat	Off.	DB	DB pr.	Uænd.	% andel Fondskode Papir	Skat	Off.	DB	DB pr.	Uænd.
1]	45%	59%	Var.	Var.	12 md.	12 md.		0%	Var.	Var.	12 md.	12 md.
20 927090 RD 2.0 01/01/2008	2,88%	2,60%	0,75	0,75	3,11%	3,04%	5 927295 RD 5.0 Aio 10/01/2038	5,30%	11,32	6,55	5,00%	5,23%
50 927104 RD 2.0 01/01/2009	3,18%	2,89%	1,73	1,68	2,71%	2,90%	20 926507 RD 6.0 A 10/01/2032	5,64%	9,74	2,28	4,51%	4,74%
20 927112 RD 2.0 01/01/2010	3,06%	2,77%	2,70	2,58	2,52%	2,77%	35 927465 4.04Cibor6	-	-	0,24	5,56%	5,34%
10 927392 RD 3.0 A 10/01/2023	2,86%	2,40%	6,73	5,83	2,23%	2,54%	20 976113 4.27NYKcf5io16	-	-	2,52	6,04%	5,91%
							10 927376 4.26RDcf638	-	-	3,63	6,19%	5,98%
							10 927384 4.26RDcf6io38	-	-	3,91	6,28%	6,07%
100	5]	3,06%	2,76%	2,20	2,06	2,71%	2,87%	100		2,13	5,55%	5,46%

Personbeskattede med tidshorisont 3-7 år							Pensionsbeskattede med tidshorisont 3-7 år					
	DB eff. rt.		Varighed		Hpr. 59% skat			DB-eff.rt.	Varighed		Hpr. ved 0% skat	
% andel Fondskode Papir	Skat	Skat	Off.	DB	DB pr.	Uænd.	% andel Fondskode Papir	Skat	Off.	DB	DB pr.	Uænd.
	45%	59%	Var.	Var.	12 md.	12 md.		0%	Var.	Var.	12 md.	12 md.
30 927104 RD 2.0 01/01/2009	3,18%	2,89%	1,73	1,68	2,71%	2,90%	15 927317 RD 4.0 Aio 10/01/2038	4,93%	11,54	9,10	4,62%	4,87%
20 927112 RD 2.0 01/01/2010	3,06%	2,77%	2,70	2,58	2,52%	2,77%	20 927295 RD 5.0 Aio 10/01/2038	5,30%	11,32	6,55	5,00%	5,23%
25 927406 RD 3.0 A 10/01/2018	2,93%	2,48%	4,69	4,30	2,34%	2,63%	10 926507 RD 6.0 A 10/01/2032	5,64%	9,74	2,28	4,51%	4,74%
25 927392 RD 3.0 A 10/01/2023	2,86%	2,40%	6,73	5,83	2,23%	2,54%	15 927465 4.04Cibor6	-	-	0,24	5,56%	5,34%
							20 976113 4.27NYKcf5io16	-	-	2,52	6,04%	5,91%
							10 927341 4.51RDcf538	-	-	6,95	6,27%	6,46%
							10 927384 4.26RDcf6io38	-	-	3,91	6,28%	6,07%
100	3,01%	2,64%	3,88	3,52	2,46%	2,72%	100			4,44	5,45%	5,49%

Personbeskattede med tidshorisont over 7 år							Pensionsbeskattede med tidshorisont over 7 år					
	DB eff. rt.		Varighed		Hpr. 59% skat			DB-eff.rt.	Varighed		Hpr. ved 0% skat	
% andel Fondskode Papir	Skat	Skat	Off.	DB	DB pr.	Uænd.	% andel Fondskode Papir	Skat	Off.	DB	DB pr.	Uænd.
	45%	59%	Var.	Var.	12 md.	12 md.		0%	Var.	Var.	12 md.	12 md.
10 927104 RD 2.0 01/01/2009	3,18%	2,89%	1,73	1,68	2,71%	2,90%	35 927317 RD 4.0 Aio 10/01/2038	4,93%	11,54	9,10	4,62%	4,87%
15 927112 RD 2.0 01/01/2010	3,06%	2,77%	2,70	2,58	2,52%	2,77%	20 927295 RD 5.0 Aio 10/01/2038	5,30%	11,32	6,55	5,00%	5,23%
15 927406 RD 3.0 A 10/01/2018	2,93%	2,48%	4,69	4,30	2,34%	2,63%	10 926507 RD 6.0 A 10/01/2032	5,64%	9,74	2,28	4,51%	4,74%
35 927392 RD 3.0 A 10/01/2023	2,86%	2,40%	6,73	5,83	2,23%	2,54%	10 976113 4.27NYKcf5io16	-	-	2,52	6,04%	5,91%
25 927430 RD 4.0 A 10/01/2038	2,65%	2,06%	11,64	8,23	1,97%	2,24%	10 927341 4.51RDcf538	-	-	6,95	6,27%	6,46%
							15 927384 4.26RDcf6io38	-	-	3,91	6,28%	6,07%
100	2,88%	2,44%	6,49	5,26	2,28%	2,55%	100			6,13	5,26%	5,39%

Modelporteføljerne angiver, hvilke obligationer og hvilken vægtning af disse, som banken (ved redaktionens slutning) anbefaler kunder med en given beskatning og tidshorisont.

- 1) Angiver hvor stor en andel, der anbefales af den enkelte fondskode i porteføljen.
- 2) DB eff. rt. (Danske Bank effektiv rente) er korrigeret for skat samt evt. ekstraordinære udtrækninger. Anvendes kun til at sammenligne 2 obligationer med samme udløb og ydelsesprofil på investeringstidspunktet.
- 3) Officiel varighed angiver den procentvise ændring i en obligations værdi ved en renteændring på 1%. DB-varighed udtrykker det samme, men korrigeret for evt. ekstraordinære udtrækninger på konverteringstruede obligationer.
- 4) Hpr. (horisontafkastet) udtrykker det forventede afkast på 12 mdr. sigt. Viser, hvilket afkast du kan forvente ud fra givne forudsætninger til renteniveau og evt. forventning til ekstraordinære udtrækninger på konverterbare realkreditobligationer. DB er Hpr. med baggrund i vores officielle 12 mdr. prognose. Uændr. er Hpr. beregnet ved en uændret rentekurve om 12 mdr. Afkastet udtrykker således kuponrente samt løbetidsforkortelsen på obligationerne.
- 5) Her kan du se de nævnte nøgletal beregnet på den samlede portefølje.

Euroland

Euroland har overrasket i slutningen af 2006. Spørgsmålet er, om overraskelserne fortsætter i år. Vi tvivler på det. Tværtimod er der udsigt til et mere gennemsnitligt år for europæisk økonomi. Én af grundene til at især tysk økonomi overraskede positivt sidste år var således momsforhøjelsen fra 1. januar 2007. Den førte til, at forbrugerne fremrykkede efterspørgselen til før nytår, og det skabte mere optimisme, end den underliggende udvikling egentlig lagde op til. Selv om tysk økonomi er i fremgang, vil momsforhøjelsen sammen med den strammere pengepolitik og stærkere euro skabe lidt modvind i første halvår 2007. Tysk og europæisk økonomi er på vej tilbage i normalt leje.

Baltikum

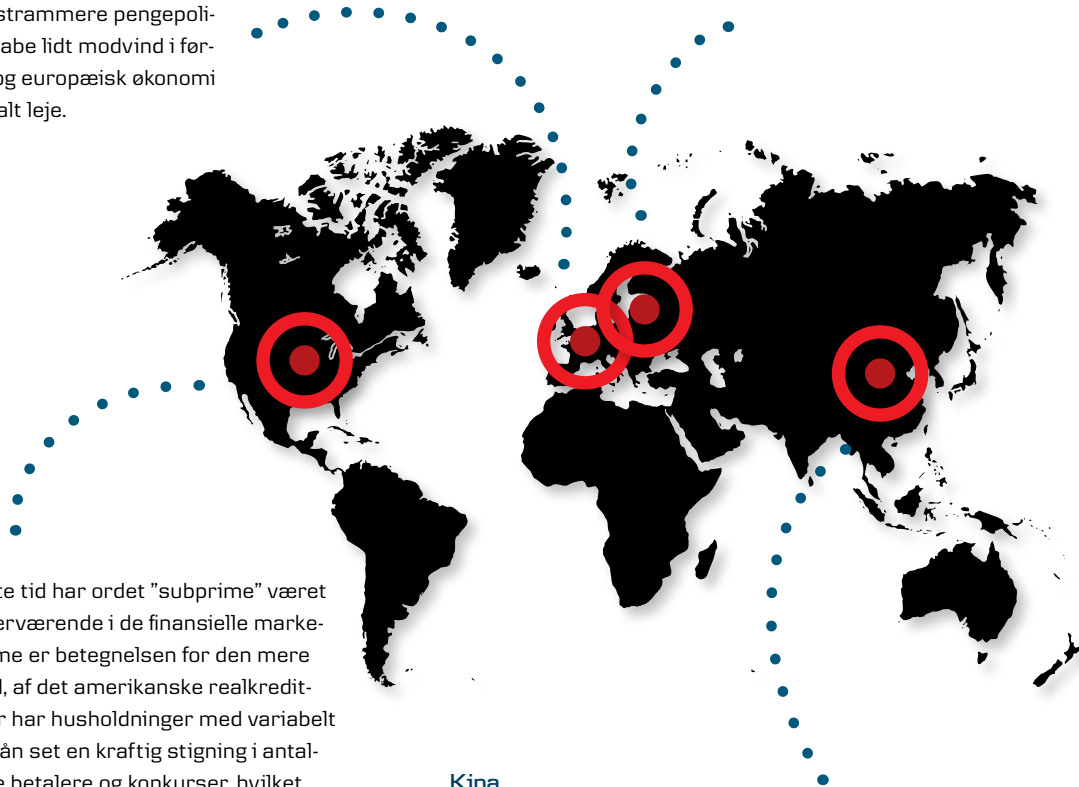
Siden kommunismens fald og de baltiske landes uafhængighed fra Sovjetunionen har de tre baltiske lande, Estland, Letland og Litauen, oplevet et sandt økonomisk mirakel. Det har medført en markant fremgang i levestandarden i alle tre lande. Nu er situationen dog markant ændret til det negative. På mange måder er de tre lande blevet ofre for deres egen succes. Således har meget høj udlånsvækst ført til en eksplosion i privatforbruget og investeringer (særligt indenfor byggeriet). Det har ført til en markant forværring af betalingsbalancen i alle tre lande. Værst ser det ud i Letland, hvor betalingsbalanceunderskuddet nærmer sig 25% af BNP. De stigende betalingsbalanceproblemer og frygt for en hård landing i lettisk økonomi har på det seneste sat den lettiske fastkurspolitik under voldsomt pres. Der er bestemt en risiko for, at det vil smitte negativt af på markederne i Estland og Litauen.

USA

I den seneste tid har ordet "subprime" været allestedsnærværende i de finansielle markeder. Subprime er betegnelsen for den mere risikable del, af det amerikanske realkreditmarked. Her har husholdninger med variabelt forrentede lån set en kraftig stigning i antallet af dårlige betalere og konkurser, hvilket har øget bekymringen omkring amerikanske vækst. Da andelen af forbrugere med dårlige subprime-lån udgør en forholdsvis beskeden del af de amerikanske husholdninger, bør det imidlertid ikke få en markant negativ effekt på den samlede økonomi. Problemerne skal i højere grad ses om udtryk for, at stramningen af pengepolitikken er begyndt at virke. Den ændrer dog ikke ved, at amerikansk økonomi er inde i en lidt svag periode.

Kina

Over de seneste år har alverdens økonomer forudsagt, at den kinesiske vækst vil dø ud. Der er blevet snakket om en "blød landing" og en "hård landing", men faktum er, vi endnu ikke har fået nogen landing. De officielle væksttal viste, at væksten i 2006 var den kraftigste i over 10 år. Og de seneste nøgletal peger på en reacceleration i den kinesiske økonomi. Hvordan kan det være? Den væsentligste grund er Kinas meget konkurrencedygtige eksportsektor. Kina har simpelthen sådan en konkurrencemæssig fordel pga. billig arbejdskraft, veludviklet infrastruktur og distributionsnet, lave finansieringsomkostninger og en undervurderet valuta. Den voldsomme eksportvækst trækker kraftige investeringer i industriktoren og infrastruktur med sig. Denne proces vil fortsætte lang tid endnu, og derfor er der mange år til, at Kinas vækst dør ud - til gavn for Kina og verden.



Sektor/selskab	Land	Anbefaling	Kurs 02.04.07	Kursændring i pct. Senest. md.	År til dato
Energi					
Olje- og gastjenester					
BW Offshore	NO	K	25,5	-3,0	-2,7
Prosafe	NO	K	93,1	8,4	5,2
Acergy	NO	K	127,3	9,2	6,0
Seadrill	NO	K	100,5	6,2	-4,5
Olje og gas					
DNO	NO	H	10,9	4,9	-5,1
Fred. Olsen Energy	NO	K	305,5	7,0	4,6
Statoil	NO	H	164,5	5,1	-0,5
Subsea 7	NO	K	116,0	12,6	0,9
Materialer					
Kemikalier					
Auriga Industries A/S	DK	K	163,0	9,4	2,8
Novozymes	DK	H	491,0	0,9	1,0
Konstruktionsmaterialer					
H+H International	DK	K	1.850,0	-0,5	0,5
Containere					
Brdr Hartmann	DK	S	206,0	3,0	-9,3
Papir & skovprodukter					
Holmen	SE	K	293,0	1,9	-1,7
M-real	FI	H	5,8	12,8	21,3
Norske Skog	NO	S	105,0	1,0	-2,3
SCA	SE	K	376,5	2,9	5,3
Stora Enso	FI	H	12,9	3,4	7,7
UPM-Kymmene	FI	H	19,1	-2,8	-0,4
Industri					
Fly & forsvar					
SAAB	SE	K	187,0	-0,8	-11,0
Byggeprodukter					
ASSA ABLOY	SE	K	162,0	8,0	8,7
Dantherm Holding	DK	H	108,0	9,1	3,4
Flügger	DK	H	686,0	0,2	-6,0
Rockwool International	DK	K	1.160,0	15,8	32,7
Entrepenører					
FLSmidth & Co	DK	K	378,0	0,5	5,3
Højgaard Holding	DK	H	235,0	-5,6	2,2
Monberg & Thorsen	DK	H	521,0	0,8	7,4
Per Aarsleff	DK	K	535,0	4,5	5,9
Elektronik					
NKT Holding	DK	K	442,5	-5,8	-11,4
Schouw & Co	DK	K	439,5	14,0	21,9
Vestas Wind Systems	DK	K	311,5	15,6	30,5
Maskinindustri					
Alfa Laval	SE	K	369,5	4,1	19,6
Atlas Copco	SE	H	236,0	7,8	2,6
Cardo	SE	H	270,0	3,9	3,9
Kone	FI	H	42,6	-0,3	-0,7
Metso	FI	H	40,0	6,2	4,7
Munters	SE	H	302,5	5,6	-4,6
Scania	SE	S	545,0	5,0	13,3
SKF	SE	H	147,5	10,5	16,6
Tomra Systems	NO	H	44,0	-3,9	2,3
Trelleborg	SE	K	189,0	3,6	15,2
Volvo	SE	K	597,0	7,8	26,6
Handel og distributører					
Brdr A&O Johansen	DK	H	1.770,0	-1,7	6,6
DLH	DK	H	107,0	-7,4	0,9
Solar A/S	DK	K	727,0	2,5	2,4
Sanistål	DK	K	1.037,0	2,7	20,6
Serviceselskaber					
Gunnebo	SE	H	74,8	1,0	-5,4
Securitas	SE	K	108,0	4,1	1,7
Securitas Systems	SE	K	25,4	5,0	-8,3
Transport					
A. P. Møller - Maersk	DK	H	59.300,0	1,9	11,5
Broström	SE	K	143,0	6,3	-4,7
DFDS	DK	H	745,0	-2,2	9,6
DSV	DK	K	988,0	5,1	-4,3
Mols-Linien	DK	K	500,0	4,2	4,8
SAS	SE	H	134,5	11,2	15,5
Torm	DK	K	386,0	4,5	4,3
Forbrugsgoder					
Bilkomponenter					
Varige forbrugsgoder					
Bang & Olufsen	DK	K	675,0	-0,3	-7,3
BoConcept	DK	K	427,0	12,5	13,9
Ekornes	NO	H	148,0	6,5	3,5
Electrolux	SE	H	179,0	14,7	53,1
Fritid					
PARKEN Sport & Entertainment A/S	DK	S	1.580,0	8,6	24,4
Royal Caribbean Cruises	NO	K	258,0	3,8	-0,4
Tekstil & Beklædning					
IC Companys	DK	K	315,0	-2,6	-17,1
Medie					
Eniro	SE	H	85,0	0,0	-6,1
Metro International	SE	K	10,0	6,4	9,9

Stærk Køb (SK): Kursen ventes at stige med over 20 pct. **Køb (K):** Kursen ventes at stige med mellem 5 pct. og 20 pct. **Hold (H):** Kursen ventes at udvikle sig i intervallet -5 pct. til +5 pct. **Sælg (S):** Kursen ventes at falde med mere end 5 pct. **n.a.:** Selskabet er ikke analyseret p.t. Anbefalingerne er absolute og på 12 måneders sigt. Derudover to kortsigtede anbefalinger: **Trading Sælg (TS):** Kursen ventes at falde mindst 10 pct. på 3 måneders sigt. **Trading Køb (TK):** Kursen ventes at stige med mindst 15 pct. på 3 måneders sigt. **DK:** Danmark, **NO:** Norge, **SE:** Sverige, **FI:** Finland.

MTG	SE	H	410,0	2,2	-8,9
Observer	SE	S	31,5	8,3	-18,6
Schibsted	NO	K	265,0	5,2	18,8
Detailhandel					
Hennes & Mauritz	SE	K	410,5	12,3	18,6
Fødevarer					
Carlsberg	DK	S	596,0	1,9	6,2
Cermaq	NO	K	116,0	-1,3	27,5
Danisco	DK	K	443,0	-0,3	-7,9
EAC	DK	H	266,0	7,7	-15,8
Harboe	DK	H	215,0	-3,6	-6,5
Orkla	NO	H	438,0	10,1	24,1
Marine Harvest	NO	K	7,2	2,1	26,1
Royal Unibrew	DK	H	680,0	-0,4	-8,1
Tobak					
Sundhed					
Medico					
Coloplast	DK	K	471,0	0,2	-7,8
Getinge	SE	K	159,5	9,4	3,9
William Demant	DK	K	499,5	8,4	9,1
Bioteknologi					
ALK-Abellø	DK	S	1.042,0	-7,2	-26,1
Bavarian Nordic	DK	K	524,0	1,9	-4,9
Genmab	DK	K	337,0	0,3	-11,3
Curalogic	DK	K	16,9	3,7	5,6
LifeCycle Pharma	DK	K	53,5	-2,7	-4,5
NeuroSearch	DK	K	258,5	-19,1	-19,6
Pharmexa	DK	H	17,4	8,1	-0,6
Topotarget	DK	H	36,0	4,1	-0,6
Medicin					
Lundbeck	DK	K	129,5	-15,1	-16,9
Novo Nordisk	DK	K	505,0	4,3	7,3
Finansielle selskaber					
Banker					
Amagerbanken	DK	H	386,0	2,0	3,2
Danske Bank	DK	n.a.	257,0	-1,0	2,4
DnB NOR	NO	H	86,9	4,7	-1,8
Fionia Bank	DK	H	1.624,0	-0,4	1,5
Forstædernes Bank	DK	K	224,5	9,4	7,5
Jyske Bank	DK	H	446,5	2,6	11,4
Nordea	SE	K	112,6	5,4	6,7
Ringkjøbing Landbobank	DK	K	1.082,0	-5,1	0,2
Roskilde Bank	DK	S	622,0	1,7	-0,5
Sampo	FI	K	22,7	6,8	12,1
SEB	SE	K	225,0	3,7	3,5
Spar Nord	DK	S	138,5	3,0	1,5
Svenska Handelsbanken	SE	H	206,0	1,2	-1,9
Sydbank	DK	K	300,0	1,7	11,1
Vestjysk Bank	DK	H	313,0	-0,6	0,0
Forsikring					
Alm. Brand	DK				
Codan	DK	K	528,0	11,9	-3,8
Topdanmark A/S	DK	K	1.086,0	8,6	16,3
TrygVesta A/S	DK	K	459,0	5,5	6,4
Ejendomsselskaber					
Sjælsø Gruppen	DK	K	1.874,0	0,2	1,3
TK Development	DK	n.a.	112,0	8,7	33,3
Informationsteknologi					
EDB Business Partner	NO	H	53,8	2,4	-2,7
Ementor	NO	K	52,8	10,1	49,9
HiQ	SE	S	35,5	1,7	-16,1
Semcon	SE	K	58,0	5,0	-15,0
Teleca	SE	K	30,7	9,3	10,0
TietoEnator	FI	H	21,6	4,6	-11,5
Software					
ORC Software	SE	K	150,0	19,5	28,8
Fast Search & Transfer	NO	S	16,2	10,2	3,9
IBS	SE	SK	25,1	0,4	-4,2
ORC Software	SE	K	150,0	19,5	28,8
SimCorp	DK	K	1.110,0	-2,7	-20,1
Telelogic	SE	K	13,4	-0,7	-12,8
Kommunikationsudstyr					
Eltek	NO	K	62,0	-9,8	0,4
Ericsson	SE	K	25,6	3,6	-7,4
GN Store Nord	DK	H	79,0	-5,1	-5,4
Nokia	FI	K	17,0	5,1	9,7
Tandberg ASA	NO	H	127,0	14,7	35,1
Thrane & Thrane	DK	H	270,5	-11,3	-13,7
Teleoperatører					
Elisa	FI	S	21,6	-3,3	3,9
Tele2	SE	H	118,3	14,3	18,3
Telenor	NO	H	109,0	-2,7	-7,0
TeliaSonera	SE	S	61,8	5,6	9,8
Forsyningsselskaber					
Elværker					
Fortum	FI	K	21,6	1,5	0,2

Disclosure

Anbefalinger af og omtale af nordiske værdipapirer i denne publikation er udarbejdet på baggrund af analyser fra Danske Research, som er en afdeling i Danske Markets, en division af Danske Bank. Danske Bank er under tilsyn af Finanstilsynet.

Danske Bank har udarbejdet procedurer, der skal forhindre interessekonflikter og sikre, at de udarbejdede analyser har en høj standard og er baseret på objektiv og uafhængig analyse. Disse procedurer fremgår af Danske Banks Research Policy. Alle ansatte i Danske Banks analyseafdelinger er bekendt med, at enhver henvendelse, der kan kompromittere analysens objektivitet og uafhængighed, skal overgives til analyseledelsen og til bankens Compliance-afdeling. Danske Banks analyseafdelinger er organiseret uafhængigt af og rapporterer ikke til Danske Banks øvrige forretningsområder.

Analytikernes aflønning er til en vis grad afhængig af det samlede regnskabsresultat i Danske Bank, der omfatter indtægter fra investment bank-aktiviteter, men analytiker-

ne modtager ikke bonusbetalinger eller andet vederlag med direkte tilknytning til specifikke corporate finance- eller kredittransaktioner.

Danske Banks aktie- og kreditanalytikere og deres nærtstående medarbejdere må ikke investere i de værdipapirer, som de selv dækker.

Danske Bank er market maker og kan i sin egenskab heraf have positioner i de finansielle instrumenter, der er nævnt i de analyser, der ligger til grund for anbefalinger i denne publikation.

Danske Banks analyser udarbejdes i overensstemmelse med Finansanalytikerforeningens etiske regler og Børsmæglerforeningens anbefalinger.

For yderligere disclosures og information i henhold til den danske lovgivning af selvregulerende standarder se venligst www.danske-equities.com.

Denne publikation er udarbejdet af Danske Bank alene til orientering. Publikationen er ikke og skal ikke opfattes som et tilbud eller opfordring til at købe eller sælge noget værdipapir og kan ikke erstatte den rådgivning, der gives i banken, hvor der bl. a. tages hensyn til den individuelle risikoprofil og skattemæssige forhold. Publikationens informationer, beregninger, vurderinger og skøn træder ikke i stedet for læserens eget skøn over, hvorledes der skal disponeres. Banken har omhyggeligt søgt at sikre sig, at indholdet er korrekt og retvisende. Banken påtager sig imidlertid ikke noget ansvar for publikationens nøjagtighed eller fuldkommenhed. Banken påtager sig endvidere ikke noget ansvar for eventuelle tab, der følger af dispositioner foretaget på baggrund af publikationen. Anbefalinger kan ændres uden varsel. Der tages forbehold for trykfejl. Banken og dens datterselskaber samt medarbejdere i banken og dens datterselskaber kan udføre forretninger, have, etablere, ændre eller afslutte positioner i værdipapirer, valuta eller finansielle instrumenter, som er omtalt i publikationen. Yderligere og/eller opdateret information kan rekvireres i banken. Det er tilladt at citere fra publikationen ved tydelig kildeangivelse og med udgivelsesdato.