

Aktietegning med fortegningsret for gamle aktionærer foregår i perioden 5. – 18. april

- Aktietegningen sker i forholdet 3:1 til kurs 105. Tegningsretter handles i perioden 3. – 16. april. Investorer, der ejer ca. 30 % af aktiekapitalen (inklusive Sydbank med 5,3 %), har afgivet tilsagn om at tegne forholdsmæssig andel. Sydbank garanterer fuld tegning og er market maker. Nettoprovenuet vil udgøre ca. 438 mio. kr.
- Børskursen er blevet presset ned i lyset af det forestående store udbud af nye aktier, og dagskursen (108) ligger tæt på tegningskursen (105).
- Styrkelsen af egenkapitalgrundlaget er udgangspunktet for gennemførelse af den 4-årige strategiplan "Nye veje". Målet er at fortsætte væksten og at opnå en stor forbedring af indtjeningen. Første skridt bliver en omlægning af Sparekassens ansvarlige lån med henblik på en årlig rentebesparelse på ca. 30 mio. kr.
- Aktien handles til særdeles lave og dermed attraktive nøgletal med en P/E(2018E) på ca. 8 og kurs/indre værdi på 0,7. Betaling af udbytte blev suspenderet for 2017 pga. ønsket om den store aktietegning. Niveauet har ellers været ca. 3,0 kr. pr. aktie. Ud fra vores estimat for indtjeningen i år og udlodning af 25 % heraf som udbytte er indikationen betaling af 2,5 kr. i foråret 2019.
- Vurderet som aktie er kernepunktet perspektivet med udsigt til et markant løft i indtjeningsevnen frem mod 2021 ved gennemførelse af strategiplanen "Nye veje". Ambitionen er at opnå en egenkapitalforretning på mindst 9-11 %. Med en indre værdi efter aktietegningen på 153 svarer det til et mål for indtjeningen pr. aktie (EPS) på 15,3. Selv om det først påregnes opnået i 2021, viser det, at aktien i øjeblikket handles til en særdeles lav børskurs. Den langsigtede P/E beregnet ud fra måltallet er med andre ord helt nede på 6,9 (105/15,3), hvis man tager udgangspunkt i tegningskursen.
- Risikoprofilen må vurderes som lav. Samarbejdet med Totalkredit/Nykredit om boliglån har stor betydning.
- Børskursen anses at befinde sig i et lavpunkt presset ned af den forestående aktietegning. Aktieinfos vurdering skifter fra Afvent køb til Køb.
- Det skal bemærkes, at indholdet i nærværende skrift angår aktien, der handles i København, Danmark. I visse lande gælder speciel lovgivning for aktietegning, hvilket læseren selv må undersøge og overholde.

Anbefaling:

Aktuel Kurs: 108

Børs: MidCap

Markedsværdi: 1.407 mio. kr.

Antal aktier: 13,031 mio. styk

Næste regnskab: Q1 regnskab udsendes 08-05

Kort sigt: Køb (før Afvent køb til Aktietegningen)

Langt sigt: Køb (Afvent Køb til Aktietegningen)

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 100 - 125 (før 105-125)

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 125 – 150 (før 125-150)

Tidligere anbefaling: Afvent Køb/Køb ved 112 (23-02-2018)



Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Overskuddet før skat forventes at blive 215-245 mio. kr. Her indgår kursreguleringer med +55 mio. kr., mens nedskrivninger på lån forventes at blive på 50 mio. kr., idet de nye regler (IFRS 9) er trådt i kraft. Aktietegningen vil tilføre ca. 438 mio. kr. På grundlag af den derved styrkede egenkapital skal der optages ny hybridkapital og supplerende kapital med lavere rente end de eksisterende, som påtænkes indfriet i oktober. Ved denne forandring forventes opnået en årlig rentebesparelse på ca. 30 mio. kr. fra og med 2019.

Kursgraf seneste 12 måneder



Kursudvikling seneste 12 mdr. Høj 137 / Lav 108

Muligheder

Vækstmuligheden består i at udnytte det tomrum som de store banker efterlader i takt med deres lukning af filialer. Sparekassen gør det modsatte med åbning af filialer, og man kan dække alle gængse former for bankservices. Finansiering af boliger er det vigtigste produkt, og realkreditlån formidles via Totalkredit. Overskudslikviditeten søges aktiveret via øget udlån. Stigning i renteniveauet vil forbedre indtjeningen, når det indtræffer. Aktietegningen, omlægning af de ansvarlige lån og effektiviseringsplanen skal resultere i markant højere indtjening over de kommende 4 år.

Risici

Det lave renteniveau sætter indtjeningen under pres. Ekspansionen skal resultere i flere kunder og højere indtægter. Men det skal der kæmpes for at opnå. Stordrift er en fordel i branchen og gavner de største banker. Sparekassen er afhængig af Bankdata som IT-plattform. Det samme gælder for samarbejdet i realkredit med Totalkredit og DLR. Lån til boliger er det afgørende punkt for privatkunder, og husprisernes udvikling vil få stor betydning for tabene på udlån. De skærpede lovkrav vil begrænse volumen og dermed indtjeningen.

Facts om Sparekassen Sjælland – Fyn

- Sparekassen har hovedkontor i Holbæk og aktiviteter på det meste af Sjælland og Fyn. I Storkøbenhavn er aktiviteten samlet i Københavns kommune og på Amager. Tilstedeværelsen på Fyn med 15 filialer og et erhvervscenter fremkom i 2013 ved overtagelse af Sparekassen Fyn, der dengang havde 35.000 kunder. Fra Max Bank, Næstved, havde man allerede i 2011 overtaget 35.000 sunde kunder. I oktober 2016 blev aktiviteterne i Sparekassen Fyn overført til moderselskabet og navnet ændret til Sparekassen Sjælland – Fyn. Sparekassen blev børsnoteret den 3. december 2015 til kurs 99.
- Sparekassen har 49 filialer – et tal der hele tiden udvides. Hertil kommer 4 erhvervscentre placeret i Holbæk, København (Islands Brygge), Næstved og Odense. Personalet består pt. af 613 fuldtidsansatte. Sparekassen har over 156.000 kunder, og dette tal voksede sidste år med 7.304. Cirka 30 % af kunderne er fra Fyn.
- Sparekassen bygger på sunde værdier med ønske om lokal tilstedeværelse med kunderne i centrum. Man satser på privatkunder og mindre erhvervs-kunder. Maksimumgrænsen for en ny kundes kreditter og garantier er fastlagt til 75 mio. kr. Ledelsen mener, at tilstedeværelse med filialer er en afgørende parameter i konkurrencen. Derfor udvides filialnettet år for år - selv om de landsdækkende banker gør det stik modsatte ved at centralisere og skære hårdt ned ude i landet. Sparekassens vision er: "Vi vil bidrage til at gøre Sjælland og Fyn til et bedre sted at leve, arbejde og drive virksomhed". Man søger altså at optræde ansvarligt og samfundsbevidst.
- Produktmæssigt tilbydes alle former for bankydelser. Aktivitet med specielle finansielle kontrakter og betjening af store professionelle kunder overlader man derimod til de store banker. Det er en Sparekasse med stort S.
- Realkreditlån tilbydes via en samarbejdsaftale med Totalkredit (Nykredit), der er organiseret sammen med de andre lokale pengeinstitutter. Man er ligeledes medejer af og partner med DLR, der yder udlån til landbrug.
- Strukturen i indtægterne mellem hovedposterne renter og services/gebyrer var i 2017 en fordeling på 58/42 %.
- Fordelingen af udlån og garantier på kundetype i erhverv/private var 46/54 % ultimo 2017.
- På langt sigt er det målet at udvide udlånet (og dermed opnå højere renteindtægter), så det balancerer bedre med indlånet. Indlånet er i de seneste 12 måneder vokset med 6 %, mens udlånet er vokset med 12 %. Fremgangen i udlån omfatter primært boligfinansiering. Denne struktur gælder for alle danske banker - men med lavere vækstrater end her. Væksten opnås ved aktiv salgsindsats og systematisk åbning af filialer.
- En Digital Sparekasse er etableret men skal udvikles yderligere for at udnytte nye IT-muligheder. Hensigten er at tiltrække en ny kreds af kunder med vægt på de yngre generationer, der er interesseret i moderne digital fjernbetjening. Nye digitale løsninger udvikles i tæt samarbejde med bl.a. Copenhagen FinTech Lab. En anden vinkel er, at det vil åbne mulighed for at få adgang til kunder i Jylland og andre ikke-dækkede steder.
- Solvensmæssigt opfyldes kravet til kapital ultimo 2017 med 16,3 % totalt, med 14,0 % ud fra kernekapitalen og med 10,7 % ud fra den egentlige kernekapital. Kapitalbehovet er opgjort til 9,1% plus et bufferkrav på 1,3 %. Sparekassen benytter ikke avancerede risikomodeller, der ellers må formodes at kunne reducere kapitalkravet.
- Direktionen udgøres af administrerende direktør Lars Petersson (født 1967) og Sparekassedirektør Bruno Riis-Nielsen (født 1953). Thomas Kullegaard (født 1953) er formand for bestyrelsen. Det skal bemærkes, at Sparekassen har en klar politik om ikke at tildele aktieoptioner til bestyrelse og ledelse.
- Ejerforhold pr. 31-12-2017: Fonden for Sparekassen Sjælland 6,5 %, AP Pension 5,3 %, Sydbank 5,3 %. Samarbejdspartneren Købstædernes Forsikring har selv oplyst at eje en aktiepost på under 5 %. Ultimo 2017 havde selskabet ca. 26.000 aktionærer (2016:ca. 24.500; 2015: ca. 25.300). Sparekassen Fyn blev overtaget ved et direkte køb af aktier, og aktionærkredsen består derfor i hovedsagen af kunder bosiddende på Sjælland.

Aktietegningen skal styrke kapitalgrundlaget til at klare væksten i strategiplanen og de skærpede krav i reguleringen

Sparekassen udnyttede mulighederne i kølvandet på finanskrisen i 2008 til at overtage sunde aktiviteter i nødstedte pengeinstitutter. Denne fase med ekspansion krævede opstramning og integration, hvilket blev gennemført med gode resultater. Udvidelsen krævede imidlertid også et større kapitalgrundlag, og hertil kom de gentagne stramninger af den lovbaserede regulering. Overgangen fra sparekasse med et begrænset grundlag i form af garanternes kapital til status som børsnoteret selskab var derfor et vigtigt led i udvidelsen af aktiviteten, og det føres nu videre med en aktietegning. Her fremstår det nemlig som en stor udfordring, at den finansielle regulering i EU - og dermed videre omsat til danske forhold – i hovedsagen er indrettet ud fra bankernes forhold, mens sparekasser og andelskasser må indpasses i forhold hertil med begrænset mulighed for at udvise hensyn til deres særlige struktur. En række danske sparekasser er derfor blevet børsnoteret, og flere andre må forventes at følge efter. Adgangen til ekstra kapital åbnes via børsmarkedet.

Sparekassens egenkapital forøges ved aktietegningen med ca. 438 mio. kr. netto, og dermed forbedres solvensdækningens afgørende kerne. Hensigten er som næste trin at optage ny lånekapital med ansvarlig status for at

kunne indfri eksisterende lån og herved opnå en årlig besparelse på ca. 30 mio. kr. ved fuld vægt (fra og med 2019). Indeværende år vil ikke opnå nogen væsentlig forbedring pga. overlap og selve tidspunktet. Der er i oktober måned adgang til opsigelse af 520 mio. kr. hybridkapital, ligesom supplerende kapital (118 mio. kr.) forventes opsagt. Formentlig vil de nye lån blive mindre i størrelse. Vilklårene rentemæssigt formodes at blive markant bedre end de nugældende.

Når Sparekassens forstærkede kapitalgrundlag er bragt på plads, vil et af strategiplanens punkter være opfyldt - nemlig en høj norm for solvensdækningen. Målet er mindst 13 % for den egentlige kernekapital og mindst 17 % totalt set. Hermed vil der blive opnået forbedret handlefrihed, mulighed for dækning af den ønskede organiske vækst i opgørelsen af kapitalkravet og plads til at klare strammere regler. Hertil kommer så besparelsen på ca. 30 mio. kr. årligt.

Strategiplanen "Nye veje" har syv punkter og rækker frem til 2021. Den sigter mod at opnå en betydelig forbedring af Sparekassens præstation og effektivitet via interne forbedringer, digitalisering og aktiv salgsindsats, der skal give øget volumen (og stordriftsfordele). Erhvervskunder er den gruppe, som man helst vil udvide for at øge udlånet og dermed indtjeningen. For aktionærerne er det afgørende nøgletal egenkapitalens forrentning, og her er målet fastlagt til mindst 9-11 %. Angående udlodning af udbytte stiler man mod en norm på 25 % af nettooverskuddet (payout ratio).

Strategiplanen "Nye veje" for 2018-21 er rammen for de kommende års vækst

"Nye veje" er værdimæssigt baseret på en bred fælles ide: "Det gælder om at holde sammen". Visionen er, at Sparekassen skal optræde som "det markedsledende regionale og lokale alternativ til de landsdækkende banker på Sjælland, Fyn og øerne samt det digitale alternativ til de store banker i hele landet". Kombinationen af nærhed i form af filialer og adgang for kunderne til selvbetjening via moderne digitale systemer skal sikre en løbende tilgang af nye kunder og dermed stigende markedsandel. Fasemæssigt er integrationen og styrkelsen af de tilkøbte aktiviteter overstået, og fremover sættes derfor på organisk vækst, hvor egne ressourcer skal give udslaget. Temaet i planen er forbedret præstationsevne med kvalificerede medarbejdere og udnyttelse af ny teknik. Det skal øge volumen fra flere kunder. Væksten skal være med til at skaffe forbedret effektivitet og dermed højere indtjening målt i forhold til indsatsen af omkostninger. Indtægterne skal i 2021 nå op på 1,7 x omkostningerne. Det skønnes, at der vil blive opnået en effektiviseringsgevinst på 100 mio. kr. årligt i 2021.

Strategiplanen har syv hovedpunkter for indsatsen: 1. Selve Sparekassens formål og vision som et ansvarligt og lokalt orienteret pengeinstitut skal give vækst af kunder, 2. der skal udvides inden for erhvervskunder (små og mellemstore), 3. det digitale potentiale skal udnyttes, 4. personalet skal være i top og uddannes til at håndtere drift og salg med vægt på servicering via et effektivt filialnet, 5. systemer og rutiner skal forbedres for at fremme driften, 6. Sparekassen skal på sin side kunne udnytte de store datamængder som opsamles (Big Data) til konstruktivt at hjælpe og fremme kunderne i deres liv og forhold, og 7. organisationen skal indrettes og fungere ud fra filialstrukturen med henblik på at skabe vækst.

Planen skal fremtidssikre Sparekassen ved opnåelse af ønskede udvikling omkring vækst og rentabilitet, hvilket stiller krav angående salg, effektivitet og overskuddets størrelse. Samtidig giver det klarhed om størrelsen af det krævede kapitalgrundlag på langt sigt med egenkapitalen som kerne og mulighed for at benytte supplerende former for hybridkapital og efterstillede lån. Ud over et kapitalfundament til at klare den ønskede vækst, skærpes lovkravene mht. overdækning (buffer) og senest indførelse af såkaldte NEP-krav, der ligeledes vil forhøje størrelsen af solvensdækningen. Konsekvensen er behov for et stærkere kapitalgrundlag end tidligere, og her udgør egenkapitalen den egentlige kerne. Derfor er en solid base af egenkapital det afgørende punkt for alle pengeinstitutter.

Risiko og opgørelser af kapitalforhold og likviditet

Solvensberegningerne omfatter en række ordninger ud over den simple 8 % regel pga. tilføjelser af supplerende regler. Kapitalprocenten er ultimo 2017 opgjort til 16,3, hvoraf den egentlige egenkapital dækker 10,7 %. Det individuelle kapitalkrav beregnes til 9,1 %, hvortil kommer et bufferkrav på 1,3 %, altså i alt 10,4 %. Det samlede omfang af udlån og garantier er på 16,8 mia. kr. og svarer dermed kun til 7,6 x egenkapitalen, altså en lav gearing. Justeres egenkapitalen for immaterielle aktiver øges gearingen til 8,8 x, men dette tal er stadigvæk lavt.

Likviditetsoverskuddet er særdeles stort, da indlånet overstiger udlånet med 4,9 mia. kr. Basalt set udgør det en stærk stilling med stor handlefrihed og plads til vækst i udlånet fremover. Imidlertid er renteniveauet ekstremt lavt, så denne styrkeposition er ikke værdsat i øjeblikket. Overskudslikviditeten bidrager ikke til indtjeningen men indebærer en risikoeksponering (mulighed for kurstab). På langt sigt vil indlånsoverskud på ny blive en værdifuld faktor – men hvornår?

Risikoprofilen er ligeledes lav vurderet ud fra Finanstilsynets såkaldte Tilsynsdiamant, der søger at opstille de vigtigste parametre for den løbende udvikling. Kreditpolitikken har fastlagt et maksimumbeløb på 75 mio. kr. for nye kunder, og et normalt maksimum på det dobbelte for eksisterende kunder. Spredningen i udlånet er stor, og de 20 største

engagementer oplyses til samlet at udgøre 125 % af den egentlige kernekapital. Dette tal er relevant, idet der fra årsskiftet er indført et nyt kriterium i den såkaldte tilsynsdiamant, hvor maksimum for de 20 største kunder er fastlagt til 175 % af den egentlige kernekapital. Denne norm overholdes altså. Krediteksponeringen i ejendomme er lidt højere end gennemsnittet i danske banker. Landbrug udgør 7,4 % af udlån/garantidebitorer, og her er 10 % fastsat som maksimum.

De fem målepunkter og de aktuelle opgørelser:

Pejlemærke	Grænseværdi	Koncernen 31.12.2017
Summen af store engagementer	< 125 % af kapitalgrundlag	0,0 %
Udlånvækst p.a.	< 20 %	11,5 %
Ejendoms eksponering	< 25 % af udlån og garantier	13,4 %
Stabil funding	< 1,00 Udlån / arbejdende kapital fratrukket obligationer med restløbetid under 1 år	0,56
Likviditetsoverdækning	> 50 %	216,6 %

Kilde: Sparekassen Sjælland - Fyns seneste regnskab.

Aktietegningen og perspektivet for Sparekassen som aktieinvestering i de kommende år

Kapitaludvidelsen er meget stor (3:1) set i forhold til Sparekassens markedsværdi, og afstanden mellem dagskursen på børsen (108) og tegningskursen (105) er beskednen. Tegningsforholdet indebærer, at 3 styk gamle aktier giver ret til tegning af 1 styk ny aktie. På børsen er kursen faldet tilbage og ligger tæt på udgangspunktet ved børsintroduktionen i december 2015, hvor kursniveauet var 99. Til gengæld vil der med denne store aktietegning blive opnået et solidt kapitalgrundlag, og dermed er der ikke udsigt til yderligere udbud af aktier i de nærmest kommende år. Det første positive resultat baseret på den tilførte egenkapital bliver en håndfast gevinst ved at muliggøre de påtænkte forandringer med opsigelse af to ansvarlige lån, hvorved der kan opnås en årlig besparelse på ca. 30 mio. kr. fra og med 2019. Nye og billigere lån skal optages. Med en solid egenkapitalbase kan stramninger i reguleringen af banksektoren klares, herunder indfasningen af NEP-krav. En høj norm for solvensen kan opretholdes samtidig med udvidelsen af aktiviteten, der stiller krav til stadig større kapital.

Rentabiliteten skal forbedres i løbet af de næste fire år ved gennemførelse af strategiplanen. Aktietegningen udgør fundamentet for at kunne udvide udlånet og dermed forbedre afkastet på det store indlånsoverskud. På kort sigt vil den tilførte ekstra egenkapital dog ikke kunne generere samme afkast som den eksisterende. Forrentningen af egenkapitalen var på 9,4 % i 2017, men for 2018 skønner vi kun et afkast på 6,5 %. Den omtalte besparelse på ca. 30 mio. kr. ville (proforma) indebære ekstra 1,0 % point, altså proforma 7,5 %. Målet for egenkapitalens forrentning er i strategiplanen fastlagt til mindst 9-11 %. Opnåelse af målsætningen forekommer realistisk inden for tidsrammen, men det tegner til at blive en trinvis proces, som skal lykkes ved målrettet arbejdsindsats dag for dag og ikke ved en her-og-nu forandring. Indeværende år vil ikke få fordel af kapitaludvidelsen afkastmæssigt, og indtjeningen pr. aktie (EPS) skønner vi til at blive 10,7 kr. P/E (18E) kan derfor estimeres til 10 (108/10,7). For 2017 var P/E tallet 7,0 (108/15,5). For 2019 er der udsigt til en forbedring af indtjeningen til et niveau på ca. 225-250 mio.kr. i nettoresultat (efter udgift til hybridkapital). Resultat pr. aktie (EPS) kan groft estimeres til 13,7 kr., og P/E (19E) ligger dermed på 7,9 (108/13,7). Egenkapitalens forrentning i 2019 skønner vi til intervallet 7,6-8,4 %, dvs. ca. 8 %.

Nyheden om lancering af en stor aktietegning fremkom sammen med strategiplanen, "Nye veje". Udsigten til denne belastning ramte straks børskursen. Indtil dette afbræk indtraf, havde Sparekassens aktie ellers indledt en pæn positiv kursudvikling fra startniveauet i intervallet 90-100 til en topnotering på 140,5. Med gennemførelsen af aktietegningen her i april kan den negative fase blive afsluttet. Efterfølgende må der dog påregnes en såkaldt "distributionsfase", hvor der vil være en del aktier placeret hos kortsigtede investorer, der kun har til hensigt at beholde deres aktier i få måneder.

Tilsvarende kan nogle af de større stamaktionærer i Sparekassen tænkes at justere deres position ned efter lidt tid, da deres tilkøb måske har haft defensiv karakter ved at undgå en form for indirekte udvanding. For begge styres udviklingen i deres dispositioner af børskursens udvikling vurderet i forhold til aktiemarkedets generelle forhold.

Aktiens indre værdi (171) reduceres til 153, idet de nye aktier tegnes til kurs 105. Køb af aktien til kurs 105 vil indebære et kurs/indre værdi forhold på 0,7 (105/153). P/E (2018E) skønner vi ved denne kurs til 7,7 (105/13,7). Udlodning af 25 % i udbytte af nettooverskuddet vil for 2018 svare til 2,5 kr. pr. aktie. Vores konklusion er, at aktien rummer et stort potentiale, og at børskursen i øjeblikket er presset i bund af den store aktietegning.

Deltagelse i aktietegningen kan finde sted ved brug af tegningsretter (tildelt ud fra en beholdning af aktier i Sparekassen eller ved køb af disse på børsen) eller ved afgivelse af et frit tilsagn om tegningsønske (uden at eje tegningsretter overhovedet). Hvorvidt sidstnævnte vil resultere i tildeling af nye aktier er et åbent spørgsmål.

Regnskabstal

mio. kr.	2014	2015	2016	2017	2018E
Nettorenter + udbytter	603	616	569	570	565
Gebyrer + andet netto	324	408	413	440	470
Driftsudgifter inkl. afskr.	613	644	696	750	800
Basisresultat	314	380	286	260	235
Nedskrivninger	257	150	107	33	50
Kursregulering mv.	58	-94	49	46	55
Res. før skat	115	136	228	273	240
Skat	4	8	-12	-16	-15
Nettoresultat	119	144	216	257	225
Hybridkapitaludgift		60	56	56	50
Aktionærers nettores.		84	160	201	175
Balance	19.322	18.730	19.859	21.487	23.000
Nettolikviditet	7.111	6.547	6.780	6.689	6.500
Udlån	9.981	9.763	10.474	11.681	13.000
Indlån	15.315	14.633	15.647	16.589	17.500
Immaterielle aktiver	174	162	150	138	126
Aktiveret skat	155	168	162	163	163
Efterstillede lån	1.148	995	996	988	900
Egenkapital	1.634	1.939	2.058	2.228	2.840
Garantier mv.	3.929	3.773	4.735	5.213	5.700

Seneste analyser:

Dato	Kurs	Anbefaling:	
		Kort sigt	Langt sigt
23-02-2018	112	Afvent køb	Afvent køb
24-11-2017	111	Afvent køb	Køb
22-08-2017	128,5	Køb	Køb
18-05-2017	134	Køb	Køb

Forbehold og ansvarsfraskrivelse

Denne analyse er udarbejdet af Aktieinfo på baggrund af offentligt tilgængeligt materiale omkring selskabet. Der er indgået en aftale om analysedækning med selskabet fire gange årligt med opdatering efter hver regnskabsmeddelelse. Aktieinfo modtager et honorar for det udførte analysearbejde. Konklusion og anbefaling er alene udtryk for Aktieinfos vurdering. Aktieinfo, John Stihøj og Lau Svenssen ejer ikke aktier i selskabet på analysetidspunktet.

Aktieinfo kan ikke drages til ansvar for rigtigheden af oplysningerne i analysen, ej heller for opstået tab eller manglende fortjeneste som følge af at råd og forslag følges, og efterfølgende viser sig at være tabsgivende eller resultere i ikke opnået fortjeneste. Det anbefales altid at rådføre sig med et pengeinstitut eller en mægler før der disponeres. Investering i aktier er altid behæftet med risiko for tab.