

Konklusionen af denne analyse:

- Aktiekursen er i løbet af november faldet fra 125 niveauet til nu 111. Det opstod som reaktion på en uventet beslutning fra ledelsens side om at gennemføre en meget stor aktietegning (forventet beløb på 400-450 mio. kr.). Samtidig udbetales der ikke udbytte for regnskabsåret 2017. Aktietegningen med fortegningsret vil foregå efter præsentationen af årsregnskabet i februar måned. Indtil denne emission er overstået, vil aktien være under pres, men den lave aktiekurs udgør nu en attraktiv langsigtet købsmulighed (K/I værdi 0,65 og P/E 6,2)
- Aktiviteten forløber godt, idet der er flot fremgang i antal kunder og balanceposternes størrelse. Lavt renteniveau belaster dog indtjeningen men medvirker til at presse hensættelserne i bund.
- Ønsket om en markant styrkelse af egenkapitalgrundlaget hænger sammen med lanceringen af en 4 årig strategiplan "Nye veje". Sparekassen ønsker at placere sig som klar konkurrent til de store landsdækkende banker, idet man både tilbyder sine services via filialer og ved hjælp af moderne digitale løsninger. Målgruppen er mindre og mellemstore kunder med præference for at benytte et pengeinstitut, der er nærværende og har et passende format uden at være for stort og centralistisk styret.
- Risikoprofilen må vurderes som værende lav. Samarbejdet med Totalkredit/Nykredit om boliglån har stor betydning.
- Det langsigtede perspektiv for Sparekassens udvikling er lovende. Målsætningen for indtjeningen er at præstere en forrentning af egenkapitalen i niveauet 9-11 %. Da en egenkapitalkrone via en aktie på børsen kan erhverves til kun 0,65 kr. er odds gode for succes ved et køb til en så lav pris.
- Timing af et køb skal dog også vurderes i forhold til den kommende aktietegning. Langsigtet køb er vores konklusion.

Anbefaling:

Aktuel Kurs: 111

Børs: MidCap

Markedsværdi: 1.446 mio. kr.

Antal aktier: 13,031 mio. styk

Næste regnskab: Q4 regnskab i februar 2018

Kort sigt: Afvent køb (før Køb)

Langt sigt: Køb (uændret)

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 105 - 125 (før 125-150)

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 125 - 150 (før 150-170)

Tidligere anbefaling: Køb/Køb ved 128,5 (22-08-2017)



Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Forventningerne til årets basisindtjening er opjusteret til 310-330 mio. kr. Nedskrivningerne forventes at blive på højst 35 mio. kr. Nettoresultatet for Q1-3 er på 162 mio. kr. (118). Sparekassens forretningsomfang er vokset med 9,8 % i de seneste 12 måneder. Filialnettet udvides fortsat. Der er fremlagt en strategiplan til og med 2021. En markant styrkelse af egenkapitalgrundlaget indgår som et vigtigt indledende skridt, og der udbetales derfor ikke udbytte for 2017. Hybridkapital og ansvarlige lån søges reduceret og afløst af nye med lavere renteudgift.

Kursgraf seneste 12 måneder



Kursudvikling seneste 12 måneder:

Høj 137 / Lav 104

Muligheder

Lokalt nærvær via filialer kombineret med moderne digitale tilbud skal give vækst fremover. Der sættes på de reelle behov for betalinger, opsparing og boliglån. På samme måde dækkes erhvervskunder med tilbud om långivning og services. Kapitalgrundlaget vil blive styrket yderligere for at give plads til vækst og højere markedsandel. Likviditeten fra indlånsoverskuddet vil kunne give øget indtjening, når renteniveauet atter forhøjes. Effektiviteten vil blive forbedret og dermed øges indtjeningsevnen.

Risici

Lave renter sætter indtjeningen under pres. Omvendt øges risikoen for tab ved en rentestigning. Gebyrer og services skal give vækst i indtægterne. Stordrift er en fordel i branchen. Det gavner de største banker, som ofte kommer først med nye tilbud. Sparekassen er afhængig af Bankdata som fælles IT-plattform. Det samme gælder for samarbejdet med Totalkredit (Nykredit) og DLR inden for realkredit. Boligbelåning er nemlig det afgørende punkt for private kunder. Husprisernes udvikling påvirker derfor tabene på udlån.

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 ved overtagelse af Sparekassen Fyn (oprindelig Sparekassen Faaborg). I oktober 2016 blev aktiviteterne samlet i moderselskabet og firmanavnet derfor ændret til Sparekassen Sjælland – Fyn. Sparekassen blev børsnoteret den 3. december 2015 til kurs 99.
- Sparekassen har 49 filialer – et tal der udvides målrettet. Hertil kommer 4 erhvervscentre placeret i Holbæk, København (Islands Brygge), Næstved og Odense. Personalet består af 578 fuldtidsansatte (ekstra 13 i år). Sparekassen vokser og har over 150.000 kunder med 160.000 i sigte. Cirka 30 % af kunderne er fra Fyn.
- Sparekassen bygger på sunde værdier med lokal tilstedeværelse og sætter kunderne i fokus – og det drejer sig om privatkunder og mindre erhvervs-kunder. Maksimumgrænsen for nye kunders kreditter og garantier er fastlagt til 75 mio. kr. Lokal tilstedeværelse med filialer anses af ledelsen som den 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 være samfundsbevidst.
- Produktmæssigt tilbydes alle normale bankydelse. 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 indgået sammen med en række andre lokale pengeinstitutter. Man er ligeledes medejer af og partner med DLR mht. udlån til landbrug.
- Strukturen i indtægterne mellem hovedposterne renter og services/gebyrer er rundt 50/50 %.
- Fordelingen af udlån og garantier på kundetype i erhverv/private var 50/50 % ultimo 2016.
- På langt sigt er målet at udvide udlånet (og dermed renteindtægterne), så det balancerer bedre med indlånet. Indlån er i de seneste 12 måneder vokset med 6 %, mens udlånet er vokset med 13 %. Væksten i udlån omfatter i hovedsagen boligfinansiering, og denne struktur gælder også for alle andre danske banker - men med lavere vækstrater end her. Fremgangen er opnået ved øget salgsindsats og systematisk åbning af stadig flere filialer.
- En Digital Sparekasse er ved at blive færdigudviklet for at udnytte nye IT-muligheder. Hensigten er at tiltrække en ny og bredere kreds af kunder med vægt på de yngre generationer, ligesom kunder i Jylland så kan føjes til. Nye digitale løsninger udvikles i tæt samarbejde med bl.a. Copenhagen FinTech Lab.
- Solvensmæssigt opfyldes kravet til kapital pt. med 14,6 % totalt, med 12,6 % ud fra kernekapitalen og med 9,7 % ud fra den egentlige kernekapital. Kapitalbehovet er opgjort til 9,1% - altså en overdækning på 5,5 procent point svarende til 932 mio. kr. I solvensopgørelsen benytter Sparekassen ikke avancerede modelberegninger, der ellers må formodes at ville reducere kapitalkravet væsentligt.
- 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. 31-12-2016: Fonden for Sparekassen Sjælland 6,5 %, AP Pension 6,4 %. Samarbejdspartneren Købstædernes Forsikring har selv oplyst at eje en aktiepost på under 5 %. Ultimo 2016 havde selskabet ca. 24.500 (2015: ca. 25.300) aktionærer. Da Sparekassen Fyn blev købt fra aktionærerne her, afspejler aktionærkredsen fortsat udgangspunktet med kunder bosiddende på Sjælland.

Forretningens udvikling: Pæn vækst i aktiviteten

Kundekredsen vokser støt i antal og nærmer sig 160.000. Satsningen på nærhed ved udbygning af filialnettet fungerer glimrende som en magnet over for potentielle kunder. På det punkt hjælper det, at de store landsdækkende banker systematisk lukker deres små filialer og centraliserer betjeningen af kunderne. Markedsandelen styrkes med andre ord.

Væksten opgjort i volumen for balancens poster ligger overordnet set på +10 % opgjort for de seneste 12 måneder. Udlånet vokser hurtigst (+13 %), og det er et vigtigt element i relation til indtjeningen fremover. Omkostningerne er steget med 7 % målt over 12 måneder, og selv om der udvides med flere filialer, har man kun øget bemandingen fra 565 til 578. Det store problem er et nedadgående pres på indtjeningen fra de lave renter, og det tiltager i vægt med en forsinkelse. Serviceydelse præsenterer til gengæld en meget flot stigning. Fordelingen på renteindtægter efter kredittab (netto) og andre indtægter er 52/48, dvs. en høj andel fra ikke-renterelateret aktivitet. Det er desuden blevet vanskeligt at opnå positive kursreguleringer af væsentlig størrelse som følge af strukturen med det vedvarende lave renteniveau. For et pengeinstitut med en stort indlånsoverskud udgør det en begrænsning i forhold til "normale tider".

Samlet indebærer de modgående faktorer stagnation i basisindtjeningen (opgjort før hensættelser, kursregulering o.lign.), der for Q1-3 udviser et overskud på 257 mio. kr. (262). Hensættelser til tab leverer heldigvis en afgørende forbedring med et fald fra 89 mio. kr. til 23 mio. kr. Resultatet før skat og rentebetaling på hybridkapital bliver derfor på 224 mio. kr. (190), dvs. en fremgang på +18 %.

Strategiplanen for de kommende fire år (2018-21) er netop fremlagt

Planens benævnelse er "Nye veje" med en forklarende tilføjelse om ideen: "Det gælder om at holde sammen". Planen må ses som retningslinje for næste fase i Sparekassens udvikling efter dens omdannelse til aktieselskab og notering på børsen. Det kom i kølvandet på udvidelserne med overtagelse af Sparekassen Fyn og sunde dele fra tre banker på Sjælland. Nu er man færdig med integrationen af disse tilkøbte aktiviteter, hvor især den geografiske ekspansion til at dække Fyn er vigtig. Risikomæssigt er profilen også bragt på plads med nedtrapning af uønskede udlånsengagementer, og dermed er forholdene omkring kreditgivningen helt i overensstemmelse med ledelsens ønsker med udsigt til lave hensættelser i de kommende år. Da Sparekassen råder over et stort indlånsoverskud, er der plads til udvidelse af udlånet, og lav indtjening ved passiv placering tilsiger også aktivering via udlån. Begrænsningen på væksten kommer fra kapitalbasens størrelse (niveauet for den tilsigtede solvensmæssige overdækning, dvs. risikoprofilen), organisationens præstation og salgsmæssige styrke på den ene side (indefra), mens det udefra drejer sig om kundernes efterspørgsel, konkurrencen og den danske økonomis udvikling med renteniveauet som den centrale parameter.

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". Med andre ord vil man kæmpe "head on" med de store banker og satse på privatkundernes positive holdning til nærhed med et pengeinstitut i øjenhøjde. Sparekassen har en mere jordnær profil på nogenlunde samme niveau som kundens forhold og fremstår ikke som en multinational koncern i højfinansien.

Strukturen blandt kunderne ønskes især styrket inden for mindre erhvervsvirksomheder (for at udvide udlånet, må det antages), men ellers fastholder man ideen om en bred sammensætning med mange små og mellemstore kunder. En sådan struktur vil i reglen indebære god indtjening og stabilitet samtidig med at de enkelte tab vil være små (fordele ved de store tals lov, dvs. udjævning i kraft af et gennemsnit uden afhængighed af få kunder eller brancher).

På det konkrete niveau med handlingsplaner for den operationelle indsats fremhæves syv fokusområder: 1. Selve Sparekassens formål og vision som et ansvarligt, lokalt orienteret pengeinstitut skal give vækst af kunder, 2. der skal udvides inden for erhvervs-kunder (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 (Big Data) som opsamles til konstruktivt at kunne hjælpe og fremme kunderne i deres liv og forhold, og 7. hele organisationen skal indrettes og fungere ud fra filialstrukturen med henblik på at kunne skabe vækst.

Planen skal fremtidssikre Sparekassen ved at fastlægge en målrettet handlingsplan for den ønskede udvikling omkring vækst og rentabilitet, hvilket fører til krav angående salg, effektivitet og overskuddets størrelse. Samtidig indebærer det klarhed om størrelsen af det krævede kapitalgrundlag på langt sigt i form af egenkapital som kerne og muligheden for at benytte supplerende former for hybridkapital og efterstillede lån. Ud over kapital til at klare den ønskede vækst skærpes lovkravene yderligere i de kommende år mht. overdækning (buffer) og indførelse af såkaldte NEP-krav, der ligeledes vil forhøje størrelsen af solvensdækningen. Konsekvensen vil være behov for et stærkere kapitalgrundlag end tidligere, og her udgør egenkapitalen den egentlige kerne. Derfor er en solid base med egenkapital det afgørende punkt.

Det økonomiske perspektiv i strategiplanen "Nye veje" – Aktietegning på 400-450 mio. kr. i foråret 2018

Ambitionen er at opnå en forbedring af effektiviteten frem mod 2021 på 20 % opgjort i forhold til aktiviteten. Det vurderes til at indebære en effektiviseringsgevinst svarende til 100 mio. kr. årligt. Et andet og relateret mål er at forbedre forholdet mellem indtjening og direkte omkostninger, så dette nøgletal kan nå op på mindst 1,70.

Rentabiliteten målt som egenkapitalens forretning efter skat er fastlagt til 9-11 % som mål. Samtidig er målsætningen at opnå en forøgelse af solvensdækningen, så den egentlige kernekapital opnår et niveau på mindst 13,0 % samtidig med at den totale kapitalprocent skal udgøre minimum 17,0 %. Tallene herfor i Q3 ligger på henholdsvis 9,7 % og 14,6 %.

Som indledning på planen er det hensigten at gennemføre en styrkelse og omlægning af kapitalgrundlaget. Første skridt forventes at blive udstedelse af nye kapitalinstrumenter for 125-150 mio. kr. Kernepunktet bliver dog at opnå en markant styrkelse af selve egenkapitalen. Derfor vil der ikke blive betalt udbytte for regnskabsåret 2017, hvorved et beløb på ca. 40 mio. kr. akkumuleres. Efter fremlæggelsen af årsregnskabet i februar påtænkes gennemført en aktietegning med fortegningsret for aktionærene omfattende et provenu på 400-450 mio.kr. På grundlag af den herved forstærkede stilling vil sidste trin bestå i en omlægning af et hybridkapitallån på 520 mio. kr. og supplerende lånekapital på 118 mio. kr. Det foreløbige skøn for disse ændrings betydning lyder på en årlig besparelse på 30 mio. kr. (opgjort ud fra fuld vægt, som først opnås i 2019) i renteudgift hertil. Der vil blive indfriet låneinstrumenter med høj forrentning og forventes optaget nye med markant lavere forrentning (og også omfang?), idet egenkapitalen vil indgå med større vægt.

Målene og sammenhængen i planen er i orden. Der anføres dog ingen direkte måltal for den ønskede vækst fire år frem. Indirekte må det fortolkes som en ide om kunne opnå pæn vækst, idet indtægterne skal forøges væsentligt kraftigere end driftsudgifterne. Denne forbedring skal vel i al væsentlighed fremkomme fra større volumen, da priseme (rentemarginal og gebyrer) næppe kan presses opad. Rentabiliteten målt som egenkapitalens forrentning kan for indeværende år estimeres til ca. 10 %, så sammenholdt hermed er der ikke udsigt til nogen forbedring men fastholdelse af et pænt niveau. Strategiplanen angiver nemlig et måltal for egenkapitalforrentningen på 9-11 %.

Risikoprofil angående kapitalforhold og likviditet

Solvensberegningerne omfatter en række ordninger pga. tilføjelser. Kapitalprocenten er opgjort til 14,6, hvoraf den egentlige egenkapital dækker 9,7 %. Kapitalkravet beregnes til 9,1 %, hvortil kommer et bufferkrav på 1,3 %. Det samlede omfang af udlån og garantier er på 15,0 mia. kr., hvilket svarer til kun 6,9 x egenkapitalen, altså en lav gearing. Justeres egenkapitalen for immaterielle aktiver er gearingen 8,0 x.

Likviditetsoverskuddet er særdeles stort, da indlånet overstiger udlånet med 5,0 mia. kr. Det lave renteniveau indebærer desværre, at denne styrkeposition ikke i øjeblikket er værdsat, da cash-reserven ikke kan bidrage til indtjeningen men i stedet indebærer en risikoesponering (mulighed for kurstab).

Risikoprofilen er ligeledes lav vurderet ud fra Finanstilsynets såkaldte Tilsynsdiamant, der søger at samle de vigtigste parametre for den løbende udvikling. Kreditpolitikken med et maksimumbeløb på 75 mio. kr. per kunde udgør et vigtigt punkt i den sammenhæng.

Pejlemærke	Grænseværdi	Koncernen
		30.09.2017
Summen af store engagementer	< 125 % af kapitalgrundlag	11,3%
Udlånsvækst p.a.	< 20 %	13,1%
Ejendomseksponering	< 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 %	218,8%

Kilde: Sparekassen Sjælland – Fyns seneste regnskab.

Aktiens forhold

Nyheden om en forestående aktietegning af særdeles stort omfang kom uventet og har ramt børskursen hårdt. Noteringen lå på 123 forud for nyheden, som blev fremlagt 06-11. Kursniveauet er faldet til 111. En stabiliserende faktor er informationen om, at tegningskursen ikke vil blive lavere end 100. Sparekassen har udstedt 13,0 mio. styk aktier, hvilket indebærer en børsværdi på 1.446 mio. kr. ved kurs 111. Et muligt tegningsprovenu på 450 mio. kr. svarer altså til en udvidelse på 31 % af den eksisterende markedsværdi, hvortil kan føjes værdien af den manglende (indefrosne) udbyttebetaling på 40 mio. kr. Belastningen af aktien er med andre ord voldsom i øjeblikket, og det må forventes at fortsætte indtil denne aktietegning er overstået eller modificeret i omfang og udformning. Den kraftige kursreaktion må desuden henføres til ejerstrukturen, idet aktien er relativ ny som børspapir med kun knapt to års handel på en åben markedsplads. Udgangspunktet var kredsen af Sparekassens kunder som ombyttede og modtog aktier. De må konstatere, at en pæn positiv kursudvikling pludselig er spoleret. Som investor skal man næsten begynde forfra og forholde sig til betaling for en stor udvidelse af denne aktiepost, hvis man ønsker at deltage i den forestående aktietegning. Et andet problem er, at den normale proces med omfordeling af aktier ikke ser ud til at være nået ret langt. Over tid vil institutionelle investorer som pensionsforvaltere o.lign. opbygge væsentlige beholdninger ved at købe fra små aktionærer, og derefter vil de optræde i en mere aktiv rolle og varetage deres evne til at deltage med vægt ved eventuelle store emissioner af aktier. Denne proces er kun lige begyndt, og derfor er der behov for at få flere "ankerinvestorer" i Sparekassens aktionærkreds.

Modsat har to forhold positiv indvirkning på aktiekursen. For det første gælder det for ledelsens omtalte tilsagn om ikke at fastlægge en tegningskurs lavere end 100. Afstanden nedad kan ikke blive meget mindre. For det andet hjælper aktiens indre værdi (egenkapital opgjort pr. aktie) på 169, idet børskursen på 111 indebærer en discount på 35 %! P/E tallet kan tilsvarende skønnes til at ligge ekstremt lavt på 6,2 (111/18). Generelt handles de store bankaktier til en højere pris end indre værdi og P/E-tal rundt 12 er normale. I sig selv vil en uforholdsmæssig stor aktietegning tilføre så stort et beløb, at forrentningen af den herved markant udvidede egenkapital indledningsvis vil falde for så gradvis at blive forbedret. I denne sammenhæng indebærer det derfor, at P/E tallet ændres lidt opad, mens indre værdi vil blive lidt lavere. Tilsvarende vil discounten derfor blive forskubbet af de nye penge som jo indbetales krone for krone. Uanset disse overgangsforhold må det nøgternt konstateres, at børskursen er havnet i en situation, som må betegnes med ordene: ekstremt undervurderet. Som investor bør man ligeledes bemærke, at ledelsen (insiders) efter kursderouten er begyndt at købe aktier i Sparekassen. Formentlig er det udtryk for en form for tillidsskabende handling.

Tidspunktet for den kommende store aktietegning kan derfor udvikle sig til at blive en gunstig mulighed for at investere i denne aktie med mulighed for at kunne begynde forfra og dermed springe de første to år på børsen over. Tidspunktet for aktietegningens gennemførelse kendes dog endnu ikke men må formodes at skulle finde sted i marts-april måned.

Perspektivet for de kommende stramninger af reguleringen angående kapitalforhold/solvens udgør en bremse men ikke en forhindring for den planlagte ekspansion af virksomheden. Vi ser positivt på Sparekassens mulighed for at kunne udvikle sig videre som en sund forretning, der med sit koncept vil kunne tiltrække alle almindelige kunder, da kun få personer og firmaer er så store og har så indviklede behov, at de kræver en bankforbindelse i superligaen.

Afslutningsvis skal udsigten for 2018 omtales. Vi regner med en vækst i aktivitetsomfanget på mindst 10 %. Indtægterne kan dermed stige i lidt højere tempo end driftsudgifterne. Hensættelserne vil være lave. Udvidelsen af egenkapitalen og ændringerne vedrørende kapitalinstrumenter vil få begrænset betydning, da de først indgår med fuld vægt i 2019. Vi forventer en udbyttebetaling for regnskabsåret 2018 på niveau med det hidtil gældende ca. 3,0 kr. pr. aktie, hvilket repræsenterer en lav pay out ratio.

Regnskabstal

mio. kr.	2013	2014	2015	2016	2017E
Nettorenter + udbytter	519	603	616	569	560
Gebyrer + andet netto	623	324	408	413	460
Driftsudgifter inkl. afskr.	548	613	644	696	740
Basisresultat	594	314	380	286	280
Nedskrivninger	1.460	257	150	107	35
Kursregulering mv.	-30	58	-94	49	50
Res. før skat	-895	115	136	228	295
Skat	152	4	8	-12	-25
Nettoresultat	-743	119	144	216	270
Hybridkapitaludgift			60	56	56
Aktionærers nettores.			84	160	214
Balance	20.099	19.322	18.730	19.859	21.400
Nettolikviditet	6.371	7.111	6.547	6.780	6.700
Udlån	10.906	9.981	9.763	10.474	11.500
Indlån	15.723	15.315	14.633	15.647	16.600
Immaterielle aktiver	186	174	162	150	138
Aktiveret skat	150	155	168	162	165
Efterstillede lån	1.282	1.148	995	996	925
Egenkapital	1.529	1.634	1.939	2.058	2.220
Garantier mv.	2.915	3.929	3.773	4.735	5.300

Seneste analyser:

Dato	Kurs	Anbefaling:	
		Kort sigt	Langt sigt
22-08-2017	128,5	Køb	Køb
18-05-2017	134	Køb	Køb
22-03-2017	127	Hold	Køb
22-11-2016	103	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.