

A sepia-toned photograph of a man in a suit, seen from the side, pointing his right index finger at a document or screen. The background is a bright, hazy horizon.

HORISONTEN ER SLET IKKE SÅ DYSTER:

Aktiemarkedet tegner godt i 2007

USA er tilbage på sporet

Alternativ energi forbliver en af de
stærkeste væksttrends

Boligmarkedet får en blød landing

INVESTERING

[MAJ 2007]

LÆS OGSÅ OM

VALUE- KONTRA VÆKST-
STRATEGIEN PÅ AKTIEMARKEDET

Danske Bank

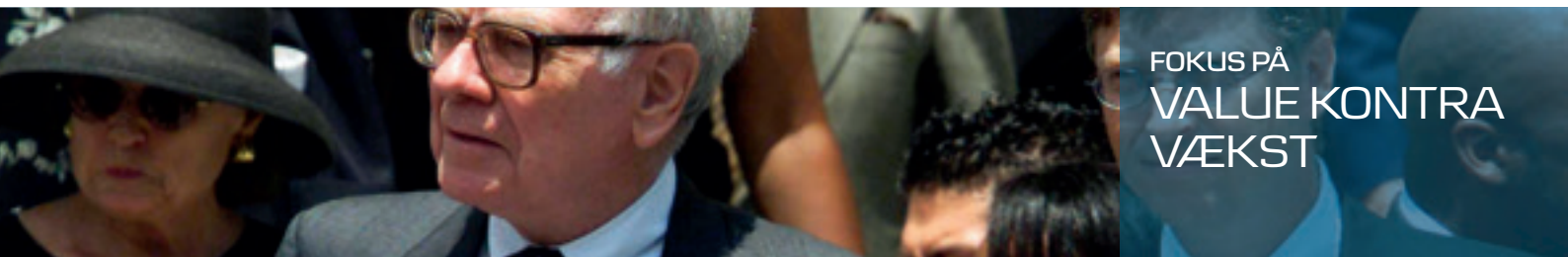
03	LEDER: DET SER IKKE SÅ SKIDT UD
04	AKTIEMARKEDET TEGNER GODT I 2007 - TØMMERMÆNDENE KOMMER FØRST I 2008/09
07	BOLIGJERNES LÅNEMULIGHEDER
08	ALTERNATIV ENERGI FORBLIVER EN AF DE STÆRKESTE VÆKSTTRENDS
10	VALUE KONTRA VÆKST - HVAD ER BEDST?
14	ÆNDRERE REGLER FOR SELSKABS- OG AKTIONÆRBESKATNING
16	DANSKE ANALYSE: BOLIGMARKEDET FÅR EN BLØD LANDING
17	GOLDMAN SACHS TROR PÅ OPSVING OG METALLER
18	OPTIONSSTRATEGI UDNYTTER STIGENDE METALPRISER
20	AKTIEANBEFALINGER - BHP BILLITON, GETINGE, VESTAS, PHILIPS
22	KORT NYT
24	USA TILBAGE PÅ SPORET
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 7. maj 2007.

Grafisk design og produktion: Datagraf
Tryk: Rosendahls Bogtrykkeri



Investering, nyheder og analyser i Netbanken

[Investering] handler om relevante emner inden for investering i værdipapirer, makroøkonomi, pension, bolig, realkredit, 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.

Det ser ikke så skidt ud

Vi skal ikke mange måneder tilbage, før det var så som så med optimismen på verdensøkonomiens vegne, ikke mindst fordi det så ud til, at den globale økonomis hovedrolleindehaver, USA, gik en hård tid i møde. Samtidig var der frygt for, at den kinesiske økonomi var på vej ned i i et lavere gear, og der var usikkerhed om det japanske opsving samt styrken i den vigtige tyske økonomi, når den store momsforhøjelse i det nye år var en realitet.

Men som billedet er nu, ser det faktisk ikke så dystert ud i den nærmeste horisont. Den økonomiske styrke i både Europa og Japan har vist sig overraskende og vedholdende på et højt niveau, og den kinesiske økonomi udviser de stærkeste vækstrater i 10 år. Andre dele af verdensøkonomien har således opvejet førerhunden USA's svaghedsperiode. Nu ser det ud til, at verdens største økonomi er på sporet igen, og samlet set er der udsigt til, at væksten i den globale økonomi bliver den samme som i 2006.

Det er godt nyt for aktiemarkedet. Men selv om en virksomheds vækstbetingelser understøttes af konjunkturerne og den makroøkonomiske udvikling, er det ikke ensbetydende med, at aktien er værd at købe. Man skal jo huske på, at en aktiekurs afspejler forventningerne til indtjeningen i selskabet – og hvis disse forventninger overstiger realiteterne, er aktien for dyr.

Det må fx erkendes, at nogle fantastiske år på det danske aktiemarked efter alt at dømme er forbi. Der er stadig gode indtjeningsmuligheder, men kurserne på de danske aktier har nået et niveau, så de prismæssigt ikke kan hamle op med eksempelvis de europæiske aktier. For det europæiske aktiemarked som helhed ser det ganske godt ud for resten af 2007.

Markedsafkastet er ikke nok for de fleste

De fleste investorer stiller sig ikke tilfredse med blot at nå markedsafkastet – de vil gerne kunne slå det. Og det er ikke nogen let sag.

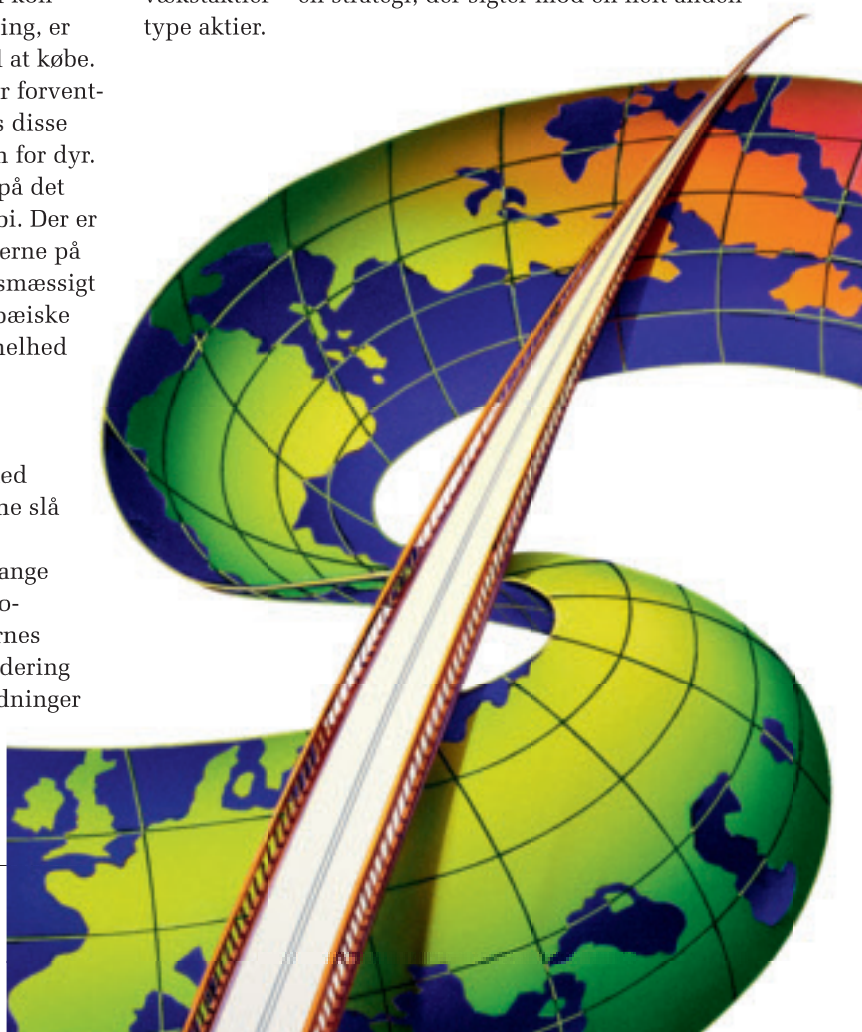
For at få succes på aktiemarkedet, er der mange faktorer, man skal have styr på. Lige fra makroøkonomi og konjunkturfaser til virksomhedernes regnskaber og strategier. Ud fra en samlet vurdering af disse forhold skal man danne sig klare holdninger og forventninger. En afgørende faktor er naturligvis, om forventningerne holder stik.

Men det er også afgørende, at man har en betydelig selvdisciplin og formår at fastholde en strategi over længere perioder – også når det ser skidt ud og når andre strategier og aktietyper ser ud til at klare sig bedre.

»Mennesket falder af og til over sandheden, men for det meste rejser det sig bare og går videre,« sagde Winston Churchill engang.

Nogen egentlig sandhed findes næppe på aktiemarkedet, når det handler om at finde den perfekte strategi. Men der findes faktisk en strategi, der ser ud til at komme tæt på, og som de fleste investorer er faldet over – dog tilsyneladende uden den store effekt. Langt de fleste har nemlig blot rejst sig og uanfægtet gået videre på de finansielle jagtmarker i en urokkelig tro på egne evner og hjemmelavede investeringsmetoder.

Value Investing hedder strategien, som over tiden har vist sig som den strategi, der mest vedholdende er i stand til at slå markedet. Vi ser i dette nummer af INVESTERING på princippet i Value Investing, og hvordan strategien klarer sig i forhold til investering i vækstaktier – en strategi, der sigter mod en helt anden type aktier.



Aktiemarkedet tegner godt i 2007

– tømmermændene kommer først i 2008/09



Verdensøkonomien ser ud til at fortsætte de positive takter også i 2007, og det samme gælder aktiemarkedet, men så er det efter alt at dømme også slut i denne omgang

»Det lakker mod enden,« sagde konen, da der løb fernis ned ad ryggen på hende. Sådan går det også på aktiemarkedet fra næste år. Det mener Danske Banks aktiestrateg, Morten Kongshaug. Men i år er der fortsat udsigt til stigninger i andet halvår.

»Verdensøkonomien er i en moden fase, men er fortsat generelt stærk – der er ingen større nedtur under opsejling for 2007. Indtjeningsvæksten i selskaberne lægger fortsat et fundament for en positiv kursudvikling på 5-10 pct. på de globale markeder i resten af året. Understøttende for aktiemarkedet er også, at alternativerne til aktieinvesteringer er få. Aktier i de udviklede lande er stadig bedre end obligationer, ejendomsmarkedet er dyrt og aktier i Emerging Markets er også ble-

vet relativt dyre. Faktisk er kontanter det bedste alternativ,« siger Morten Kongshaug.

En anden vigtig faktor for aktiemarkedet er også M&A-aktiviteten (fusioner og opkøb), som grundet det trods alt stadig relativt lave renteniveau og økonomisk velfunderede virksomheder, stadig har gunstige betingelser. Dertil kommer også de positive aspekter af, at virksomhederne generelt har genoptaget de investeringer, der har været på vågeblus de senere år.

Mørke skyer i horisonten

Men ser vi ind i det nye år, trækker der mørke skyer op i horisonten. Således er en global opstramning af pengepolitikken i fuld gang, og dermed fjernes en vigtig støttepille for aktiemarkedet.

Aktieprognose for Norden	Pristrend 1)	Pristrend 1)	Anbefalet vægtning i portefølje af nordiske aktier 2)
	3 mdr.	12 mdr.	
Total	→	↗	
Cyklisk forbrug	→	↗	U
Stabilt forbrug	→	↗	N
Energi	→	↗	O
Finans	→	↑	O
Sundhed	→	↑	O
Industri	→	↑	N
IT	→	↗	N
Basismaterialer	→	↗	U
Telekommunikation	→	↗	U
Forsyning	→	↗	N

KILDE: DANSKE EQUITIES

1) Pristrend:

- ↘ kursfald på mere end 5%
- kursændringer mellem -5% og +5%
- ↗ kursændringer mellem +5% og +10%
- ↑ kursstigninger på mere end 10%

2) Nordiske sektorvægte:

- U - Undervægt
- N - Neutral
- O - Overvægt

Et andet vigtigt forhold er, at vi – trods relativt lyse udsigter for indeværende år – befinder os i slutfasen af den globale konjunkturcyklus. Ser vi på de industrielle konjunkturer, så er det ikke gået så galt, som mange frygtede for få måneder siden. Industriel styrke i Japan, Tyskland og senest Kina har opvejet den nedgang som sås i den amerikanske industri i slutningen af 2006, og nu er USA på vej op igen.

Derimod er forbrugscyklen mere træg og synkron på tværs af landegrænser, og alt tyder på, at forbrugerne i de store økonomiske regioner vil stramme livremmen ind i andet halvår.

Vi er med andre ord i en moden fase af den økonomiske cyklus, og det afspejler sig også i selskaberne på flere måder. Således er der tale om en høj

beskæftigelsesvækst og fuld kapacitetsudnyttelse, som har skabt et stort investeringsbehov i virksomhederne.

»Umiddelbart forekommer det logisk, at øgede investeringer vil være positivt i denne situation. Men renteudviklingen og indtjeningen er ret afgørende for om investeringerne er værdiskabende, når vi ser længere frem. Selskabernes indtjening er i dag noget lavere end gennemsnittet for de foregående fem år, og får vi et fald i indtjeningen pr. aktie på fem pct. eller mere i 2008-2010 samtidig med, at de lange renter stiger mere end et procentpoint, så vil afkastet på den investerede kapital ikke kunne stå mål med virksomhedernes samlede kapitalomkostninger – og dermed vil investeringerne have en destruktiv effekt,«

lyder den dystre melding fra Morten Kongshaug.

Som udgangspunkt tror han dog ikke, at de lange renter stiger mere end 0,5 procentpoint i 2008, og han fastholder, at væksten i indtjening pr. aktie stadig vil være positiv. Det betyder imidlertid ikke, at der er udsigt til stigende aktiemarkeder i 2008.

»Det vil kræve, at den langsigtede indtjeningsvækst i aktiemarkedet er rykket op på et højere niveau, og det er næppe tilfældet. Ganske vist har vi oplevet imponerende vækst de senere år, og på de nordiske markeder har den reale indtjeningsvækst været stærkere end den historiske trend. Men her er det vigtigt at understrege, at indtjeningsvæksten har været ekstraordinært høj pga. globalisering, rente-

»

Hvad kan gå galt?



Generelt er Morten Kongshaug positiv med hensyn til de globale aktiemarkeder i 2007. Men der er som altid visse risikofaktorer, der kan ændre billedet markant. En af dem er en fortsat dollarsvækkelse. Ser man på den historiske udvikling i EUR/USD, så er der en klar tendens til, at når dollaren svækkes, så klarer de europæiske aktier sig dårligere end de amerikanske pga. den svækkede konkurrenceevne. Og når dollaren stiger, så afspejles forbedringen i konkurrenceevnen i, at de europæiske aktier vinder over de amerikanske. Dollaren er svækket siden 2004, men alligevel har europæiske aktier formået at klare sig bedre end de amerikan-

ske siden midten af 2004. Sandsynligheden taler imidlertid for, at den historiske sammenhæng genoprettes og det vil ramme de europæiske aktier. I den forbindelse er det værd at bemærke, at sandsynligheden også taler for en fortsat dollarsvækkelse som følge af det store amerikanske underskud på handelsbalancen.

En anden risikofaktor er det amerikanske boligmarked. Antallet af solgte huse i forhold til huse til salg er de seneste to år faldet markant, og denne svækkelse af købsinteressen afspejler sig også i, at huspriserne er faldet i 2006 og stadig gør det. Et svagere husmarked i USA vil påvirke privatfor-

bruget og svække aktiemarkedet. Og selv om vi de senere år har oplevet en vis realøkonomisk dekobling mellem klodens store økonomiske regioner, så er aktiemarkederne så tæt forbundne, at en nedtur i USA vil forplante sig til resten af verden.

For 10 år siden ville det ikke haft afgørende betydning, hvordan det står til med økonomien i verdens folkerigeste land, Kina. Men Kina er i dag en stor-spiller i verdensøkonomien, og løber den hastigt voksende kinesiske økonomi ind i en overophedning, som kræver større økonomiske indgreb og en efterfølgende nedtur, så vil det også påvirke de globale aktiemarkeder negativt.

» fald og rigelig kapacitet. Så jeg tror ikke, at aktiemarkedet i 2008 vil byde på nye kursrekorder,« mener aktiestrategen.

Dansk aktiemarked er dyrt

Ser man specifikt på det danske aktiemarked, så er det nu historisk højt i forhold til resten af Europa, men der er flere tegn på, at Europa nu vil overtage førertrøjen.

»M&A-aktiviteten har været stærkt understøttende for det danske marked i 2005-2006, men den aktivitet er nu stærkere i Europa – og Private Equity-fondenes aktiviteter i Danmark fremover er i øvrigt stækket af den nye selskabslov. Danske husholdninger sidder nu på omkring 17 pct. af aktiemarkedet og kan næppe stige mere, hvorved en medvirkende årsag til den danske kursfest i 2003-2006 er reduceret mærkbart. Danmark er mere følsom over for pengepolitiske opstramninger end Europa generelt, hvilket hænger sammen med, at boomet på boligmarkedet i Danmark har været særligt stort,« siger Morten Kongshaug.

Han anbefaler, at investorerne efter flere bemærkelsesværdige år på det danske marked retter blikket ud i det øvrige Norden og resten af Europa for at finde aktier, der er mere attraktivt prissat.

Danske Equities' liste over de mest attraktive selskaber i Norden

Varige forbrugsgoder	IC Companys
	Ekornes
Forbrugsvarer	Orkla
	EAC
Finans	TrygVesta
	Nordea
IT	Ericsson
	Simcorp
	IBS
Sundhed	Getinge
	Novo Nordisk
Energi	Statoil
Industri	Trelleborg
Forsyning	Fortum

Renten er i dag noget højere end for et år siden. Vi ser i denne artikel på boligejernes lånemuligheder i lyset af bankens seneste renteprognose.

Boligejernes lånemuligheder

Danske Analyses aktuelle spådomme om renteutviklingen adskiller sig markant fra markedets forventninger. Analytikerne forventer således – i lighed med markedet – at ECB hæver renten med et kvart procentpoint i juni, men adskiller sig fra markedet ved at vente endnu en forhøjelse i samme størrelsesorden i september.

Analytikernes holdning til den amerikanske centralbanks (Fed) gøren og laden, adskiller sig endnu mere fra markedets. Således tror Danske Analyse, at Fed holder den ledende rente uændret i et års tid, mens markedet forventer mindst to rentenedsættelser á et kvart procentpoint i samme periode.

Holder Danske Analyses prognose stik, så er der lagt op til stigende renter over hele kurven, især i den korte ende, hvis markedet må erkende, at en strammere pengepolitik end ventet er en kendsgerning.

Hvad skal man vælge?

Når der er stor forskel på FlexLån® og lange renter i FlexLånets favør, så er valget af låntype måske mindre vanskeligt, idet den månedlige nettoydelse på FlexLån® vil være betydeligt lavere end på de 30-årige obligationslån med fast rente.

Men i dag er der faktisk ikke den store forskel på korte og lange renter – man siger, at rentekurven er ret flad. Som det fremgår af tabellen her på siden, er der derfor heller ikke den store forskel på den månedlige nettoydelse, når man sammenligner FlexLån® med de lange fastforrentede lån. Faktisk koster et lån på en mio. kr. kun omkring 250 kr. mere om måneden efter skat, hvis man vælger det "sikre" fastforrentede lån i stedet for det ellers traditionelt billigste FlexLån®, F1, som skal fastsættes med en ny rente hvert år.

Bemærkelsesværdigt er det også, at

Så meget koster et lån på 1 mio. kr. i månedlig nettoydelse

Låntype (30-årige lån)	Kurs	Mdl. ydelse efter skat (i kr)	Kursfølsomheden (i kurspoint)
FlexLån® F1	99,65	4.280	1
FlexLån® F3	98,82	4.268	3
FlexLån® F5	98,10	4.265	4
4% 2038 obligationslån	90,38	4.517	7
5% 2038 obligationslån	97,33	4.527	6
FlexGaranti® 5M	98,14	4.546	7
FlexGaranti® 6M	101,54	4.320	4

Beregningerne af kursfølsomheden er komplicerede og kræver antagelse af visse forudsætninger, der kun er en grov modellering af virkelighedens verden.

De angivne tal skal derfor tolkes med varsomhed.

Opdateret pr. 30. april 2007.

både FlexLån® F3 og FlexLån® F5, der rentetilpasses hhv. hvert tredje og hvert femte år, aktuelt er billigere end FlexLån® F1.

Fastforrentet lån er oplagt

Når renteforskellen på FlexLån® og fastforrentede obligationslån er så lav, så er det absolut værd at overveje et fastforrentet lån. Der er i historisk perspektiv stadig tale om et relativt lavt renteniveau, og med udsigt til – ifølge Danske Analyse – stigende lange renter, kan det være klogt med en fastlåst rente. Samtidig er der den fordel ved det fastforrentede lån, at kursfølsomheden er betydeligt større end på FlexLån®. I tabellen kan man se, at kursfølsomheden på 5% 2038 aktuelt er på 6, hvilket betyder, at hvis renten stiger med et procentpoint, så falder kursen med seks kurspoint. I praksis betyder det, at lånet bliver billigere at indfri før tiden. Hvis rentestigningen er tilstrækkelig stor, kan det således betale sig at foretage en førtidsindfrielse af lånet, og for en periode gå i FlexLån® for herved at skære en bid af restgælden. Som billedet er

lige nu vil en rentestigning på mere end 0,40 pct.point inden udgangen af 2010 fx betyde, at 5% 2038 er billigere end FlexLån® F3®, hvis man vælger en førtidsindfrielse i situationen.

Det kan i øvrigt ikke anbefales at optage lån i 4% 2038 p.t., idet kurstabet vil være for stort.

FlexLån® F3 er bedst

Foretrækker man FlexLån®, kan det anbefales at vælge FlexLån® F3 eller FlexLån® F5. Dels er disse FlexLån® de billigste p.t. og dels har man altså låst renten fast i hhv. tre eller fem år.

FlexGaranti® er også en mulighed. Dette er låntypen, som i udgangspunktet er variabelt forrentet, men ved rentestigninger til et givent niveau konverteres til et fast forrentet lån. Her kan FlexGaranti® 5M ikke længere anbefales, da lånet har ramt renteloftet ved den halvårslige rentefastsættelse 1. april, og nu har en lidt højere ydelse end det fastforrentede 5% 2038 pga. det forhøjede bidrag. Alternativet er FlexGaranti® 6M, der konverteres til 6% 2038, hvis renten stiger til 5,5 pct.

Alternativ energi forbliver en af de stærkeste væksttrends

Alt tyder på, at alternativ energi over de næste mange år vil udvise en af de stærkeste væksttrends overhovedet blandt sektorerne på aktiemarkedet

Det er ikke mindst tredoblingen af olieprisen siden 2004, der spiller en væsentlig rolle og har gjort det langt mere økonomisk rentabelt at fokusere på udvikling af alternativer til fossile brændstoffer.

Især Kinas men også andre udviklingsøkonomiers hastige vækst i disse år betyder, at en høj olieefterspørgsel er sikret mange år frem. Det sætter oliemarkedet under pres, da udbudet ikke rykker sig mærkbart på kort sigt som følge af forsømte investeringer i nye felter pga. mange år med betydeligt lavere oliepriser.

Stigende udvikling af alternativ energi er også en nødvendighed, hvis man skal undgå, at olieprisen når et niveau, som vil være en alvorlig belastning for verdensøkonomien. Forestiller man sig eksempelvis, at Kinas olieforbrug vil stige i en grad, som minder om dengang Sydkorea for alvor begyndte at nærme sig de udviklede landes økonomiske niveau, så vil det kunne bringe olieprisen langt over 100 dollars pr. tønde inden for en overskuelig årrække.

Men det handler ikke kun om olieprisen – men i høj grad også om klimaforandringerne, som af FN's klimapanel skønnes med 90 pct. sikkerhed at være forårsaget af menneskets udledning af drivhusgasser, især CO₂. Det afgørende politiske vendepunkt i den årelange klimadebat kom dog først i efteråret, da Stern-rapporten præsenterede de økonomiske omkostninger ved de accelererende klimaforandringer og konsekvenserne af at ignorere problemet. Siden da har en lang række lande kloden over sat sig nye energipolitiske mål med alternativ energi som et vigtigt element.

Konference i Danske Bank

Danske Bank har i det seneste års tid fulgt udviklingen tæt og afholdt for nylig en konference med fokus på alternativ energi. Blandt talerne var Jason Channel fra Goldman Sachs – det store finanshus, der i lighed med andre af verdens store investeringsbanker har opprioriteret dækningen af branchen voldsomt siden præsident Bush's skelsættende tale til nationen i januar 2006 om behovet for at udvikle alternative energikilder.

Jason Channel koncentrerede sig om de mere modne dele af branchen – dvs. vind, sol og biobrændsel.

Branchen med den mest udviklede teknologi er klart vindenergien. Da det er en mere moden branche, udviser den ikke overraskende langsommere vækst end solenergi og biobrændsel. Ikke desto mindre er der stadig tale om en imponerende vækst på 20 pct. årligt, hvilket hænger sammen med, at netop fordi teknologien er så veludviklet, kan den allerede nu anvendes som et vigtigt supplement i energiforsyningen.

Der er højere vækst i solenergisektoren, men her er teknologien endnu ikke tilstrækkelig veludviklet til at den producerede energi er billig nok. Problemet i branchen er effektiviteten i solcellerne, som endnu ikke er høj nok, men et andet problem er også silicium. Silicium-baserede solceller udgør over 90 pct. af markedet, men den kraftige efterspørgsel efter råstoffet, der ikke kan fremstilles, har presset prisen op, så den energi solcellerne leverer med en effektivitet på typisk 15 pct. er ikke billig nok til at hamle op med kraftværkernes. Jason Channel er imidlertid overbevist om, at allerede i 2008 vil silicium ikke længere udgøre en fordyrende flaskehals i markedet, idet de nye solceller under udvikling kræver over 99 pct. mindre silicium.

Hvad angår biobrændsel spår Jason Channel også en stor vækst i de kommende år, men gennembruddet vil først for alvor komme, når 2. generation af konversionsprocessen kan gennemføres i en økonomisk bæredygtig stil.

Novozymes spiller en vigtig rolle i biobrændsel

Biobrændsel er et område, som Novozymes – der netop er opjusteret til KØB af Danske Equities – er i en særdeles gunstig position til at nyde godt af. Det danske selskab er med 46 pct. af det globale marked verdens førende inden for industrielle enzymer og mikroorganismer, og er markedsleder i alle primære industrier.

Blandt foredragsholderne på konferencen var Novozymes repræsenteret ved Investor Relations Manager Lene Aabo, der fortalte om selskabets visioner. 10 pct. af Novozymes omsætning stammer i dag fra tekniske enzymer til ethanolproduktion, og dette tal ventes at stige markant over de kommende år.

Novozymes forventer, at markedet for bioethanol vil vokse

med 20–25 pct. årligt de næste 3–5 år. Mange lande har fokus på biobrændsel i den fremtidige energiplanlægning, men det er især USA's fokus på denne energikilde, der giver anledning til store forventninger. USA, verdens største udleder af CO₂, har et erklæret mål om, at udvikling af alternative energikilder kan reducere olieimporten med 75 pct. i 2025, og det skal ske med særlig fokus på ethanol. For få måneder siden hævdede USA målet fra sidste år, så det nu går på, at i 2017 skal 15 pct. af alt brændstof bestå af miljømæssigt bæredygtige, alternative brændstoffer. Målet for bioethanol lyder på knap 160 mia. liter bioethanol (22,5 mia. liter produceret i 2006).

I dag fremstilles bioethanol ud fra sukker (sukkerør, sukkerroer) og stivelse (hvede, majs etc.), mens biodiesel laves af olier (raps, soja etc.) samt methanol. Denne fremstillingsmetode er imidlertid ikke god nok. Dels ser vi allerede negative effekter af, at anvende fødevarer til produktionen i form af bl.a. massive prisstigninger på majs og hvede. Dels er det begrænset, hvor meget bioethanol, man kan producere på korn og sukker.

Cellulosebaseret produktion er fremtiden

»Hvis de ambitiøse mål skal gennemføres er det nødvendigt, at basere produktionen på cellulose for at kunne få den tilstrækkelige mængde bioethanol,« siger Lene Aabo.

Hun peger på, at det også vil give en bedre udnyttelse af landbrugsproduktionen, idet denne metode indebærer, at man kan anvende restaffald fra landbruget.

Enzymer er et vigtigt led i denne konversionsproces. Novozymes har vist, at det er muligt, at omdanne forskellige typer af cellulose (biomasse) til bioethanol såsom strå,

træflis, affald af sukkerroer, majsstængler og bagasse (affald fra sukkerrør). Foreløbig er processen endnu for dyr, selv om det i laboratoriemodeller er lykkedes at reducere enzymomkostningen med en faktor 30 og den samlede procesomkostning er reduceret med en faktor 5.

»Enzymomkostningen skal reduceres yderligere 4–5 gange og de øvrige procesomkostninger skal også reduceres, så den samlede pris er konkurrencedygtig med stivelsesbaseret ethanol og benzin,« siger Lene Aabo.

Men der er et stykke vej endnu. Der kræves yderligere forskning og derefter en opskalering fra laboratorium til fabrik. Så skal fabrikkerne etableres, logistikken skal etableres både med indsamling og distribution, tankstationerne skal være med, og bilparken skal tilpasses.

Men Novozymes aner en guldgrube i horisonten og prioriterer forskningen i emnet højt samtidig med, at man har stærk fokus på partnerskaber i værdikæden, som kan være med til at sikre, at Novozymes når frem til den enzymatiske løsning til den endelige teknologi.

Indirekte investeringer

Mange af de selskaber, der arbejder med udvikling af alternativ energi er ganske små og særdeles volatile. En mindre risikobetonet udnyttelse af væksttenden kan derfor være investering i mere veletablerede selskaber, der indirekte også nyder godt af den globale grønne bølge. Det gælder eksempelvis Rockwool, producenten af isoleringsmateriale. Det gælder Alfa Laval, der leverer udstyr til de 80 pct. af klodens bioethanolanlæg. Og det gælder forsyningsselskabet Fortum, hvis forretningsområde dækker både atom- og vandenergi.

Goldman Sachs anbefaler

Energikilde	Selskab	Aktuel kurs	Kursmål (12 mdr.)
Vind	Vestas	DKK 355	DKK 486 (18 mdr.)
	Phoenix Sonnenstrom	EUR 20	EUR 32,3
	Sunways	EUR 8,85	EUR 11,9
	Roth & Rau	EUR 81	EUR 100
Biobrændsel	D1 Oils	p180	p250

Valueinvestorer går efter de billige aktier, der er oversete i det generelle marked.

Mens vækstinvestorer går efter aktier i selskaber, der har udsigt til at tjene flere penge end gennemsnittet – dvs. de mere populære aktier, som også er væsentligt dyrere. Men hvad er bedst i det lange løb?

Vækst eller value?

Value Investing blev introduceret helt tilbage i 1920'erne af amerikaneren Benjamin Graham, som i perioden 1929–1956 formåede at slå markedet markant år efter år.

Princippet i den rene metode er kort fortalt, at man som udgangspunkt udelukkende køber aktier, der er sunde og billige målt på en række nøgletal såsom lav K/I, lav P/E, lav nettogæld i forhold til egenkapitalen m.v. – og at aktierne handles til kurser mindst 40 pct. under den reelle forretningsmæssige værdi af selskabet.

Det er de færreste private investorer, der praktiserer Value Investing i sin rene form – og det er især den krævede tålmodighed, der virker afskrækkende. Man skal være indstillet på, at valueaktierne kan holde de investerede penge som »gidsel« i 3–6 år før det store afkast viser sig – hvilket ikke er motiverende for den private investor, hvis naboen i mellemtiden tjener masser af penge på andre aktietyper og strategier.

En hel del professionelle investorer og fonde anvender derimod metoden, og Danske Invest (DI) Value er en af dem. I marts 2004 blev afdelingen DI Classic omdefinert til en valueafdeling, og kapitalforvaltnings-selskabet Alliance Bernstein blev tilknyttet afdelingen som rådgiver. Siden da har afdelingen formået at levere et afkast på 47,3 pct. mod verdensindeksets 39,2 pct.

Bedre end vækststrategien i fem år

Sammenligner man Value Investing generelt med investering i vækstaktier de seneste fem år, så er valueinvestorerne de klare vindere. Går vi imidlertid tilbage til midten af 90'erne og frem til årtusindskiftet, hvor IT-boblen brast, så var vækstaktierne klart i front. Derfor forekommer det naturligt at spørge James Ross, chef-rådgiver for DI Value, om det nu snart er vækstaktiernes tur til at tage føringen.

»Spørgsmålet virker måske nok oplagt, men det er et

forkert spørgsmål at stille. Ingen kunne fortælle på forhånd, hvornår vækststrategien ville tage føringen i 90'erne, og ingen kan fortælle, hvornår det sker igen. Der er ingen indikatorer, der fortæller noget om, hvorvidt tiden er moden til value eller vækst. Folk skal i stedet se på den langsigtede udvikling og her vinder Value Investing,« siger James Ross.

Masser af professionelle investorer og fonde har således med brug af metoden haft succes à la Benjamin Grahams. Og en række akademiske analyser af den rent automatiske udvælgelsesprocedure med brug af de klassiske valuekriterier – dvs. analyser, hvori der ikke indgår en subjektiv vurdering af investor vedr. fx strategi, ledelsens kompetence osv. – har også vist, at valueaktier over lang sigt er den bedste investering.

Men hvorfor er det sådan?

»Det har noget at gøre med den menneskelige psykologi, som gør, at markedets prisfastsættelse af aktierne langt fra altid er korrekt. Investorerne – både amatørerne og de professionelle – opfører sig irrationelt på flere måder, og det betyder, at markedet har en klar tendens til at overreagere. Det er det, som Value Investing udnytter,« siger James Ross.

Han peger på, at det handler om investorernes aversion mod tab. De er villige til at tage flere risici for at undgå tab end realisere en gevinst. Forstået på den måde, at folk ofte beholder tabsgivende aktier i længe tid, mens de realiserer gevinster for hurtigt. Dette betyder også, at investorer generelt foretrækker at undgå at købe aktier med et »dårligt ry« og i stedet køber velkendte og populære aktier til trods for, at disse har nået et niveau, der må betegnes som overvurderet. Investorerne føler det nemmere at argumentere for, at de eventuelt taber penge på at købe aktier, der har klaret sig godt gennem de senere år, frem for at skulle forklare et tab på aktier, der i forvejen befandt sig i en nedgående trend.

Investorerne er samtidig meget langsomme til at ændre deres opfattelse af, at en aktie, der har klaret sig dårligt i et par år, er på ret kurs igen – til trods for, at der løbende kommer beviser for, at skuden er vendt rundt. Først længe efter, at de første positive tal for selskabet er dukket op, erkender markedet fejlen og aktiekursen retter sig derefter. Investorernes langsomme erkendelse af virkeligheden handler bl.a. om, at de er ret selektive i deres vurderinger af relevant information. Der er en klar tendens til, at investorerne lægger vægt på og fortolker nyheder på en måde, der understøtter det synspunkt, de har i forvejen.

Dette er en anerkendt forklaring på, at nogle aktier bliver markant overvurderede i perioder, mens andre er markant undervurderede i forhold til deres potentiale og fundamentale værdi.

Og her er måske forklaringen på, at Value Investing – til trods for den historiske succes – ikke bruges af så mange, at dens værdi bliver udvandet. Investorerne har ganske enkelt deres egen psykologi imod sig.

»Meget få har maven til Value Investing, da det jo kræver, at de går imod strømmen og køber aktier, der er upopulære og sjældent har vækstrater, der minder om vækstselskabernes. Langt de fleste vælger at gå efter de populære aktier, de meget medieomtalte – det er den nemme løsning. Det er langt sværere at gå efter de aktier, der har været igennem en længere kriseperiode med tilsvarende kursfald. Man kan sige, at valueinvestorerne er mere kyniske – de er bare ude efter at lave en god handel. Mens vækstinvestorerne er mere optimistiske og baserer deres køb på store forventninger,« siger James Ross, og tilføjer, at det er svært at finde vækstaktier, hvor man kan anvende valuekriterierne, fordi problemet netop er, at det er de aktier, som alle andre også kigger efter, og derfor er de oftest ret dyre.

Er det blevet sværere at finde valueaktier efter fem vinderår?

»Bestemt. Det er blevet vanskeligere, men sådan har det faktisk været i 2–3 år. Det betyder ikke, at vi er ved at gå tør for interessante aktier. Der er stadig mange muligheder, og der vil hele tiden opstå nye situationer, som giver oplagte investeringsmuligheder. Fx har vi med succes netop investeret i visse mindre finansselskaber i subprimesektoren i USA, da bekymringen for de amerikanske låntagere og boligmarkedet var på sit højeste. Det var en stress-situation og den slags er en valueinvestor altid på udkig efter,« siger chefrådgiveren.

Går I efter også efter nye trends eller er det for meget ovre i vækstinvestorerne boldgade?

»Det kommer an på situationen, men typisk går vi jo efter de mere modne selskaber med en vis historik og en solid økonomi, og det udelukker os fra væksttrends, som kræver helt nye koncepter og selskaber. Men vi kan også opleve andre situationer, hvor vi godt kan være med. Fx er vi på en måde med i alternativ energi, idet vi valgte at købe tyske forsyningsselskaber på et tidspunkt, hvor de var kursmæssigt pressede ved udsigt til risikoen for at måtte købe carbon



En konsekvent anvendelse af Value Investing siden 60'erne har gjort amerikanske Warren Buffett til verdens næstrigeste mand med en formue på 44 mia. dollars (2006).

»

» credits til dyre markedspriser, hvis de overskred deres kvoter. Vi undersøgte markedet for carbon credits grundigt og talte med nogle af dem, som arbejder specifikt med det tyske marked og fik på den baggrund en fornemmelse af, at forsyningsvirksomhederne var for pessimistiske. Den tyske regering viste sig nemlig generøs med carbon credits, og derfor har vi oplevet betydelige kursstigninger på vores positioner i de tyske forsyningsselskaber,« siger James Ross og tilføjer, at der dog på længere sigt næppe er tvivl om, at carbon credits i Tyskland og andre steder vil blive reduceret, og dermed vil markedspriserne på kreditterne stige mærkbart.

Valueaktier i Emerging Markets

Han peger på Emerging Markets som den region, der er DI Values største aktuelle overvægt i 3 år.

»Mange tror fejlagtigt, at alt i Emerging Markets er forbundet med høj vækst og høj risiko, og derfor ikke er noget for aktieinvestorer. Men faktum er, at netop i opbygningen af økonomierne er der en række indenlandsk fokuserede brancher i en sund og stabil udvikling – f.eks. banker og teleelskaber,« siger James Ross.

Han er ikke bekymret for de kommende år, til trods for at nogle spår visse globale økonomiske problemer i horisonten.

»Value Investing har sit fundament i den menneskelige psykologi, og da jeg tror den er ret uforanderlig, så er jeg fortrøstningsfuld mht. fremtiden. Hvad angår risikoen for en større global nedtur, så er det faktisk heller ikke skræmmende. F.eks. vil stigende renter, faldende økonomisk aktivitet og et boligmarkedskollaps i USA skabe en stress-situation, som giver oplagte investeringsmuligheder,« siger James Ross.

DI Vækst

Vækstkonceptet blev først introduceret i DI Vækst august 2006, og det er denne periode man skal kigge på, hvis man vil vide, hvordan hollandske Robeco har forvaltet ansvaret for afdelingen.

Når man betragter afkastet siden august 2006, kan man se, at DI Vækst er blevet af overgået af sit benchmark med et par procentpoint. Hvad er forklaringen på det?

»Vi var overvægtet i japanske aktier i forventning om højere renter, sat i gang af centralbanken. Men det er ikke sket og samtidig er japanske yen blevet svækket,« siger Arnout Van Rijn, der er chefrådgiver for DI Vækst.

Der er vel næppe tvivl om, at verdensøkonomien ikke vil køre så hurtigt i år og 2008 som i 2006. Umiddelbart lyder det så logisk, at vækstaktierne går en trangere tid i møde?

»En moderat afmatning og højere renter er faktisk ikke ensbetydende med, at vækstaktierne får det skidt. Erfaringen viser, at masser af ikke-cykliske aktier inden for bl.a. sundhed, varige forbrugsgoder og visse IT-aktier med lav gearing klarer sig godt i et sådant miljø,« siger Arnout Van Rijn, der heller ikke vover at spå om vækstaktiers præstationer i forhold til value i det kommende år.

»På lang sigt giver valueaktier et højere afkast end den brede definition af ikke-valueaktier – en veldokumenteret kendsgerning, som vi er klar over. Vi er imidlertid også overbeviste om, at investeringer i defensive vækstaktier med den relativt lave risiko vi sigter imod, på sigt kan slå vores benchmark med mindst 2,5 procentpoint om året,« siger chefrådgiveren.

Han venter, at inflationen næste år vil presse renterne op, og at det vil svække betingelserne og interessen for value-aktierne.

Robecos strategi i DI Vækst

Robeco tilstræber at udvælge selskaber med enestående vækstkarakteristika ved:

- Identifikation af top-down trends. Dvs. man analyserer lande, regioner og industrier for at fange de interessante væksttrends.
- Identifikation af selskaber, hvor vækstforventningerne ikke er afspejlet i kursen. Man opnår indsigt fra de idé-

er, der opstår i identifikationen af væksttrends og foretager herefter en valuering og aktieudvælgelse i det indsnævrede aktieunivers.

- Langsigtet investeringshorisont 3-5 år.
- Markedet overreagerer generelt, især i vækstaktier. KØB lave forventninger, SÆLG høje forventninger.
- Tematiske muligheder. Opportunisti-

ske investeringer i specifikke sektorer, lande og/eller regioner.

- Aktieselektion. Udnyt skævheder i markedet som følge af investorenes irrationelle adfærd. Identificer vækstaktier med stort afkastpotentiale baseret på væksttrends, fundamental analyse, kvantitative metoder.

Karakteristiska for value- og vækstaktier

Vækstaktier	Valueaktier
Høj væksttrend i omsætningen	Lav væksttrend i omsætningen
Høj vækst i EPS (EPS = indtjening pr. aktie)	Lav vækst i EPS
Høj P/E (P/E = Price Earning)	Lav P/E
Høj Kurs/Indre værdi	Lav Kurs/Indre værdi
Høj kursrisiko	Mindre kursrisiko end ved vækstaktier
Stor offentlig bevågenhed	Beskeden eller ingen offentlig interesse

Man kan ikke sige, at valueaktier består af en bestemt gruppe af aktier – men det er dog typisk de mere traditionelle lavteknologi-selskaber, der opfylder kriterierne – mens teknologisk baserede vækstaktier kun sjældent gør det.

»Det har de senere år været en relativt dårlig periode for vækstaktier med de lave renter, og mange virksomheder præget af lav gæld og et stort frit cash flow. Den slags har i voldsom grad været i kapitalfondenes fokus,« mener Arnoud Van Rijn.

Er der andre forhold, der taler til fordel for vækstaktierne?

»Når man køber vækstaktier, er det altafgørende, at man ikke tillægger sig overdrevent optimistiske forventninger og køber for dyrt. I den forbindelse er det værd at bemærke, at den præmie man i øjeblikket betaler for vækstaktier i forhold til andre aktier, er historisk lav.«

Kan du kort beskrive jeres metodik?

»Vi har tre grundregler i baghovedet, når vi arbejder: Vær skeptisk, sørg for at minimere handelen og vær tålmodig. Det er grundregler, som også er indbygget i Value Investing og faktisk bruger vi også andre dele af konceptet fra Value Investing. Vores udvælgelse af attraktive aktier er nemlig også som en grundregel baseret på elementer i den menneskelige psykologi, som synes uforanderlige. I særlig grad er

vi også opmærksomme på, at markedet har en klar tendens til overreaktion, så de bedste afkastmuligheder findes blandt de mindre populære vækstaktier. Man kan sige, at vores strategi faktisk i vidt omfang er baseret på at gå imod strømmen.«

Arnoud Van Rijn peger på flere interessante trends, som afspejles i de aktier, der udvælges til DI Vækst.

»Sundhed har et stort potentiale med udsigt til en aldrende befolkning i den udviklede verden. Nogle mener, at den hårde konkurrence, sundhedsreformer og øget offentlig støtte er et problem. Men vi ser nogle oplagte muligheder for øget afsætning, som nogle selskaber er bedre positioneret til end andre. En anden trend er den stadig større betydning af indenlandske økonomier i Emerging Markets, som vokser stærkt i disse år, og hvor de hjemlige forbrugere spiller en afgørende rolle i takt med opbygningen af en stor middelklasse med betydelig købekraft. Og i Japan er økonomien endelig kommet ud af mange års dødvande, og selskaberne er blevet langt mere orienterede mod aktionærerne.«

Konklusion?

Selv om Value Investing historisk set har klaret sig bedst på lang sigt, så har vækstkonceptet også sine klare vinderperioder, og derfor er det fristende at anvende begge principper. Hvis man vil høste de største gevinster af begge koncepter, er kravet imidlertid, at man er tro mod den enkelte strategi. Man skal på forhånd tildele en del af investeringskapitalen til hhv. Value Investing og vækstkonceptet i en størrelsesorden, som passer med den personlige investeringsprofil og risikovillighed. Og denne fordeling skal man være indstillet på at fastholde i flere år – også selv om det i perioder er op ad bakke. Begynder man først at skifte rundt mellem value og vækst efter forgodtbefindende har man svigtet begge principper, og så er der stor risiko for et skuffende resultat.

Tvivler man på, at man er i stand til at opretholde den tilstrækkelige selvdisciplin i denne proces, så er køb af andele i DI Value og DI Vækst et godt alternativ, da man her er sikker på, at investeringerne konsekvent bliver foretaget efter rene value- og vækstprincipper.



Robecos rådgiverteam: Marten de Kok (tv), Michiel van Vorst (i midten), Arnoud Van Rijn (th), chefrådgiver for DI Vækst.

Skatteminister Kristian Jensen har fremsat et længe ventet forslag til indgreb mod kapitalfonde m.v. Regeringen har indgået forligsaftale med Dansk Folkeparti, som på væsentlige punkter lemper det oprindelige høringsudkast af 1. februar 2007. Samtidig er der indført en kompleks overgangsordning, der skal forhindre, at allerede optjent overskud i selskaberne ikke beskattes med den forhøjede sats for aktieindkomst.

Ændrede regler

for selskabs- og aktionærbeskatning

Lovforslaget indeholder væsentlige ændringer i selskabs- og aktionærbeskatningen.

Hovedlinjerne i lovforslaget er:

- Selskabsskatten nedsættes fra de nuværende 28% til 25% allerede i 2007.
- Fradrag for nettofinansieringsudgifter beskæres ud fra et renteloft og en såkaldt EBIT-model (Earnings before interest and taxes)

Der indføres samtidig en række andre justeringer, blandt andet:

- For personer ændres beskatningen af aktieindkomst, så der bliver tre forskellige skattesatser fra og med 2008.
- Afskrivningsreglerne strammes.
- Reglerne for tvungen sambeskatning af udenlandske finansielle selskaber justeres for blandt andet at opfylde krav fra EU. (CFC-reglerne, controlled foreign company).

I det følgende vil der blive fokuseret på den ændrede beskatning af aktieindkomst for personer.

Højere aktiebeskatning

Efter de gældende regler beskattes aktiegevinster og udbytter som aktieindkomst med 28 pct. af de første 45.500 kr. og 43 pct. af et overskydende beløb. Ifølge lovforslaget skal der betales 45 pct. i skat af aktieindkomst over 100.000 kr. Der vil fortsat være en dobbelt bundgrænse for ægtefæller.

Den samlede beskatning for selskab og person set under ét påvirkes ikke umiddelbart ved forslaget. Det kan illustreres ved konsekvenserne af, at et selskab optjener 100 kr. før skat efter de nuværende regler og lovforslaget:

Maksimal effektiv beskatning af 100 kr. optjent i et selskab

	Nuværende regler	Lovforslaget
Selskabsindkomst	100	100
Selskabsskat	28	25
Udbytte	72	75
Aktieindkomstskat 43 % (forslag: 45%)	31	34
Udbytte efter skat	41	41
Samlet skat	59	59

Overgangssaldo

I forhold til det oprindelige høringsudkast er der dog indført en overgangsordning af hensyn til skattestoppet. Bestemmelsen skal sikre, at allerede optjent overskud, som er blevet beskattet med en selskabsskattesats større end 25 pct., ikke bliver beskattet med den høje aktieindkomstskat på 45 pct.

Opgørelse af overgangssaldo:

Ifølge lovforslaget skal den private investor selv føre overgangssaldoen. Overgangssaldoen skal opgøres i det indkomstår, hvor aktieindkomsten første gang overstiger 100.000 kr. og dermed skal beskattes med den høje sats på 45 pct.

Ægtefæller skal opgøre overgangssaldoen, hvis deres samlede aktieindkomst overstiger 200.000 kr. og de skal i så fald opgøre hver sin saldo.

Overgangssaldoen opgøres som vist i nedenstående bokse:

Børsnoterede aktier:	
Kursværdi af aktierne pr. 1. januar 2007	X
- aktiernes anskaffelsessum	- X
Overgangssaldo	X

Hvis overgangssaldoen ikke overstiger 100.000 kr. skal den sættes til 0 kr. Fremtidige udbytter og avancer vil herefter blive beskattet med 45 pct., hvis de overstiger 100.000 kr. om året.

Eventuelt negativt beløb for enkelte aktieposter medregnes ikke i overgangssaldoen.

Har investor mulighed for at anvende en anden anskaffelsessum end den faktiske anskaffelsessum, f.eks. en indgangsværdi efter de gamle aktieavancebeskatningsregler, er det den højst mulige anskaffelsessum, der skal anvendes, når overgangssaldoen skal opgøres.

Nedskrivning af overgangssaldo:

Overgangssaldoen nedskrives årligt med investors positive nettoaktieindkomst, herunder aktieudbytter.

Reglerne er udformet således, at indtil overgangssaldoen er opbrugt vil investor kun blive beskattet af sin ak-

Unoterede aktier:	
Andel af selskabets regnskabsmæssige egenkapital ved udløb af regnskabsåret 2006	X
- aktiernes anskaffelsessum	- X
Overgangssaldo	X

Eksempel 1:

Forudsætninger:

• Ugift.	
• Overgangssaldo pr. 1. januar 2007, Holding ApS	375.000 kr.
• Køb af Danske Bank- aktier i 2007.	
• Indkomståret 2007 og 2008, udbytter i alt	60.000 kr.
• Indkomståret 2009, Avance Holding ApS	275.000 kr.
• Indkomståret 2010, Avance Danske Bank-aktier	150.000 kr.

Indkomstårene 2007 og 2008:

Beskattes ikke med 45 pct., hvorfor der ikke skal opgøres overgangssaldo.

Indkomstårene 2009:

En del af avancen 275.000 kr. skal egentlig beskattes med 45 pct., hvorfor overgangssaldoen kommer i anvendelse.

Overgangssaldo pr. 1. januar 2007	375.000 kr.
- udbytter 2007 og 2008	- 60.000 kr.
Resterende overgangssaldo	315.000 kr.

Avance på 275.000 kr. beskattes med 43 pct., da beløbet kan rummes i den resterende overgangssaldo. Resterende overgangssaldo udgør herefter 40.000 kr.

Indkomståret 2010:

Resterende overgangssaldo	40.000 kr.
Andel af avance	-40.000 kr.
Resterende overgangssaldo	0 kr.

Den samlede avance i 2010 på 150.000 kr. vil herefter blive beskattet således:

28 pct. skat	*45.500 kr.
43 pct. skat (100.000 kr. - 45.500 kr.)	*54.500 kr.
43 pct. skat ifølge overgangsordning	40.000 kr.
45 pct. skat	10.000 kr.
Samlet avance	150.000 kr.

*) 2007-GRÆNSER

Eksempel 2:

Forudsætninger:

• Overgangssaldo pr. 1. januar 2007, ægtefælle 1	200.000 kr.
• Overgangssaldo pr. 1. januar 2007, ægtefælle 2	150.000 kr.
• Indkomståret 2008, ægtefælle 1, avance	300.000 kr.
• Indkomståret 2008, ægtefælle 2, udbytter	40.000 kr.

Indkomståret 2008:

En del af avancen på 300.000 kr. skal egentlig beskattes med 45 pct., hvorfor overgangssaldoen kommer i anvendelse.

Ægtefælle 1:

Overgangssaldo pr. 1. januar 2007	200.000 kr.
- andel af avance	-200.000 kr.
Overgangssaldo	0 kr.

Resterende avance	100.000 kr.
-------------------	-------------

Ægtefælle 2:

Overgangssaldo pr. 1. januar 2007	150.000 kr.
- udbytter	-40.000 kr.
Resterende overgangssaldo	110.000 kr.
- resterende avance fra ægtefælle 1	100.000 kr.
Resterende overgangssaldo	10.000 kr.

Ægtefælle 1's avance på 300.000 kr. vil derfor i sin helhed blive beskattet med 43 pct., Den resterende avance på 100.000 kr., der ikke kan rummes i ægtefælles 1's overgangssaldo kan overføres til ægtefælles 2's overgangssaldo og rummes i denne.

tieindkomst med de nu gældende satser på 28 pct. og 43 pct.

Konsekvenserne er illustreret i eksempel 1. Nedskrivning af overgangssaldoen for gifte investorer fremgår af eksempel 2.

Hvornår skal man opgøre overgangssaldoen?

Det fremgår af lovforslaget, at investor først skal opgøre en overgangssaldo, hvis aktieindkomsten i et indkomstår overstiger 100.000 kr. og dermed skal beskattes med 45 pct.

For at opnå overblik over den fremtidige beskatning vil det være hensigtsmæssigt allerede nu at foretage opgørelsen.

Skal man sælge nu?

Hvis lovforslaget vedtages vil den private investor med store aktiebeholdninger skulle tage stilling til, om forhøjelsen af den høje sats for aktieindkomst til 45 pct. fra og med 2008, indebærer, at en aktieavance med fordel kan realiseres i 2007.

Da lovforslaget introducerer en særlig overgangssaldo, som fremover kan friholde udbytter og avancer fra aktieindkomstskatten på 45 pct, vil der kun i særlige tilfælde være et incitament til at realisere en aktiegevinst i 2007. Det kan f.eks. være tilfældet, hvis aktierne er steget voldsomt i løbet af 2007, idet overgangssaldoen normalt beregnes på baggrund af kursværdien af ak-

tierne pr. 1. januar 2007. Investor må imidlertid have for øje, at skattebesparelsen kun udgør 2 % og at denne besparelse vil kunne opvejes af den skatteudskydelse, der kan opnås, hvis man venter med at sælge aktierne.

I særlige tilfælde vil der kunne være en fordel ved at sælge noterede aktier i 2007. Det skyldes, at overgangssaldoen ikke tager højde for skjulte værdier i selskabet, herunder goodwill.

Bliver det vedtaget?

Afslutningsvis bemærkes, at der er tale om lovforslag og der kan derfor ske ændringer inden forslaget vedtages endeligt i Folketinget, også selv om der er indgået en politisk aftale.

Danske Analyse:

Boligmarkedet får en blød landing

Realkreditrådets nyligt offentliggjorte prisstatistik viser, at boligmarkedet generelt set fortsat holder snuden oven vandet. Priserne på parcel- og rækkehuse samt på sommerhuse var fortsat stigende fra 4. kvartal 2006 til 1. kvartal 2007. Til gengæld faldt priserne på ejerlejligheder på landsplan for andet kvartal i træk

Parcelhuspriserne steg fra 4. kvartal sidste år til 1. kvartal i år med 1,2% - lidt højere end Danske Analyse havde forventet, men altså en tydelig opbremsning i forhold til prisstigningstakterne for blot et år siden. Kigger vi på den regionale fordeling tegner der sig et billede af, at priserne primært er bremsset op øst for Storebælt. I København var huspriserne uændrede, mens de i Københavns omegn steg med 1,6% på kvartalet.

I Nordsjælland faldt priserne til gengæld med 1%. Til sammenligning steg huspriserne med over 2% på kvartalet på såvel Fyn som i Jylland.

Det brede parcelhusmarked er naturligvis påvirket af den stigende rente, men Danske Banks chefanalytiker, Steen Bocian, ser ingen tendenser til egentlige prisfald.

»Det er dog endnu for tidligt entydigt at konkludere, at vi ikke vil komme til at se prisfald. Antallet af handlede boliger var meget lavt i 1. kvartal, og det kan være et forvarsel om fremtidige prisfald. Realkreditrådets tal giver os ikke anledning at ændre vores syn på det danske boligmarked. Vi forventer fortsat en blød landing på parcelhusmarkedet. Det vil sige stort set uændrede priser på parcelhuse de kommende år,« siger Bocian, men vil

dog ikke helt afvise, at der kan komme prisfald som følge af de stigende renter – det er blot ikke det, han vurderer som mest sandsynligt.

Han vurderer således, at det fortsatte ledighedsfald, skattestoppet og den sunde makroøkonomiske udvikling vil opveje rentestigningerne.

Prisfald på ejerlejligheder

Hvor parcelhusmarkedet fortsat ser meget solidt ud, så er billedet noget anderledes for ejerlejlighederne, der faldt for andet kvartal i træk. På landsplan er faldet yderst beskedent på 0,9% sæsonkorrigeret, hvorved ejerlejlighedspriserne på landsplan er faldet med 3,4% siden de toppede i 3. kvartal sidste år (ikke-sæsonkorr.). Det svarer til et fald på 70.000 kroner for en almindelig ejerlejlighed på 85 kvm.

Der er dog store geografiske forskelle. Kigger vi på ejerlejlighederne i København, så er de faldet med knap 11% i pris siden 3. kvartal sidste år. Det svarer til et prisfald på 300.000 kroner. Det er dog ikke kun i hovedstadsområdet, at ejerlejlighedspriserne falder. Vi ser således prisfald i stort set alle kommuner, når vi taler ejerlejligheder. I eksempelvis Århus er priserne på ejerlejligheder faldet med 6,6%. I Odense er ejerlejlighedspriserne faldet

med 4,4%. Til gengæld stiger ejerlejlighedspriserne fortsat i Aalborg, Vejle og Roskilde. Så der er også undtagelser fra den nedadgående tendens.

»Vi kan nok se frem til yderligere prisfald på ejerlejligheder i de kommende kvartaler. Men det er dog vores vurdering, at de fremadrettede prisfald bliver mere beskedne. Det er endnu uklart, hvorvidt der kan komme en negativ afsmittende effekt fra ejerlejlighedsmarkedet til parcelhusmarkedet,« siger Steen Bocian.

Sommerhuse i risikozonen

Lidt overraskende fortsætter sommerhuspriserne op. Fra 4. kvartal sidste år til 1. kvartal i år er det således blevet til en vækst på 2%. Dermed er sommerhuspriserne på et år steget med 11,6%.

»Når vi kigger på sommerhusene er antallet af handler dog også meget lavt, og markedet er således fortsat i risikozonen for prisfald,« lyder Steen Bocians kommentar.

Han venter, at boligmarkedet generelt forbliver i det lave gear en rum tid, og dermed vil boligmarkedets stimulan til den samlede økonomi også aftage i styrke. Udviklingen på boligmarkedet taler derfor for en afdæmpning af væksten i økonomien samlet set, og det er da også det, Bocian forventer vil ske i løbet af 2007 og 2008.

»Omvendt så peger Realkreditrådets tal også på, at vi undgår et markant prisfald på boliger generelt set. Dermed mindskes risikoen for, at opsvinget i dansk økonomi afløses af en egentlig lavkonjunktur. Vi ser med udgangspunkt i boligmarkedstallene derfor lyst på den økonomiske fremtid, selvom det er oplagt, at vi næppe fortsætter med de høje vækstrater, vi oplevede i 2005 og 2006, hverken hvad angår huspriserne eller BNP-væksten,« slutter Steen Bocian.





GS tror på opsving og metaller

For kort tid siden hørte investeringsbanken Goldman Sachs til de mere dystre prognosemagere angående udsigterne for amerikansk og global økonomi i 2007. Men en række nøgletal og tendenser har i den seneste tid peget på, at økonomien går et gear højere op tidligere end ventet, og det har fået finanshuset til at opjustere forventningerne til verdensøkonomien i år.

Goldman Sachs havde forventet, at den afmatning i den globale økonomiske aktivitet, vi oplevede i anden halvdel af 2006, først ville nå bunden hen imod slutningen af 2007, hvorefter en ny cyklisk optur ville begynde. Der er imidlertid tegn på, at vi har nået bunden af den aktuelle cyklus seks måneder tidligere end forventet. Det hænger sammen med, at en stærkere vækst i Kina og pæne vækstrater i Europa og Japan har opvejet afmatningen i USA. Derfor har investeringsbankens makroøkonomer opjusteret deres forventninger til verdensøkonomien i år og forventer nu en vækst på 4,4 pct. for året som helhed – en beskeden afmatning i forhold til de faktiske 4,9 pct., vi oplevede i 2006.

Udviklingen bekræfter den udvikling som Goldman Sachs og andre finanshuse tidligere har antydnet, nemlig at vi i disse år oplever, at USA's rolle som verdensøkonomiens altdominerende førerhund mindskes. Ikke mindst som følge af, at Kina og andre af de større udviklingsøkonomier spiller en større rolle i det globale billede.

Bund under metaller

I lyset af, at vi har passeret bunden i det globale konjunkturbillede tror Goldman Sachs bl.a. på, at der er lagt en bund under de basale metaller, der ellers de senere år har nået historisk høje prisniveauer og ville reagere negativt på en fortsat nedgang i verdensøkonomiens væksttempo.

»Den globale erhvervscyklus viser forsigtige tegn på reacceleration og som følge heraf opjusterer vi nogle af vores prognoser til at tage højde for et opsving i efterspørgselen, der er hurtigere end ventet,« siger James Gutman, en af GS' råvareanalytikere.

Han påpeger, at de basale metaller er præget af voksende udbud, hvilket kunne føre til stor risiko for prisfald, hvis den globale afmatning og efterspørgsel fortsatte. Men med den stigende efterspørgsel, der nu synes at ligge i kortene, er risikoen for prisfald mindsket betragteligt. Faktisk tror GS nu på, at priserne i år vil stige på både kobber, jernmalm og nikkel – og guldpriserne ventes at fortsætte opturen i takt med at dollaren svækkes. Derimod tror GS at prisen på aluminium vil falde, mens zink, der er præget af lave lagerbeholdninger, spås at ligge relativt stabilt omkring det aktuelle prisniveau året ud.

Udviklingen betyder, at det er værd at kaste et blik på de store metalproducenter, hvoraf GS aktuelt peger på BHP Billiton som den mest oplagte vinder (se s. 18-20).

Optionsstrategier på stigende metalpriser

Læs her om tre forskellige optionsstrategier på metalproducenten BHP Billiton, der står til stor indtjeningsvækst, hvis Goldman Sachs' forventning om stigende metalpriser holder stik.

Strategi 1: Købt call-option – store afkastmuligheder og begrænset risiko

Forventning: Positiv

Har man en forventning om at råvare-selskabet BHP Billitons aktiekurs skal stige, men samtidig ønsker en begrænset risiko er køb af en call-option på aktien en oplagt mulighed.

Som beskrevet i artiklen side 17 vurderer Goldman Sachs, at metalpriserne i lyset af den vedvarende styrke i verdensøkonomien, vil stige i de nærmeste år, og det er derfor oplagt at kaste et blik på metalproducenterne. Goldman Sachs peger selv på britiske BHP Billiton som den mest attraktive (se s. 20). Metalpriser er volatile, og det afspejler sig også i metalproducenternes aktiekurser over tid – og derfor vil nogle investorer foretrække at eksponere sig i aktien via en købt call-option frem for direkte køb af aktien.

En købt call-option på en aktie giver en ret, men ikke en pligt til at købe den underliggende aktie med levering på et givet tidspunkt i fremtiden – kaldet udløbstidspunktet. Ønsker man ikke at vente til udløbstidspunktet, kan man allerede udnytte retten dagen efter købet, eller sælge retten i markedet.

Fx kan man, hvis BHP Billiton stiger, og præmien pr. kontrakt stiger – sælge kontrakterne og dermed hjemtage sin gevinst.

Alternativt kan man udøve sin ret ved henvendelse til banken, og få BHP Billiton-aktier leveret i sit depot på aftalekursen, hvis BHP Billiton ligger over aftalekursen. Dette betyder dog, at man først skal betale den underliggende værdi på ca. DKK 400.000 (3.000 aktier a GBP 12,00).

Skulle BHP's spotkurs ligge under aftalekursen ved udløb, er call-optionen værdiløs. Det giver naturligvis ikke mening, at påberåbe sig retten til at købe BHP Billiton-aktier til aftalekursen, hvis aktierne kan købes på en lavere kurs i markedet. Tabet på call-optionen kan dog aldrig beløbe sig til mere end den betalte præmie, da man har ret, men ikke pligt til at udnytte call-optionen.

Strategi 2: Modtag betaling for pligten til at købe BHP Billiton på et lavere niveau

Forventning: Moderat positiv

Har man en mere afdæmpet forventning til BHP Billitons aktiekurs, men

stadigvæk en positiv forventning, kan man sælge en put-option i aktien og modtage betaling herfor. Man påtager sig dermed en forpligtelse til at købe BHP Billiton 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 BHP Billiton stiger og præmien pr. kontrakt falder, købe kontrakterne tilbage og dermed hjemtage sin gevinst.

Eksempelvis forpligter man sig til at købe BHP Billiton på kurs GBP 10,50. Det vil sige, at aktien skal falde med 10,25% førend det er attraktivt for modparten, at levere aktierne.

Derudover modtager man en præmie på GBP 0,36 pr. aktie (i alt DKK 11.000) for forpligtelsen og man har dermed reelt købt BHP Billiton til kurs 10,19 (efter omkostninger) eller 12,91% bedre end spotkursen.

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

Skatteregler

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

Den skattemæssige behandling af en købt call-option eller en solgt put-option afhænger af, om optionen udnyttes eller ej:

Hvis call-optionen udnyttes og aktien leveres, indgår præmien ved opgørelsen af avancen ved et senere salg af den underliggende aktie:

- Optionsejeren skal tillægge den betalte præmie i til den faktiske anskaffelses-

sum (udnyttelseskursen) ved et senere salg af aktien.

- Gevinst og tab på aktien opgøres efter de almindelige regler for salg af aktier.

Udnyttes optionen ikke, kan tabet (den betalte optionspræmie) hverken fratrækkes eller modregnes, medmindre der indgås en modgående kontrakt eller kontrakten afstås inden udløb.

Sælges kontrakten med gevinst inden udløb, gælder der særlige regler for opgørel-

se og beskatning af gevinsten på kontrakten.

Udløber en solgt put-option uudnyttet, er den modtagne præmie skattepligtig for modtageren.

Bliver en solgt put-option derimod udnuttet, anses den leverede aktie for anskaffet til den aftalte strikekurs fratrukket den tidligere modtagne præmie. Gevinst og tab på den leverede aktie opgøres efter reglerne for aktier.

GBP 10,50. Dette er dog en bedre udgangsposition, end hvis man havde købt aktien med det samme på USD 11,70 (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 førend man vil købe, kan man således 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 ovenfor eller en kombination af begge optioner

Strategi 3: Kombinationsstrategi – køb en call og sælg en put

Hvis man gerne vil have mulighed for at nyde godt af store kursstigninger i aktien, men gerne vil reducere den samlede præmie, så kan man kombinere de to førnævnte strategier – men det kræver dog, at man er indstillet på risikoen ved at sælge en put-option.

Den modtagne præmie for salget af put-optionen bruges altså til at betale noget af præmien for den købte call-option. Herved har man følgende rettighed samt forpligtelse i BHP Billiton:

- 1) Option nr. 1: Købt call-option: Man har ret til at købe 3.000 stk. BHP Billiton aktier på kurs 12,00 hvilket i alt koster DKK 30.200.
- 2) Option nr. 2: Solgt put-option: Man har pligt til at købe 3.000 stk. BHP Billiton aktier på kurs 10,50 hvilket i alt betaler DKK 11.000.

De to enkelte optioner samt den samlede strategi, hvis begge optioner indgås er illustreret i grafen.

Det gælder fortsat at hvis man ikke ønsker at vente til udløbstidspunktet, kan man købe forpligtelsen og/eller sælge rettigheden tilbage i markedet.

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.

Prisfastsættelse af optioner afhænger primært af:

1) Aftalekursen – jo længere væk aftalekursen er fra spotkursen, jo mindre er sandsynligheden for at den nås og dermed bliver præmien lavere.

2) Restløbetiden – man betaler mere for optionen jo længere den løber, da der dermed er større sandsynlighed for at den opnår værdi.

3) Aktiens volatilitet – jo større udsving der er i aktien, jo højere er prisen for at købe en call-option alt andet lige, fx frem mod en vigtig begivenhed som et regnskab. Baggrunden er, at jo større udsving, der forventes i den underliggende aktie, jo større sandsynlighed er der for, at call-optionen når aftalekursen.

Strategi 1 – købt call-option i BHP Billiton

Den underliggende aktie	BHP
Udløbstidspunkt	21. sep. '07
Aftalekursen	12,00
Spotkursen	11,70
Præmie pr. kontrakt	0,89
Kontraktstørrelsen	1.000
Underliggende værdi i DKK	400.000
Antal kontrakter	3
Handles i GBP, der ligger i kurs	11,01

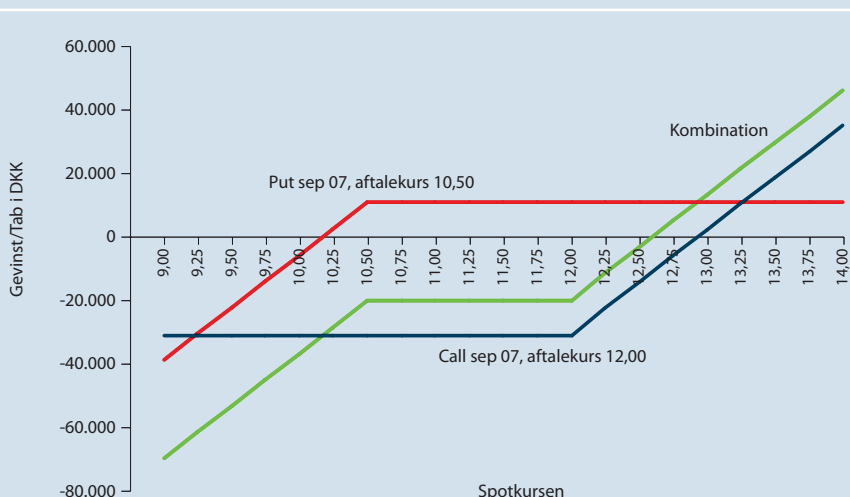
Samlet præmie inkl. omk. i DKK	30.200
Reel anskaffelseskurs ekskl. omk.	12,89
Reel anskaffelseskurs inkl. omk.	12,94
Difference til spotkursen inkl. omk.	-10,60%

Strategi 2 – solgt put-option i BHP Billiton

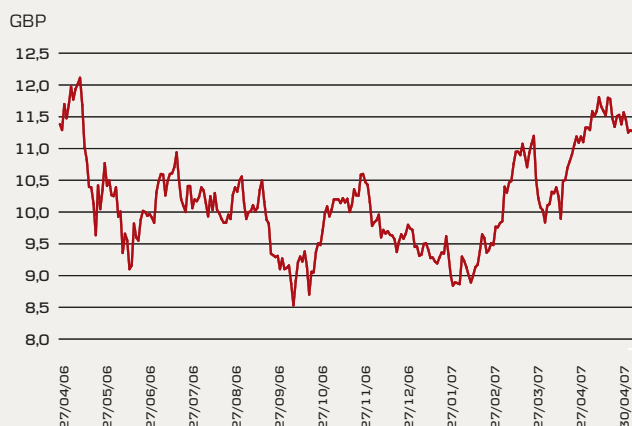
Den underliggende aktie	BHP
Udløbstidspunkt	21. sep. '07
Aftalekursen	10,50
Spotkursen	11,70
Præmie pr. kontrakt	0,36
Kontraktstørrelsen	1.000
Underliggende værdi	350.000
Antal kontrakter	3
Handles i GBP, der ligger i kurs	11,01

Samlet præmie inkl. omk. i DKK	11.000
Reel anskaffelseskurs ekskl. omk.	10,14
Reel anskaffelseskurs inkl. omk.	10,19
Difference til spotkursen inkl. omk.	12,91%

Afkast-/risikoprofil for de tre strategier



BHP Billiton står til stor vækst



Det globale mineselskab BHP Billiton, som blev skabt via en fusion mellem BHP og Billiton i 2001, er en af verdens førende producenter indenfor aluminium, kul, kobber, magnesium, jernmalm, uran, nikkel, sølv og titanium mineraler. Derudover beskæftiger selskabet sig med produktion af olie, gas og diamanter.

Med baggrund i en fornyet tro på fortsat solid vækst i verdensøkonomien (se s. 17) og dermed en stærk efterspørgsel efter metaller, hævede Goldman Sachs (GS) for nyligt prognoserne for metalpriserne. De væsentligste opjusteringer var rettet mod kobber og jernmalm. Kobberprisen ventes i 2007 og 2008 at stige henholdsvis 15 pct. og 22 pct., mens prisen på jernmalm ventes uændret i 2007, men skønnes at stige 11 pct. i 2008.

Netop kobber og jernmalm er kerneområder hos BHP Billiton, og ventes at tegne sig for over 50 pct. af indtjeningen før skat og renter i finansåret 2008. På længere sigt er der yderligere basis for øget indtjening fra disse to metaller, der begge skønnes en produktionsmæssig mængdeforøgelse på 25 pct. frem til juni 2009.

Samtidig ventes olieproduktionen at vokse med 50 pct. i samme periode, og samlet skønner GS, at olie, jernmalm og kobber vil tegne sig for 75 pct. af selskabets driftsresultat i finansåret 2009.

GS har et kursmål på 1.470p (14,7 GBP) på 12 mdr. sigt (aktuel kurs 1.170p), og vurderer, at en kurs på 1.725 p er inden for rækkevidde i 2008.

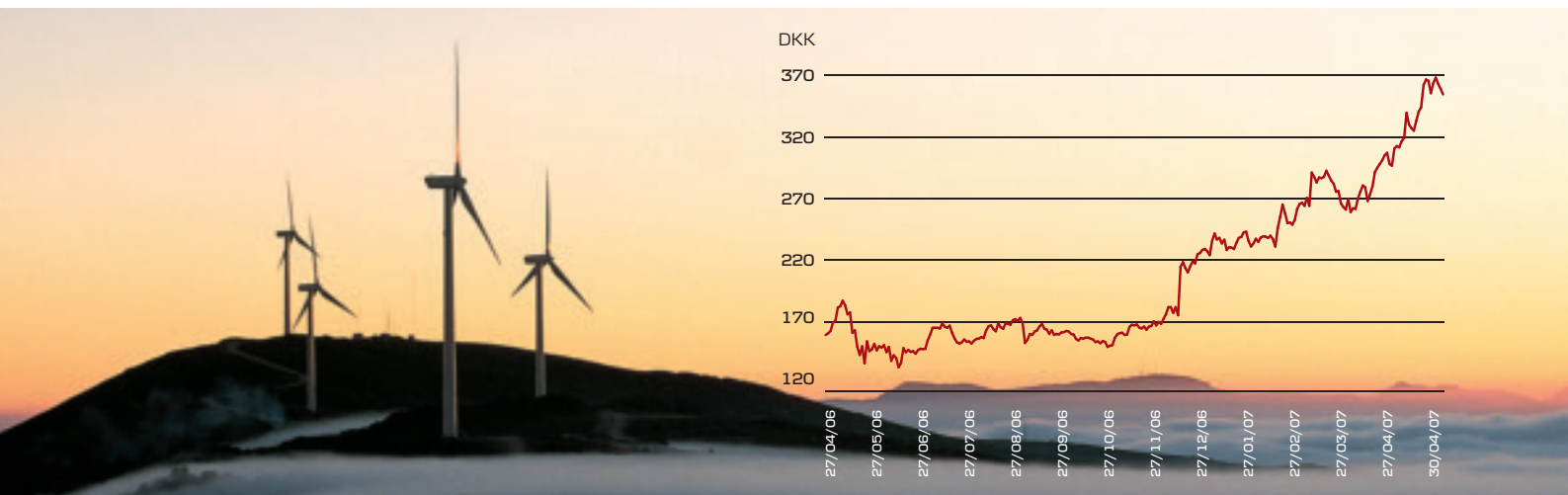


FOTO: © VESTAS WIND SYSTEMS A/S

Vestas rider på den grønne bølge

Ordreerne vælter ind i år til verdens største producent af vindturbiner – og med den store og stadig stigende internationale fokus på alternativ energi er der intet, der tyder på, at det er et midlertidigt fænomen. Ordrebogen fyldes i øjeblikket så hurtigt, at ikke blot kapaciteten for 2007 men også 2008 er ved at være brugt op.

Ikke mindst det amerikanske marked efterspørger vindmøller fra den globale markedsleder, og efter at Vestas i marts annoncerede endnu en stor ordre fra USA, er

mængden af den vindkapacitet, som leveres til det amerikanske marked, næsten fordoblet i forhold til sidste år. På den baggrund skønner Danske Equities (DE), at Vestas ved årets udgang vil sidde på 40 pct. af USA-markedet trods konkurrence fra den lokale producent GE Wind. Den store succes vurderes at være en kombination af mere konkurrencedygtige turbiner og et godt omdømme.

Også på det europæiske marked oplever Vestas stor fremgang. På det vigtige span-

ske marked dækker de foreløbige ordrer stort set allerede nu det mål, som DE havde estimeret for 2007 og for 2008 er 2/3 af det forventede salg allerede i ordrebogen.

DE vurderer, at aktien allerede nu er fair prissat, men Goldman Sachs har endnu større forventninger til den danske producent, og har et 18 måneders kursmål på 486. Goldman Sachs mener, at aktien er for billig i forhold til, at Vestas er markedsleder med en global andel på 30 pct. i en branche, som vokser omkring 25 pct. om året.



Oplagt købstidspunkt for Getinge

Getinge, som anses for at være én af verdens førende udviklere og producenter af udstyr og systemer til sundhedsindustrien samt den farmaceutiske industri, aflagde i april et godt resultat for første kvartal af 2007. Selskabet opnåede en kvartalsomsætning 15 pct. højere end samme periode i 2006, mens resultatet før skat steg ni pct.

Gennem 2006 har Getinge brugt kræfter på investeringer inden for forskning og udvikling, ekspansion af salgstyrken samt restrukturerings af produktionsenheden, ikke mindst ovenpå lukningen af produktionsenheden i Gloucester, England. Herudover er der lagt kræfter i en omstrukturering inden for hjerte-lunge området og patientmobilisering. Danske Equities (DE) vurderer, at Getinge på kort- til mellemlang sigt vil høste gevinsten af disse initiativer, og samtidig vil indtjeningen blive positivt påvirket af produktlanceringer.

I 1. kvartal 2007 lanceres således NAVA, som er en videreudvikling af respiratoren Servo-I, som blev introduceret i 2001. Og i 2008 lancerer Getinge et nyt anæstesi- og ventilationsprodukt – et område hvor Getinge ikke har været repræsenteret de seneste år.

Getinge er også kendetegnet ved at have en bemærkelsesværdig evne til en solid og hurtig integration af opkøbt selskaber. Senest har Getinge købt engelske Huntleigh for ca. SEK 5 mia., der styrker Getinges position inden for Extended Care. Getinge har efter købet stadig SEK 5 mia. til opkøb.

DE opjusterede efter kvartalsregnskabet kursmålet til SEK 185 fra SEK 177 per aktie. DE mener, at aktien er billig i forhold til lignende selskaber, hvilket forventes udlignet inden for det næste års tid – hvilket signalerer et oplagt tidspunkt for køb af aktien nu

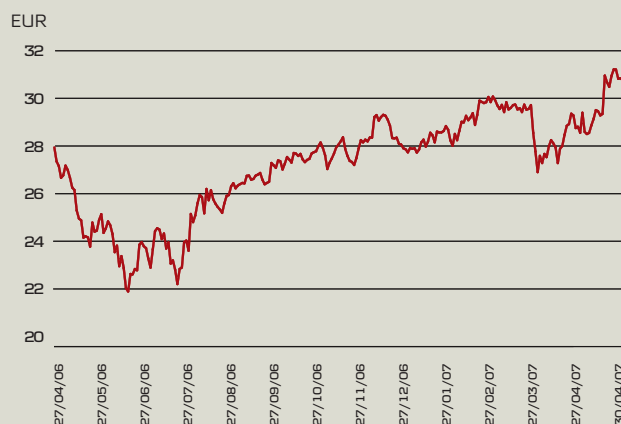
Philips er billig

Philips er blandt de kendteste mærker inden for elektronisk udstyr i verden med dets *Sense & Simplicity*-slogan. Selskabet har været igennem en lang og sej kamp for at markedsføre selskabet globalt og har inden for de sidste år opnået placeringer som det bedst kendte mærke i verden. Royal Philips Electronics hører til blandt verdens 30 største virksomheder med en årlig omsætning på omkring EUR 27 mia. (2006). Den almene forbruger kender nok hovedsageligt Philips for at stå bag diverse elektroniske udstyr og apparater, men derudover er selskabet globalt markedsførende inden for medicinsk udstyr til billede-diagnosticering og patientovervågning samt energieffektive lysløsninger.

Selskabets regnskab for første kvartal viste en omsætning tæt på EUR seks mia., hvilket var en anelse højere end samme kvartal i fjor. På bundlinjen kunne aflæses et plus på EUR 875 mio., hvilket repræsenterede en væsentlig stigning fra EUR 160 mio. sidste år. Regnskabet viste, at Philips er godt på vej til at realisere dets mål for indeværende regnskabsår, hvor bl.a. omsætningen forventes at vokse med 5-6 pct.

Oven på kvartalsresultatet satte Goldman Sachs (GS) Philips deres europæiske Conviction Buy-list - listen over de selskaber i Europa, som GS ser det største potentiale i på 12 mdr. sigt. Den positive holdning til aktien understøttes af, at Philips muligvis vil sælge andele i TSMC og LG. Philips fra, hvorved selskabet kan hente omkring EUR 3,8 mia. inden udgangen af 2007. Den finansielle fleksibilitet er attraktiv, fordi det bl.a. kan bruges til at øge værdien for aktionærerne ved fx yderligere opkøb samt aktietilbagekøb.

GS hævede efter kvartalsregnskabet kursmålet for Philips på 12 mdr. sigt til EUR 38 fra tidligere EUR 31 per aktie.



Skatteregler for investeringsforeninger i EU's søgelys

EU-Kommissionen har den 29. marts i år sendt den danske regering en såkaldt åbningsskrivelse vedrørende skattereglerne for udenlandske investeringsforeninger.

Kommissionens mener, at de danske skatteregler strider mod traktatens artikel 39 (fri udveksling af tjenesteydelser) og 46 (kapitalens fri bevægelighed).

De danske skatteregler har i mere end 40 år sondret mellem udloddende og akkumulerende investeringsforeninger.

Investeringsforeninger skal for at anses for udloddende overholde reglerne om minimumsudlodning og årligt udlodde f.eks. renter, udbytter mv. Til gengæld er foreningen skattefri og avance- og tab på beviserne beskattes efter reglerne i aktieavancebeskatningsloven (realisationsprincippet).

Siden 2005 har det som et alternativ til minimumsudlodningen været muligt i stedet at foretage en årlig rapportering af de pågældende indkomster. Rapporteringen danner så grundlag for beskatningen af investor.

Investeringsforeninger, der ikke opfylder kravene til minimumsudlodning eller rapportering, anses for at være akku-

mulerende. Investorer i akkumulerende investeringsforeninger skal medregne urealiserede avancer og tab i kapitalindkomsten efter lagerprincippet, dog således at værdistigning eller fald i et indkomstår typisk først skal tages til beskatning i det følgende år. Også i dette tilfælde er selve foreningen som udgangspunkt skattefri.

Udenlandske investeringsforeninger er i praksis akkumulerende. De udenlandske investeringsforeninger vælger nemlig typisk ikke at opfylde kravene om minimumsudlodning eller rapportering.

Efter de nuværende regler gælder der imidlertid samme skatteregler for investering i danske og udenlandske akkumulerende investeringsforeninger. Umiddelbart synes det derfor vanskeligt at se, at de danske regler diskriminerer udenlandske investeringsforeninger.

Åbningsskrivelsen danner i første omgang grundlag for forhandlinger mellem EU-Kommissionen og den danske regering. Hvis der ikke kan opnås en fælles forståelse, må det forventes, at kommissionen anlægger retssag mod Danmark om traktatbrud ved EF-Domstolen.



Det betaler sig at være grøn

Tre forskere fra hhv. University of Queensland, University of Toronto og London Business School har undersøgt om det betaler sig for virksomhederne at være »grønne« – dvs. om det slår positivt ud på bundlinjen at virksomheden har et underliggende miljømæssigt fundament i sin strategi.

Forskerne har set på alle amerikanske virksomheder i Skov- og Papirindustrien, Kemikalier, Olie & Gas samt Metaller & Minedrift for perioden 1990–2003.

Resultaterne får forskerne til at konkludere, at de virksomheder, som vælger at forbedre deres miljømæssige

præstationer markant over tiden har en klar tendens til at bruge flere penge på forskning og udvikling, de har bedre økonomisk performance, højere cash flow, lavere gearing, større vækst og en højere Tobin's Q, som angiver forholdet mellem markedsværdien af de eksisterende aktiver og genanskaffelsesprisen på disse – før de miljømæssige præstationer begynder at materialisere sig. Og derefter er de også karakteriseret ved reelle økonomiske fordele i form af højere profitabilitet, cash flow og Tobin's Q sammenlignet med de virksomheder, der har valgt ikke at prioritere miljømæssig performance som en del af strategien.

Korte obligationer slår konti med høj rente

En aftalekonto med en rente på 4 pct. lyder fristende. Men faktisk kan man via obligationsmarkedet reelt lave sin egen »højrentekonto« – endda med et endnu højere afkast, ikke mindst hvis man har positiv nettokapitalindkomst. Når man køber obligationer under kurs 100 og nogle måneder senere får dem udtrukket til pari, er den op-

nåede kursgevinst nemlig skattefri. Tilsvarende er renteindtægter fra en konto eller fra en obligation jo fuldt skattepligtige.

Tabellen viser de obligationer som med en restløbetid på 6–11 måneder kan sammenlignes med en højrentekonto. Faktisk formår alle obligationerne, selv de korteste, at

give en rente efter skat og omkostninger, som er højere end en højrentekonto. Kolonnen, der hedder »Krav til HK før skat«, bør være sammenligningsgrundlaget. Står der f.eks. 5,72%, betyder det, at en konto skal give 5,72%, for at være lige så attraktiv som den pågældende obligation.

Lineær rente / krav til rente på højrentekonti (HK)

Isin	Papir	Kurs	Kurtage	Skat	Valør	Udløb	Valør ved udløb	Eff. rt. inkl. omk. & skat	Lineær rente ef. Skat & omk.	Krav til HK før skat	Dage til udløb
976423	3NYK90 Dok 2	99,570	0,15%	59%	08/maj/07	01/okt/07	01/okt/07	1,890%	1,90%	4,64%	146
412813	SKE11/07	99,090	0,15%	59%	08/maj/07	15/nov/07	15/nov/07	2,250%	2,27%	5,54%	191
927090	2 D.10DS08	98,770	0,15%	59%	08/maj/07	01/jan/08	02/jan/08	2,460%	2,48%	6,04%	239
976482	3 NYK90Dap	98,860	0,15%	59%	08/maj/07	01/apr/08	01/apr/08	2,310%	2,34%	5,72%	329
976423	3NYK90 Dok 2	99,570	0,15%	45%	08/maj/07	01/okt/07	01/okt/07	2,300%	2,32%	4,21%	146
412813	SKE11/07	99,090	0,15%	45%	08/maj/07	15/nov/07	15/nov/07	2,520%	2,55%	4,64%	191
927090	2 D.10DS08	98,770	0,15%	45%	08/maj/07	01/jan/08	02/jan/08	2,740%	2,76%	5,02%	239
976482	3NYK90Dap	98,860	0,15%	45%	08/maj/07	01/apr/08	01/apr/08	2,730%	2,76%	5,03%	329



Forskerne konkluderer imidlertid også, at det ikke er alle virksomheder, der har muligheden for at kopiere den »grønne« strategi, selv om de gerne ville – af den simple grund, at de ikke har de fornødne finansielle muligheder og den ledelsesmæssige kompetence.

På den baggrund mener forskerne, at politiske initiativer og lovgivning, der fremmer incitamentet for virksomhederne til at anlægge en miljømæssigt orienteret strategi, er af afgørende betydning. Forskerne påpeger også, at den stigende grønne bevidsthed i offentligheden i sig selv er et incitament for virksomhederne, idet de vil blive belønnet med reelle økonomiske fordele i form af »grøn goodwill« på markedet.

Struktureret produkt går godt

Danske Bank udstedte i 2006 et struktureret produkt i alternativ energi. Produktet, der består af investeringer i en række selskaber inden for forskellige sektorer af alternativ energi, sikrer via optioner, at investor er garanteret en minimumkurs på 100, når papiret udløber i 2009. Produktet ligger ved redaktionens slutning i 128. Nye tilsvarende produkter er under overvejelse.

Efter en kortvarig afmatning sidste år er amerikansk økonomi tilbage allerede i 1. halvår af 2007. Det vurderer cheføkonom i Danske Bank, Carsten Valgreen

USA tilbage på sporet

»Rygterne om min død er stærkt overdrevne«. Det udtalte Mark Twain, da han læste sin egen nekrolog i The New York Times. Citatet kunne dog passende bruges om den amerikanske økonomi, som mange analytikere de seneste par kvartaler har forsøgt at tale i graven. Men den amerikanske økonomi lever skam i bedste velgående. Det vurderer cheføkonom i Danske Bank, Carsten Valgreen. Han mener, at USA har rystet afmatningen på både boligmarkedet og i industrien af sig og igen er på vej mod en periode med højere vækst.



»subprimes« lån til ansøgere med ingen eller lav kreditværdighed. På blot to år har den amerikanske centralbank hævet renten med 425 bp til 5,25 pct., og i visse husholdninger er budgettet nu strammet til det alleryderste. Det har både skabt rystelser på de finansielle markeder og bekymring for en større nedsmeltning på det amerikanske lånemarked. Men den frygt mener Carsten Valgreen er overdrevet.

»Man kan ikke helt se bort fra »subprimes« som en potentiel risikofaktor. Dog er det helt naturligt, at der opstår problemer i netop dette segment af lånemarkedet, når renten stiger så kraftigt på to år. Men vi betragter det ikke som en betydelig risiko, at lånemarkedet skal falde helt sammen og skabe negative konsekvenser for økonomien generelt,« lyder vurderingen fra Carsten Valgreen.

Vækst tilbage over trend

Ifølge Valgreen står det slet ikke så galt til med den amerikanske økonomi, som mange ellers mener. Godt nok var økonomien i 2006 trængt på flere fronter, hvor et svagt boligmarked og en svækket industri bidrog til at trække væksten ned under »trend«. Men der er en række faktorer, der vil bidrage til at skubbe væksten i USA tilbage op over det langsigtede gennemsnit allerede i 1. halvår af 2007.

»Det skal ikke forstås sådan, at vi undervurderer boligmarkedets betydning for de amerikanske forbrugere. Men gevinster på boligmarkedet er langt fra det eneste, der driver privatforbruget i USA,« siger Carsten Valgreen og fortsætter:

»Kombinationen af et robust arbejdsmarked og relativt lave energipriser har mere end opvejet de negative konsekvenser fra boligmarkedet. Selv om de positive effekter fra de lave energipriser ser ud til at aftage i 2. kvartal – og måske endda vil påvirke forbruget negativt – holder den høje beskæftigelse og stigningen i indkomsterne privatforbruget oppe,« lyder vurderingen.

Valgreen venter, at det amerikanske privatforbrug vil vokse ca. 3½ pct. i 1. kvartal.

Dårlige boliglån har kun begrænset betydning

De seneste par måneder har investorerne måtte øve sig på et nyt ord – det såkaldte »subprime«. Kort fortalt er

Godt for resten af verden

Det er godt nyt for resten af verden, ikke mindst Europa, at rygterne om den amerikanske økonomis snarlige død har vist sig stærkt overdrevne. Europa ser dog fortsat ganske stærk ud og generelt har verdensøkonomien det rigtigt godt, når man ser bort fra USA. Især Tyskland har været meget stærk i slutningen af 2006, blandt andet på grund af stærk eksport til Asien og den kraftige forbrugsvækst op til den tyske momsforhøjelse 1. januar i år.

I år vil Tyskland dog nok gå ned i et lidt lavere, men stadig sundt væksttempo. Mens Eurolands vækst som helhed kun vil aftage beskedent i første halvår, før den stabiliserer sig og tager moderat fart igen i andet halvår og ind i 2008 – som meget vel kan vise sig at blive et stærkt år.

For Asien er den fejlagtige nekrolog for USA også godt nyt. Asiatisk vækst er stadig høj og med udsigt til en fortsat amerikansk ekspansion i 2007, relativt lempelige lokale økonomiske politikker samt svage valutaer, ser det ud til, at det asiatiske boom langt fra er forbi.

Modelporteføljer for obligationer

OPDATERET 7. MAJ 2007

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	3,12%	2,83%	0,66	0,65	3,32%	3,27%	20 926507 RD 6.0 A 10/01/2032	5,66%	9,64	2,67	4,31%	4,87%
50 927104 RD 2.0 01/01/2009	3,23%	2,95%	1,64	1,59	2,88%	2,98%	40 927465 RD FRN 07/01/2010	-	-	0,14	4,44%	4,35%
20 927112 RD 2.0 01/01/2010	3,16%	2,87%	2,60	2,49	2,47%	2,81%	20 976113 4.04Cibor6	-	-	2,78	4,20%	4,91%
10 927392 RD 3.0 A 10/01/2023	3,00%	2,54%	6,61	5,74	1,15%	2,65%	10 927376 4.27NYKcf5io16	-	-	3,83	4,07%	4,91%
							10 927384 4.26RDcf638	-	-	4,15	4,07%	5,00%
100	5)	3,17%	2,87%	2,10	1,97	2,73%	2,97%	100		1,96	4,29%	4,69%

Personbeskattede med tidshorisont 3-7 år							Personbeskattede 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	3,23%	2,95%	1,64	1,59	2,88%	2,98%	15 927317 RD 4.0 Aio 10/01/2038	5,00%	11,41	8,92	2,33%	4,87%
20 927112 RD 2.0 01/01/2010	3,16%	2,87%	2,60	2,49	2,47%	2,81%	10 927295 RD 5.0 Aio 10/01/2038	5,37%	11,18	7,01	3,29%	5,17%
25 927406 RD 3.0 A 10/01/2018	3,05%	2,60%	4,58	4,25	1,73%	2,75%	10 926507 RD 6.0 A 10/01/2032	5,66%	9,64	2,67	4,31%	4,87%
25 927392 RD 3.0 A 10/01/2023	3,00%	2,54%	6,61	5,74	1,15%	2,65%	25 927465 4.04Cibor6	-	-	0,14	4,44%	4,35%
							20 976113 4.27NYKcf5io16	-	-	2,78	4,20%	4,91%
							10 927384 4.51RDcf538	-	-	4,15	4,07%	5,00%
							10 992143 4.26RDcf6io38	4,14%	7,25	7,32	2,40%	4,22%
100	3,12%	2,75%	3,76	3,44	2,09%	2,81%	100			3,96	3,73%	4,72%

Personbeskattede med tidshorisont over 7 år							Personbeskattede 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	3,23%	2,95%	1,64	1,59	2,88%	2,98%	35 927317 RD 4.0 Aio 10/01/2038	5,00%	11,41	8,92	2,33%	4,87%
15 927112 RD 2.0 01/01/2010	3,16%	2,87%	2,60	2,49	2,47%	2,81%	10 927295 RD 5.0 Aio 10/01/2038	5,37%	11,18	7,01	3,29%	5,17%
15 927406 RD 3.0 A 10/01/2018	3,05%	2,60%	4,58	4,25	1,73%	2,75%	10 926507 RD 6.0 A 10/01/2032	5,66%	9,64	2,67	4,31%	4,87%
35 927392 RD 3.0 A 10/01/2023	3,00%	2,54%	6,61	5,74	1,15%	2,65%	10 927465 4.27NYKcf5io16	-	-	0,14	4,44%	4,35%
25 927430 RD 4.0 A 10/01/2038	2,70%	2,11%	11,50	8,16	0,01%	2,28%	10 926113 4.51RDcf538	-	-	2,78	4,20%	4,91%
							15 927384 4.26RDcf6io38	-	-	4,15	4,07%	5,00%
							10 992143 DGB 4.000 11/15/2015	4,14%	7,25	7,32	2,40%	4,22%

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: Spansk boligmarked under pres

Den efterhånden lange række af renteforhøjelser fra Den Europæiske Centralbank begynder nu så småt at sætte sig i de europæiske boligmarkeder. I Frankrig, hvor byggeriet af boliger er eksploderet over de senere år, er der tydelige tendenser på afmatning. Boligbyggeriet er i de seneste måneder begyndt at falde, og meget tyder på, at boligpriserne også har toppet ud. Værre ser det muligvis ud i Spanien, hvor priserne i starten af året er faldet i kystområder og i de store byer. Boligboomet i Spanien har mindst været af samme størrelse som i Danmark, og Spanien har i dag den måske største byggesektor i hele OECD-området. En større korrektion er en risiko, og det vil ikke kun være negativt for spansk økonomi. Spanien har de seneste fem år stået for 1/3 af tilvæksten i Eurolands indenlandske efterspørgsel, og dermed har Spanien haft en stor finger med i spillet om at genrejse Euroland det seneste års tid.

Tyrkiet: Konflikt mellem sekulære og religiøse strømninger er blusset op

Den politiske usikkerhed er steget markant i Tyrkiet efter, at udenrigsminister Gul blev opstillet som det ledende regeringsparti – det reformorienterede, men også islamistiske – AKParty's præsidentkandidat. Den sekulære tyrkiske elite har reageret kraftigt på dette, og militæret har meget kraftigt taget afstand for Guls kandidatur. Det har klart øget den politiske usikkerhed i Tyrkiet, og der er uden tvivl tale om den største politiske krise i Tyrkiet siden den finansielle og politiske krise i 2001. Krisen kan potentielt betyde, at forhandlingerne om tyrkisk EU-medlemskab suspenderes.

USA: Modvind til forbrugerne – medvind til industrien

Amerikansk økonomi bremsede op i første kvartal med en vækstrate på kun 1,3%. Kigger man fremad mod andet kvartal, vil der både være positive og negative overraskelser i vente. Generelt er der dog en lille bedring i kortene. Den negative overraskelse vil komme fra de amerikanske forbrugere, der vil miste pusten i de kommende måneder, som følge af den kraftige stigning i benzinpriserne. Modsat vil den kraftige efterspørgsel i de seneste kvartaler fra både de amerikanske forbrugere og eksportmarkederne give medvind til industrien i de kommende kvartaler. Alt i alt betyder det, at billedet af amerikansk økonomi formentlig vil se »mudret« ud i endnu nogle måneder. I andet halvår er der imidlertid udsigt til opklaring med en økonomisk vækst, der vender tilbage til trendniveau.

Kina accelererer

De seneste data fra Kina viser, at den økonomiske vækstmaskine fortsætter med at accelerere, idet væksten i første kvartal var på hele 11,1 pct. i forhold til samme kvartal sidste år. Samtidig ser vi nu, at inflationen også er på vej op. De kinesiske myndigheder vil derfor fortsætte med gradvist at stramme de pengepolitiske vilkår for at lægge låg på den kogende gryde og undgå en økonomisk overophedning. Vi venter, at den kinesiske optur fortsætter i de kommende år, om end vi kan forvente, at de pengepolitiske stramninger vil dæmpe begejstringen en smule.



Sektor/selskab	Land	Anbefaling	Kurs 27.04.07	Kursændring i pct. Senest. md.	År til dato
Energi					
Olje- og gastjenester					
BW Offshore	NO	Køb	25,2	-2,0	-3,8
Prosafte	NO	Køb	92,8	0,5	4,9
Acergy	NO	Hold	127,0	2,6	5,8
Seadrill	NO	Køb	98,5	1,2	-6,4
Olje og gas					
DNO	NO	Hold	11,7	7,9	1,7
Fred. Olsen Energy	NO	Køb	297,0	0,9	1,7
Statoil	NO	Hold	166,8	2,9	0,9
Subsea 7	NO	Køb	120,0	7,7	5,9
Materialer					
Kemikalier					
Auriga Industries A/S	DK	Køb	177,0	7,9	11,7
Novozymes	DK	Køb	548,0	11,3	12,8
Konstruktionsmaterialer					
H+H International	DK	Køb	1.860,0	0,3	1,1
Containere					
Brdr Hartmann	DK	Sælg	204,0	-3,8	-10,1
Papir & skovprodukter					
Holmen	SE	Køb	302,0	1,0	1,3
M-real	FI	Hold	5,1	-9,4	6,5
Norske Skog	NO	Sælg	90,7	-15,2	-15,6
SCA	SE	Køb	353,5	-7,7	-1,1
Stora Enso	FI	Hold	13,4	2,6	11,6
UPM-Kymmene	FI	Hold	18,3	-7,5	-4,5
Industri					
Fly & forsvar					
SAAB	SE	Køb	193,5	1,3	-7,9
Byggeprodukter					
ASSA ABLOY	SE	Køb	151,0	-2,6	1,3
Dantherm Holding	DK	Hold	113,0	7,6	8,1
Flügger	DK	Hold	700,0	-3,5	-4,1
Rockwool International	DK	Køb	1.270,0	9,5	45,3
Entrepenører					
FLSmidth & Co	DK	Køb	418,0	12,4	16,4
Højgaard Holding	DK	Hold	235,0	1,3	2,2
Monberg & Thorsen	DK	Hold	537,0	3,5	10,7
Per Aarsleff	DK	Køb	551,0	6,8	9,1
Elektronik					
NKT Holding	DK	Køb	488,0	6,0	-2,3
Schouw & Co	DK	Køb	504,0	20,9	39,8
REC	NO	Køb	168,0	20,4	47,4
Vestas Wind Systems	DK	Køb	363,0	21,8	52,0
Maskinindustri					
Alfa Laval	SE	Køb	410,0	9,3	32,7
Atlas Copco	SE	Hold	251,5	9,4	9,4
Cardo	SE	Hold	275,5	3,4	6,0
Kone	FI	Hold	45,0	6,3	4,8
Metso	FI	Hold	41,0	4,4	7,2
Munters	SE	Hold	325,5	9,1	2,7
Scania	SE	Sælg	650,0	20,6	35,1
SKF	SE	Hold	145,0	1,4	14,6
Tomra Systems	NO	Hold	47,8	8,0	11,1
Trelleborg	SE	Køb	205,5	13,5	25,3
Volvo	SE	Køb	131,0	18,5	44,5
Handel og distributører					
Brdr A&O Johansen	DK	Hold	1.772,0	-1,6	6,8
DLH	DK	Hold	108,0	-0,9	1,9
Solar A/S	DK	Køb	767,0	6,5	8,0
Sanistål	DK	Køb	1.170,0	12,9	36,1
Serviceselskaber					
Gunnebo	SE	Hold	85,0	11,8	7,6
Securitas	SE	Køb	103,3	-2,4	-2,8
Securitas Systems	SE	Køb	25,3	5,4	-8,7
Transport					
A. P. Møller - Maersk	DK	Hold	62.000,0	6,9	16,5
Broström	SE	Køb	143,3	2,3	-4,5
DFDS	DK	Hold	790,0	7,5	16,2
DSV	DK	Køb	1.070,0	10,7	3,7
Mols-Linien	DK	Køb	559,0	11,1	17,2
SAS	DK	Køb	153,5	17,4	31,8
Torm	DK	Hold	387,0	0,3	4,6
Forbrugsgoder					
Varige forbrugsgoder					
Bang & Olufsen	DK	Køb	707,0	2,9	-2,9
BoConcept	DK	Køb	495,0	15,0	32,0
Ekornes	NO	Hold	150,0	4,2	4,9
Electrolux	SE	Hold	176,0	-0,6	50,5
Husqvarna	SE	Køb	122,3	10,4	14,3
Fritid					
PARKEN Sport & Entertainment A/S	DK	Sælg	1.985,0	26,8	56,3
Royal Caribbean Cruises	NO	Køb	253,0	-2,7	-2,3
Tekstil & Beklædning					
IC Companys	DK	Køb	347,0	6,0	-8,7
Medie					
Eniro	SE	Hold	88,8	0,6	-1,9

Sektor/selskab	Land	Anbefaling	Kurs 27.04.07	Kursændring i pct. Senest. md.	År til dato
Forbrugsgoder, fortsat					
Metro International	SE	Sælg	8,0	-19,2	-12,1
MTG	SE	Hold	398,5	-1,2	-11,4
Observer	SE	Sælg	31,9	8,9	-17,6
Schibsted	NO	Køb	278,0	0,4	24,7
Detailhandel					
Hennes & Mauritz	SE	Køb	445,0	9,9	28,6
Fødevarer					
Carlsberg	DK	Sælg	606,0	3,2	8,0
Cermaq	NO	Køb	108,5	-10,7	19,2
Danisco	DK	Køb	442,0	0,9	-8,1
EAC	DK	Hold	279,0	5,3	-11,7
Harboe	DK	Hold	220,0	0,9	-4,4
Orkla	NO	Køb	95,1	12,8	34,7
Marine Harvest	NO	Køb	6,6	-7,7	15,1
Royal Unibrew	DK	Hold	734,0	7,9	-0,8
Sundhed					
Medico					
Coloplast	DK	Køb	471,0	-0,4	-7,8
Getinge	SE	Køb	156,5	1,6	2,0
William Demant	DK	Køb	527,0	5,2	15,1
Bioteknologi					
ALK-Abellø	DK	Sælg	1.084,0	3,0	-23,1
Bavarian Nordic	DK	Køb	564,0	11,9	2,3
Genmab	DK	Køb	389,0	15,4	2,4
Curalogic	DK	Køb	16,8	-1,2	5,0
LifeCycle Pharma	DK	Køb	54,0	-1,8	-3,6
NeuroSearch	DK	Køb	285,0	10,3	-11,4
Pharmexa	DK	Hold	18,8	10,6	7,4
Topotarget	DK	Hold	35,0	-2,8	-3,3
Medicin					
Lundbeck	DK	Hold	131,5	-17,6	-15,6
Novo Nordisk	DK	Køb	544,0	10,6	15,6
Finansielle selskaber					
Banker					
Amagerbanken	DK	Hold	373,5	-2,7	-0,1
Danske Bank	DK	n.a.	258,0	-0,8	2,8
DnB NOR	NO	Hold	84,7	0,7	-4,3
Fionia Bank	DK	Hold	1.724,0	5,8	7,8
Forstædernes Bank	DK	Stærk Køb	252,0	13,0	20,7
Jyske Bank	DK	Hold	445,5	2,7	11,1
Nordea	SE	Køb	116,7	5,1	10,6
Ringkjøbing Landbobank	DK	Køb	1.150,0	6,5	6,5
Roskilde Bank	DK	Sælg	671,0	6,5	7,4
Sampo	FI	Køb	22,9	1,6	12,7
SEB	SE	Køb	243,5	6,6	12,0
Spar Nord	DK	Sælg	138,5	2,2	1,5
Svenska Handelsbanken	SE	Hold	204,0	-1,7	-2,9
Sydbank	DK	Køb	306,0	3,2	13,3
Vestjysk Bank	DK	Hold	330,0	4,8	5,4
Forsikring					
Alm. Brand	DK	Køb	393,5	1,4	-1,6
Codan	DK	Køb	522,0	-0,6	-4,9
Topdanmark A/S	DK	Hold	1.070,0	2,1	14,6
TrygVesta A/S	DK	Køb	467,5	-3,5	8,3
Ejendomselskaber					
Sjælsø Gruppen	DK	Køb	203,0	11,5	9,7
TK Development	DK	n.a.	127,0	17,1	51,2
Informationsteknologi					
EDB Business Partner	NO	Sælg	55,8	6,2	0,9
Ementor	NO	Køb	52,5	-3,7	49,2
HiQ	SE	Sælg	38,3	-0,5	-9,5
Semcon	SE	Køb	59,3	0,0	-13,2
Teleca	FI	Køb	25,7	-17,4	-7,9
TietoEnator	FI	Hold	23,6	8,1	-3,3
Software					
ORC Software	SE	Køb	191,0	27,8	64,0
Fast Search & Transfer	NO	Sælg	15,7	7,5	0,6
IBS	SE	Stærk Køb	25,3	-0,8	-3,4
ORC Software	SE	Køb	191,0	27,8	64,0
SimCorp	DK	Køb	1.095,0	-5,9	-21,2
Telelogic	SE	Køb	17,4	28,9	13,7
Kommunikationsudstyr					
Eltek	NO	Hold	60,3	-6,2	-2,4
Ericsson	SE	Køb	25,8	-0,2	-6,9
GN Store Nord	DK	Sælg	63,3	-20,2	-24,3
Nokia	FI	Hold	18,7	10,4	21,1
Tandberg ASA	NO	Hold	129,5	5,7	37,8
Thrane & Thrane	DK	Hold	292,0	7,0	-6,9
Teleoperatører					
Elisa	FI	Sælg	21,5	0,8	3,5
Tele2	SE	Hold	115,0	1,1	15,0
Telenor	NO	Hold	111,8	1,1	-4,7
TeliaSonera	SE	Sælg	53,5	-12,7	-4,9
Forsyningselskaber					
Elværker					
Fortum	FI	Køb	22,8	0,9	5,9

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

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.