AktieIndsigt Pandora

Køb
Uændret

Køb-anbefaling siden 06.11.2012

Analysedato: 23.03.2017

Aktuel kurs kl. 12.08

761,00 DKK

Begivenhed:

Pandora efter kursfald

Pandora-aktien er attraktiv – fortsat Køb

Vi fastholder 'Køb' på Pandora. Pandora-aktien er i 2017 faldet med 17% efter vores vurdering som en konsekvens af frygten for en markant vækstopbremsning. Selvom vi ser mere dæmpet salgsvækst for Pandora de kommende år, deler vi ikke markedets frygt for en markant vækstopbremsning. På den baggrund ser Pandora-aktien på de nuværende niveauer særdeles attraktiv ud.

Pandora-aktien er faldet med 23% siden aktien toppede omkring kurs 1.000 i slutningen af maj 2016. Alene i 2017 er aktien faldet med 17%.

Sydbanks konklusion:

Pandora-aktien har haft det svært i de første måneder af 2017. Aktien er siden årsskiftet faldet med 17%. Kursfaldet er efter vores vurdering drevet af frygten for markant lavere salgsvækst fremadrettet, hvor nedjusteringen i 2011 og den efterfølgende kursderoute måske også ligger i baghovedet blandt investorerne.

Frygten for mere dæmpet vækst har efter vores vurdering bl.a. været drevet af en 2017-prognose i forbindelse med årsregnskabet, der var til den svage side i forhold til markedsestimaterne og meldingen om en dæmpet salgsudvikling i 1. kvartal 2017. Vi vurderer dog, at den dæmpede salgsudvikling i 1. kvartal er en konsekvens af en række forhold af engangskarakter, der ikke afspejler selskabets underliggende salgsudvikling. Pandora var i 1. kvartal 2016 positivt påvirket af ekstra-leveringer af smykker til forhandler-kæden Jared i forbindelse med opgraderingen af Jared-butikkerne til at indeholde et øget salgsareal dedikeret til Pandora-smykker. Det besværliggør sammenligningsgrundlaget i 1. kvartal 2017. Hertil kommer, at Pandora i slutningen af 2016 valgte at lukke 700 multibrandede butikker i USA for at optimerer butiksnetværket og styrke Pandoras brand. Dermed mister Pandora salget fra de 700 lukkede butikker i 1. kvartal 2017 i forhold til 1. kvartal 2016. Endelig har der været en kvartalsmæssig forskydning af leverancer fra 1. kvartal 2017 til 4. kvartal 2016, der ligeledes giver lidt modvind i 1. kvartal.

Vi vurderer desuden, at meldingerne om et dæmpet salg fra etablerede smykkeaktører som Tiffanys og Pandora-forhandleren Signet Jewelers samt lavere import af smykker til USA fra Thailand har styrket frygten for markant lavere salgsvækst. I den forbindelse hæfter vi os ved en opbygning af short-positioner i Pandora-aktien de seneste måneder, som ligeledes har øget presset på Pandora-aktien.

Vi vurderer, at Pandora i disse år er i gang med at transformere sig fra et selskab med meget høje vækstrater til et mere modent selskab med mere dæmpede vækstrater på de markeder, hvor Pandora har været til stede i en årrække. Vi anser denne transformation som naturlig set i lyset af de meget høje vækstrater, som Pandora de senere år har realiseret på store markeder som det britiske, australske og amerikanske. Med udsigt til stærk vækst på nye markeder og en fortsat tempofyldt butiksekspansion ser vi fortsat solid vækst for Pandora de kommende år. Vi anser markedets bekymring om en markant opbremsning i Pandoras salgsvækst som overgjort, hvilket vi vil uddybe på de følgende sider.

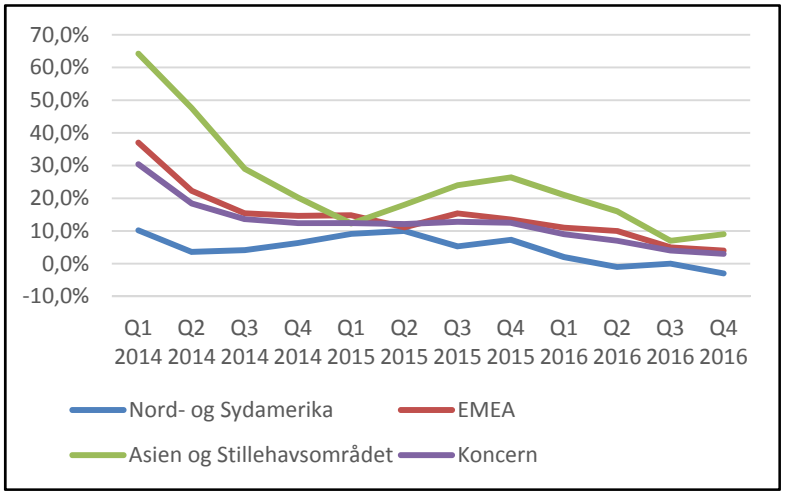
Pandora, nr. 4 / 2017
Søren Løntoft Hansen
Senioranalytiker
tlf. +45 74 37 44 64
s.loentoft@sydbank.dk
23-03-2017,

Sydbank

Vækst

Pandora offentliggør i forbindelse med selskabets regnskaber LFL-salget ud af konceptbutikkerne (salget ud af konceptbutikker, der har eksisteret i mere end 12 måneder). Figur 1 illustrerer udviklingen i LFL-salget ud af konceptbutikkerne i 'Nord- og Sydamerika', 'EMEA' (Europa, Mellemøsten, Afrika) og 'Asien og Stillehavsområdet'.

Figur 1. LFL-salget ud af de Pandoras konceptbutikker



Kilde: Pandora

Den aftagende vækst skal ses i lyset af modenheden af bl.a. store Pandora-markeder som det britiske, australske og amerikanske og åbningen af mange store konceptbutikker, som kannibaliserer salget i nogle af de øvrige butikker. Hertil kommer øget brug af e-handel, som dæmper trafikken i butikkerne en anelse. Selvom der selvfølgelig efter vores vurdering er en vis sammenhæng mellem det offentliggjorte LFL-salg ud af konceptbutikkerne og Pandoras organiske vækst (LFL-salget ind til alle Pandora-forhandlerne, der har eksisteret i mere end 12 måneder), bør man dog være opmærksom på, at de to salgstal, bliver beregnet på forskellige måder jf. figur 2 og derfor ikke stemmer overens.

Figur 2. Udregningen af LFL-salg ud af konceptbutikkerne og Pandoras organiske vækst

	LIKE-FOR-LIKE SALES (Concept store sales-out only)	REVENUE GROWTH IN STORES OPEN FOR >12 MONTHS (Mix of sell-in and sales-out,)	TIMING OF SHIPMENTS (Sales-out and recognized revenue occur simultaneously)
CONCEPT STORES	**INCLUDED**	**INCLUDED**	
PANDORA OWNED INCL. eSTORE	Retail prices Index 240	Retail prices Index 240	✓
FRANCHISE	Retail prices Index 240	Wholesale prices Index 100	✗
DISTRIBUTOR*	Retail prices Index 240	Distributor prices Index 70	✗
SHOP-IN-SHOP	**NOT INCLUDED**	**INCLUDED**	✗
MULTIBRANDED	**NOT INCLUDED**	**INCLUDED**	✗

Kilde: Pandora

For det første indgår der flere salgskanaler (shop-in shop og multibrandede butikker) i beregningen af Pandoras organiske vækst i forhold til beregningen af LFL-salget ud af konceptbutikkerne. For det andet indgår alle konceptbutikker med samme vægtning i beregningen af LFL-salget ud af konceptbutikkerne, hvorimod beregningen af Pandoras organiske vækst fra salget ind til konceptbutikkerne vægtes forskelligt i forhold til typen af konceptbutikken. Pandora-ejede butikker vægtes med indeks 240, franchise konceptbutikker vægtes med indeks 100 og konceptbutikker på distributør-markeder vægtes med indeks 70. Dermed har konceptbutikker på distributørmarkeder (eksempelvis Rusland) en stor påvirkning af LFL-salget ud af forhandlerne, men en mere begrænset påvirkning af Pandoras organiske vækst. Endelig er der en tidsmæssig forskel (tidspunkt for forsendelse af smykker til forhandleren) i forhold til, hvornår LFL-salget ud af konceptbutikkerne og Pandoras organiske vækst bliver indregnet.

Pandora offentliggjorde et samlet LFL-salg ud af konceptbutikkerne på 3% i 4. kvartal 2016, mens Pandoras organiske salgsvækst var på ca. 9% (ca. 50% af væksten i omsætningen i kvartalet på 19% var drevet af vækst i butikker åbne i mere end 12 måneder). Forskellen på de 3% LFL-salg ud af konceptbutikkerne og Pandoras organiske vækst (salg ind til forhandlerne) på 9% består af e-handel, forskelle i vægtning og det tidsmæssige aspekt af forsendelser, der hver bidrager med 2%-point.

Pandora guider på en omsætning i niveauet 23-24 mia. kr. i 2017, hvilket fraregnet en positiv valutaeffekt på forventet 1%-point indikerer en vækst i lokal valuta i intervallet 12%-17%. Pandora forventer, at ca. halvdelen af væksten bliver drevet af eksisterende butikker, mens butiksåbninger bidrager med den anden halvdel af væksten. Det svarer til en organisk vækst på ca. 6%-8,5% i 2017.

Vores forudsætninger for udviklingen i den organiske vækst for de kommende år er skitseret i tabel 1. Vores beregninger tager udgangspunkt i LFL-salget ud af konceptbutikkerne inklusive bidraget fra e-handel, der bliver en gradvist vigtigere salgskanal for Pandora.

Vi anser det som naturligt, at væksten på meget modne Pandora-markeder som det amerikanske, britiske, tyske og australske vil aftage de kommende år. Vi vurderer, at disse markeder vil vokse med lav til midt én-cifret vækst de kommende år. Den relativt lave vækst vil til gengæld efter vores vurdering blive kompenseret af solid vækst på de lidt nyere markeder. Markeder som det italienske og franske marked, som udgør henholdsvis 15% og 10% af salget i 'EMEA' vil fortsat vokse stærkt de kommende år, og kompensere for vores forventning om lav vækst i Storbritannien. For 'Asien og Stillehavsområdet' forventer vi, at stærk vækst i bl.a. Kina, som udgør 20% af salget i 'Asien og Stillehavsområdet' i nogen grad vil kompensere for aftagende vækst på det modne australske marked. Hertil kommer et lettere sammenligningsgrundlag for bl.a. Rusland ('øvrige EMEA'), Brasilien ('øvrige Nord- og Sydamerika') og Hongkong, hvor Pandora har oplevet væsentlig tilbagegang det seneste år. Som det fremgår af tabellen er det vores vurdering, at Pandoras vækst i de eksisterende butikker vil aftage de kommende år – dog uden at aftage væsentligt. Vi bemærker hertil, at salget i Pandoras e-stores efterhånden udgør 6-8% af det samlede salg. Vi forventer, at øget e-handel vil kompensere for mindre trafik i de fysiske butikker. Hertil kommer, at e-handel åbner op for en større kundegruppe – mændene - der ofte ikke finder vej til de fysiske butik.

Tabel 1. Udviklingen i Pandoras salg i det eksisterende butiksnetværk (organisk vækst)

	Q4 2016	2017E	2018E	2019E
Nord- og Sydamerika				
USA	2%	2%	2%	3%
Canada	0%	-2%	3%	3%
Øvrige Nord- og Sydamerika	-15%	-2%	5%	5%
Samlet Nord- og Sydamerika	**-1%**	**1%**	**3%**	**4%**
EMEA				
UK	3%	2%	3%	4%
Italien	15%	15%	10%	5%
Frankrig	30%	25%	15%	10%
Tyskland	17%	15%	7%	5%
Øvrige EMEA	-3%	-1%	5%	5%
Samlet EMEA	**7%**	**7%**	**7%**	**6%**
Asien og Stillehavsområdet				
Australien	15%	10%	7%	5%
Kina	25%	20%	17%	12%
Hongkong	-20%	-3%	3%	3%
Øvrige Asien		5%	5%	5%
Samlet Asien og Stillehavsområdet	**11%**	**10%**	**9%**	**7%**
Nord- og Sydamerika	-1%	1%	3%	4%
EMEA	7%	7%	7%	6%
Asien og Stillehavsområdet	11%	10%	9%	7%
Pandora samlet LFL (konceptbutikker)	**5%**	**6%**	**7%**	**6%**
Vægtning	2%	2%	1%	1%
Leverancer	2%	0%	0%	0%
Pandora organisk vækst	**9%**	**8%**	**8%**	**7%**

Kilde: Pandora, Sydbanks beregninger

Ud over vækstbidraget fra det eksisterende butiksnetværk vil Pandora fremadrettet være positivt påvirket af åbningen af nye butikker. Pandora planlægger at åbne mere end 275 konceptbutikker i 2017 – vi indregner åbningen af 300 nye butikker i vores estimater. Hertil kommer Pandoras forventning om at åbne 200-300 nye konceptbutikker om året i perioden 2016-2018. Vi estimerer åbningen af 250 nye konceptbutikker i 2018. I 2019 estimerer vi åbningen af 150 nye konceptbutikker – især rettet mod Asien. Åbningen af nye butikker bidrager som det fremgår af tabel 2 til den estimerede omsætningsvækst med henholdsvis 8%-point, 6%-point og 3%-point i årene 2017, 2018 og 2019. Det giver en samlet estimeret salgsvækst (uden valutaeffekter) på 16%, 14% og 10% i henholdsvis 2017, 2018 og 2019, hvilket vi anser som solide vækstrater.

Tabel 2. Butiksåbninger

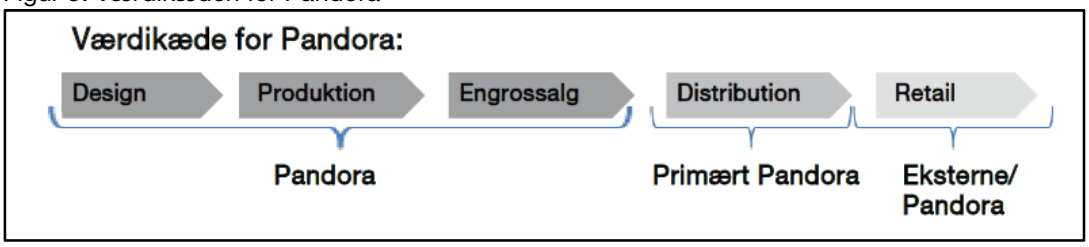
	2017E	2018E	2019E
Estimerede butiksåbninger	300	250	150
Nord- og Sydamerika	25%	25%	20%
EMEA	50%	50%	20%
Asien og Stillehavsområdet	25%	25%	60%
Vækstbidrag fra butiksåbninger	**8%**	**6%**	**3%**

Kilde: Sydbanks beregninger

Lønsomhed

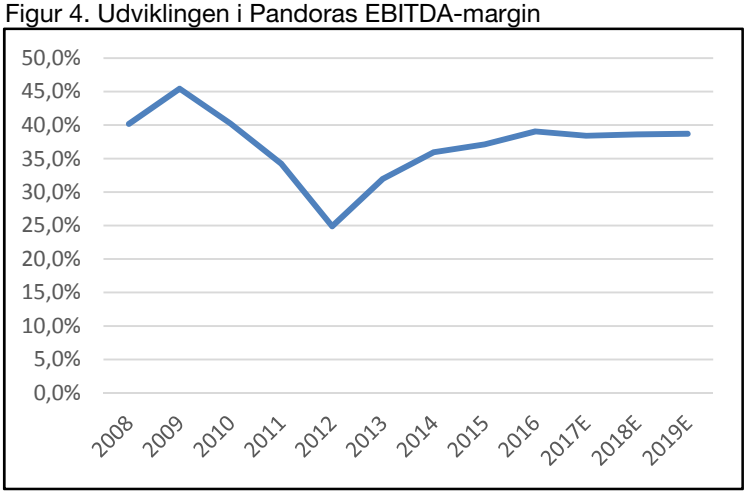
Til forskel for flertallet af aktørerne på smykkemarkedet, der typisk har ejerskab over meget få led i værdikæden, har Pandora ejerskab over hele værdikæden. Pandora har eget designhold, en yderst effektiv og skalérbar egenproduktion, egen markedsføring, har i vid udstrækning kontrol over den direkte distribution og er med åbningen af egen-ejede konceptbutikker begyndt at tage ejerskab over retailleddet jf. figur 3.

Figur 3. Værdikæden for Pandora



Ejerskabet over de mange led i værdikæden sikrer Pandora en overskudsgrad, der er sektoren klart overlegen. Vi forventer, at overskudsgraden i 2017 vil være let negativt påvirket af stigende guld- og især sølvpriser og markedsekspansion - herunder åbningen af Pandora-ejede konceptbutikker, hvilket i nogen grad bliver kompenseret af gearingseffekter på modne markeder. Pandora afdækker forbruget af guld og sølv med henholdsvis 100%, 80%, 60% og 40% for de efterfølgende fire kvartaler, så ændringer i guld- og sølvpriserne får en forsinket effekt. Eksklusive afdækning vil en ændring på 10% i guld- og sølvpriserne påvirke Pandoras bruttomarginal med ca. +/-1%-point. Vi estimerer en stort set uændret overskudsgrad for Pandora i 2017, 2018 og 2019, der tager udgangspunkt i de nuværende spotpriser på guld og sølv, øgede investeringer i markedsekspansion, hvilket bliver modsvaret af en fortsat god driftsmæssig gearing som følge af Pandoras ejerskab over leddene i værdikæden. Udviklingen i Pandoras EBITDA-margin og vores estimater i 2017, 2018 og 2019 fremgår af figur 4.

Figur 4. Udviklingen i Pandoras EBITDA-margin



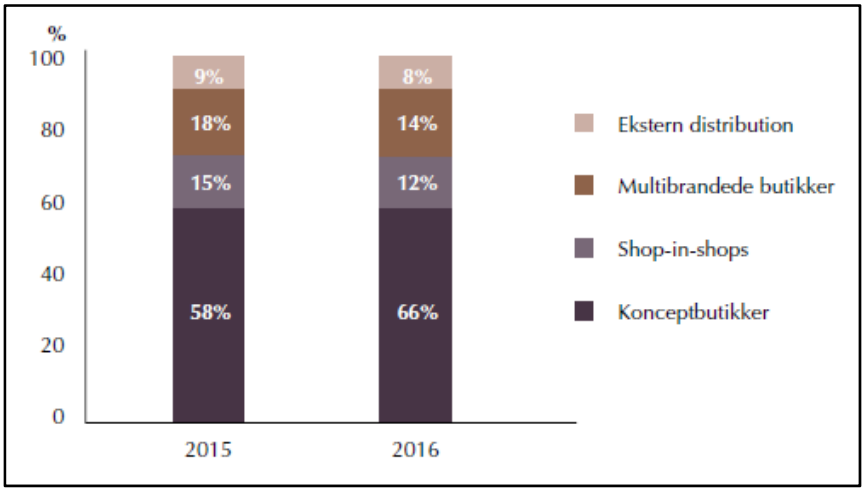
Kilde: Pandora, Sydbanks estimater

Brandopbygning

Pandora har i de seneste år haft fokus på det brandede salg, hvilket efter vores vurdering er (og har været) en væsentlig vækstdriver for selskabet og et vigtigt led i bestræbelserne på at brede Pandoras forretning og brand ud. Pandora har i modsætning til tidligere, hvor selskabet i høj grad fokuserede på åbning og opgradering af de mindre forhandlere, nu i højere grad fokuseret på direkte åbning af forhandlere, der enten udelukkende forhandler Pandora-smykker (konceptbutikker) eller har et relativt stort butiksareal dedikeret til Pandora (shop-in-shop). Konceptbutikker og shop-in-shops er karakteriseret ved en bedre kommerciel beliggenhed, flere kvadratmeter, stærkere visuel branding og et bredere sortiment. I multibrandede butikker afsættes kun et mindre salgsområde til Pandoras produkter, ligesom den visuelle branding er svagere.

Vi vurderer, at Pandoras fokus på åbningen af især konceptbutikker- herunder åbningen af Pandora-ejede konceptbutikker har øget synligheden af Pandora-branded, ligesom et større salgsareal dedikeret Pandora-smykke har øget sandsynligheden for mer-salg – herunder øget salget af andre smykke-kategorier end armbånd og charms. Vi noterer os, at den brandede salg efterhånden udgør 78% af omsætningen og har været voksende de senere år jf. figur 5.

Figur 5. Andelen af omsætningen fordelt på salgskanaler

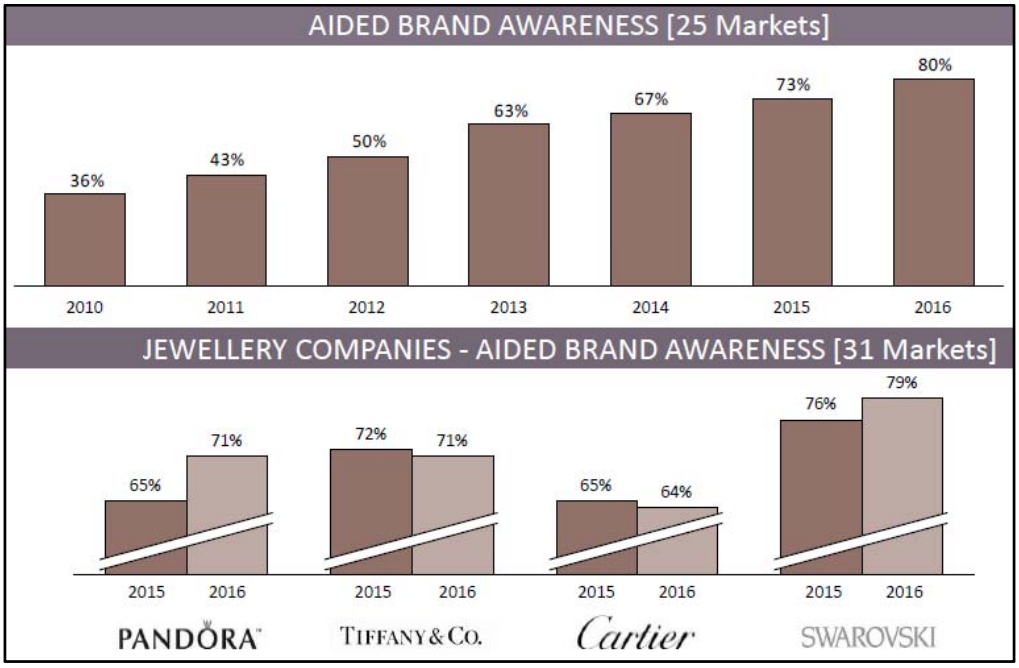


Kilde: Pandora

Sydbank

Vi hæfter os ved at Pandoras voksende globale fodaftryk og selskabets fokus på de brandede salgskanaler har øget kendskabsgraden til Pandora. Baseret på 1.000-2.000 web-interviews pr. marked på 25 af de mest modne Pandora-markeder kender 80% af de voksne kvinder Pandora. På 31 markeder kender 71% af de voksne kvinder Pandora, hvilket er på linje med etablerede smykkebrands som Tiffany & Co, Cartier og Swarovski jf. figur 6. Det efterhånden stærke globale brand danner efter vores vurdering et godt fundament for, at Pandora fremadrettet er i stand til at øge salget af smykkekategorier som finger-ringe, øreringe og halskæder, så andelen af armbånd og charms (for nuværende 75% af omsætningen) vil udgøre en gradvist mindre andel af Pandoras samlede omsætning.

Figur 6. Udviklingen i kendskabet til Pandora-branded



Kilde: Pandora

Værdiansættelse

Med udgangpunkt i vores forvetning om let aftagende salgsvækst de kommende år og fastholdelsen af den høje overskudsgrad, indikerer vores værdiansættelsesmodel (DCF), at Pandora-aktien på de nuværende kursniveauer er undervurderet. Vi mener desuden, at Pandora-aktien med selskabets stærke brand (begrundet i en kendskabsgrad, der efterhånden er på linje med etablerede smykkebrands som Tiffany & Co, Cartier og Swarovski), en fortsat solid vækst og overskudsgrad, der både er smykkebranchen og den generelle retailbranche klart overlegen, værdiansættelsesmæssigt bør handle mere på linje med etablerede retailbrands. I vores relative vædiansættelse af Pandora har vi medtaget en række smykkebrands, ligesom vi har valgt at medtage retail-aktier som H&M og Inditex, hvis forretningsmodel efter vores vurdering minder om Pandoras jf. tabel 3. Som det fremgår af tabel 3 hander Pandora-aktien på en væsentlig rabat i forhold til både forskellige smykkeselskaber og generelle retail-aktier. Vi bemærker hertil, at Pandora-aktien handler på en væsentlig rabat i forhold til historiske nøgletal (P/E og EV/EBITDA), og selvom selskabet står overfor mere dæmpede vækstudsigter, der berretiger at aktien bør handle på lavere multipler, anser vi de nuværende niveauer som alt for lave.

Tabel 3. Relativ værdiansættelse

	P/E 2017E	P/E 2018E	P/E 2019E	EV/EBITDA 2017E	EV/EBITDA 2018E	EV/EBITDA 2019E	EBITDA %
PANDORA A/S	**12,7**	**10,9**	**9,6**	**10,0**	**8,8**	**7,8**	**39,1**
HENNES & MAURITZ	18,6	16,7	15,3	10,6	9,5	8,6	16,3
INDITEX	31,4	27,3	24,2	18,2	15,9	14,3	22,5
BURBERRY GROUP PLC	23,1	21,2	19,4	12,4	11,6	10,5	21,9
SIGNET JEWELERS LTD	9,0	9,3	8,6	6,5	6,5	6,4	13,4
TIFFANY & CO	25,7	23,7	21,5	12,5	11,6	11,0	23,5
RICHEMONT	30,7	24,5	21,7	16,4	14,2	12,7	23,6
FOLLI FOLLIE	6,3	5,9		3,9	3,7		22,6
SWATCH GROUP	23,1	19,2	17,0	11,8	10,2	9,2	16,4
COACH INC	18,1	16,4	15,1	9,1	8,5	7,7	19,2
Average	19,9	17,5	16,9	11,1	10,0	9,8	21,8
Pandora rabat	36,4%	37,7%	43,5%	10,2%	12,8%	20,2%	

Kilde: Bloomberg

Pandora annoncerede desuden i forbindelse med 2016-årsregnskabet et ordinært udbytte og tre ekstraordinære kvartalsvise udbyttebetalinger på hver 9 kr. pr. aktie. Hertil kommer annonceringen af et aktietilbagekøbsprogram på 1,8 mia. kr. i 2017. Udbyttebetalingen og aktietilbagekøbet i 2017 svarer samlet til godt 7% af aktiekursen. Vi estimerer desuden en udbytteprocent baseret på vores estimerede udbyttebetaling og aktietilbagekøb i 2018 og 2019 på 7,5% og godt 8% i henholdsvis 2018 og 2019. Vi anser udbytteprocenten som særdeles attraktiv for investorerne og et vidnesbyrd om Pandoras stærke finansielle fundament.

Sydbanks estimater:

Mio. kr.	2016	2017E	Vækst	2018E	Vækst	2019E	Vækst
Nettoomsætning	20.281	23.729	17,0%	27.006	13,8%	29.614	9,7%
Resultat af primær drift (EBIT)	7.404	8.469	14,4%	9.787	15,6%	10.834	10,7%
Resultat før skat	7.650	8.464	10,6%	9.782	15,6%	10.829	10,7%
Nettoresultat	6.025	6.687	11,0%	7.728	15,6%	8.555	10,7%
EPS (DKK)	52,51	59,50	13,3%	70,41	18,3%	79,86	13,4%
Overskudsgrad	36,5%	35,7%	-	36,2%	-	36,6%	-

Almindelige oplysninger om udarbejdelse af analyser i Sydbank

Denne analyse er udarbejdet af Sydbanks aktieanalyseafdeling, som er en del af Sydbank Markets, en forretningsenhed i Sydbank. Sydbank er under tilsyn af Finanstilsynet. Sydbank har udarbejdet procedurer, der skal forebygge og forhindre interessekonflikter og sikre, at de udarbejdede analyser har en høj standard og er baseret på objektiv og uafhængig analyse. Disse procedurer er indarbejdet i forretningsgangene, der omfatter aktieanalyseaktiviteterne i Sydbank.

Finansielle modeller og metoder anvendt i denne analyse

De anbefalinger og holdninger, der udtrykkes i denne analyse er dannet på basis af en kombination af Discounted Cash Flow-analyse, branchekendskab, peer-group multipel analyse samt selskabsspecifikke og markedstekniske elementer (begivenheder der påvirker både selskabets finansielle og driftsmæssige profil). Analysens omsætnings- og indtjeningsestimater (markeret med E efter det angivne årstal) er baseret på segmenterede modeller under anvendelse af subjektive vurderinger af relevante fremtidige markedstendenser og konjunkturforventninger. De heraf fremkomne resultater er samlet i en værdiansættelsesmodel, som også tager højde for den seneste udvikling i historiske rapporter. Endvidere tages der højde for selskabets egne samt konkurrerende selskabers forventninger. Analysen er udarbejdet på grundlag af information fra kilder, som Sydbank finder troværdige. Primære kilder: Pandora, Signet, Tiffany & Co, InStore, ThomsonReuters, Bloomberg.

Risikovurdering og følsomhed

En vurdering af de væsentligste risikoforhold og en kategorisering af risikoen (lav, middel eller høj) i forbindelse med anbefalingerne og holdningerne til denne analyse, herunder en følsomhedsanalyse, er gengivet i den senest udsendte AktieAnalyse på dette selskab, der kan findes på http://www.sydbank.dk/investering/analyser/aktier. Heraf fremgår ligeledes en vurdering af selskabets konkurrenceposition, som scores på en skala fra 1 til 5, hvor en høj score er ensbetydende med en stærk konkurrenceposition. De anførte risikofaktorer og følsomhedsanalysen kan dog ikke anses for at være udtømmende.

Valutakursrisiko

Såfremt aktiekursen er noteret i en anden valuta end danske kroner kan valutakursudsving påføre investorer tab eller gevinst.

Planlagte opdateringer af analysen

Denne analyse planlægges opdateret kvartalsvist.

Interessekonflikter. Denne investeringsanalyse har ikke været forelagt det omhandlede selskab forud for analysens offentliggørelse.

Anbefalingsstruktur

Inden for det seneste kvartal har Sydbank haft investeringsanbefalinger på 27 selskaber. Fordelingen af anbefalinger fremgår nedenfor under "Fordeling af anbefalinger". Betydningen af anbefalingerne på selskabsniveau fremgår nedenfor under kursudvikling.

På selskabsniveau:

Anbefaling	Kursudvikling	Tidshorisont	Fordeling af anbefalinger
Køb	Bedre end gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	40,7%
Hold	På linje med gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	44,4%
Sælg	Dårligere end gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	14,8%

Vi opdeler virksomhederne i to kategorier - cykliske og defensive aktier. Køb betyder således, at aktien vil klare sig relativt bedre end de øvrige selskaber i kategorien. Hold betyder, at aktien vil klare sig på linje med de øvrige selskaber i kategorien. Endelig betyder sælg, at vi forventer, at aktien vil klare sig dårligere end de øvrige aktier i kategorien. Eventuelle ændringer i anbefalingen i forhold til den seneste anbefaling på selskabet fremgår af denne analyse.

Anbefalingsoversigt:

	Køb	Hold	Sælg
Cykliske aktier	Danske Bank Jyske Bank Pandora Vestas	A. P. Møller Mærsk DSV FLSmidth Nordea Rockwool SAS	Bang & Olufsen
Defensive aktier	Carlsberg Genmab GN Store Nord H. Lundbeck Novo Nordisk Novozymes Topdanmark	ALK-Abelló Chr. Hansen Coloplast ISS Nets Tryg	DONG Energy TDC William Demant

For en uddybning af alle anbefalinger samt en historisk anbefalingsoversigt for selskabet henviser vi til www.sydbank.dk/investering/analyser/aktier..

Denne investeringsanalyse henvender sig til Sydbanks kunder og må ikke uden Sydbanks udtrykkelige samtykke offentliggøres eller distribueres videre. Sydbank påtager sig dog intet ansvar for mangler, herunder eventuelle fejl i kilder, trykfejl eller beregningsfejl, samt efterfølgende ændrede forudsætninger.
Anbefalinger i analysen er udtryk for bankens generelle holdning og kan ikke alene danne grundlag for investeringsbeslutninger. Anbefalinger kan medtages i forbindelse med rådgivning i Sydbank, hvor tillige kunders individuelle forhold skal indgå.
Investering er forbundet med risikoen for økonomisk tab. Hverken historiske afkast og kursudvikling eller prognoser for fremtiden i materialet kan anvendes som pålidelig indikator for fremtidige afkast og kursudvikling. Et afkast og/eller en kursudvikling som beskrevet i dette materiale kan blive negativ. Hvor oplysningerne er baseret på bruttoafkast, vil gebyrer, provisioner og andre omkostninger kunne medføre, at afkastet bliver lavere end anført i materialet. Hvor materialet oplyser om den skattemæssige behandling af en disposition, er det med forbehold for, at den skattemæssige behandling altid afhænger af den enkelte kundes individuelle situation og at reglerne i øvrigt kan ændre sig fremover.
I analysen nævnes aktier, som har risikomærkningen gul. Risikomærkningen gul betyder, at når der investeres i aktier, er der risiko for, at det investerede beløb kan tabes helt eller delvist. Produkttypen er typisk ikke vanskelig at gennemskue.
Denne publikation er ikke et tilbud om eller en opfordring til at købe eller sælge finansielle instrumenter.
Sydbank fraskriver sig ethvert ansvar for tab, der måtte have direkte eller indirekte sammenhæng med dispositioner, der er foretaget alene på baggrund af anbefalinger i analysen.
Banken eller dens ansatte kan besidde finansielle instrumenter omhandlet i analysen. Søren Løntoft Hansen ejer ikke aktier i Pandora.
Sydbank A/S, Peberlyk 4, 6200 Aabenraa, cvr. nr. 12626509 er under tilsyn af Finanstilsynet, Århusgade 110, 2100 København Ø.