

## Konklusionen af denne analyse:

- Børskursen er inde i en bølgedal som følge af den bebudede store aktietegning (400-450 mio. kr.), der vil finde sted med fortegningsret for de eksisterende aktionærer. Prospektet vil blive offentliggjort den 22-03-2018 med mulighed for tegning af aktier frem til 18-04-2018.
- Styrkelsen af kapitalgrundlaget skal være udgangspunkt for gennemførelse af den 4-årige strategiplan "Nye veje". Målet er at fortsætte væksten og forbedre indtjeningen. Første skridt bliver en stor omlægning af Sparekassens ansvarlige lån med henblik på at opnå en årlig rentebesparelse på 30 mio. kr.
- Ønsket om en markant styrkelse af egenkapitalgrundlaget hænger sammen med lanceringen af strategiplanen og de skærpede kapitalkrav. Sparekassen ønsker at placere sig som lokal baseret konkurrent til de landsdækkende banker, idet man både tilbyder sine services via filialer og ved hjælp af moderne digitale løsninger. Målgruppen er mindre og mellemstore kunder som ønsker at benytte et pengeinstitut, der er nærværende uden at være for stort og centralistisk styret.
- Risikoprofilen må vurderes som værende lav. Samarbejdet med Totalkredit/Nykredit om boliglån har stor betydning.
- Aktien handles til meget lave og dermed attraktive nøgletal med et P/E(2018E) på 7,9 og kurs/indre værdi på 0,66. Betaling af udbytte er suspenderet på grund af den store aktietegning. Niveauet har ellers været ca. 3,0 kr. pr. aktie.
- 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 køb af en aktie på børsen kan erhverves til kun 0,66 kr., er odds gode for afkastet fremover på aktien ved køb til en så lav pris.
- Timing af et køb skal netop nu vurderes i forhold til den kommende aktietegning. Afvent køb til slutningen af denne periode eller kort tid herefter.

## Anbefaling:

Aktuel Kurs: 112

Børs: MidCap

Markedsværdi: 1.459 mio. kr.

Antal aktier: 13,031 mio. styk

Næste regnskab: Q1 regnskab udsendes 08-05

Kort sigt: Afvent køb til efter aktietegningen (før afvent køb)

Langt sigt: Afvent køb til efter aktietegningen (før køb)

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

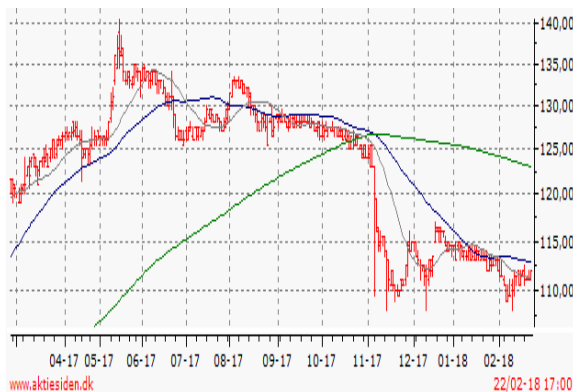
Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 125 – 150 (før 125-150)

Tidligere anbefaling: Afvent køb/køb ved 111 (24-11-2017)



## Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Ledelsen angiver et grundforløb med et overskud før skat i intervallet 190-220 mio. kr. Heri indgår kursreguleringer med et normalniveau på +30 mio. kr. Hensættelser på udlån og garantier indikeres til 50 mio. kr., idet nye regler (IRFS 9) netop er trådt i kraft. En stor aktietegning på 400-450 mio. kr. er annonceret, og det forstærkede grundlag herfra i egenkapital går forud for næste trin senere på året med en stor omlægning af hybridkapital mv. Den årlige rentebesparelse på ca. 30 mio. kr. får dog først fuld virkning i 2019.



Kursudvikling seneste 12 måneder:

Høj 140,5 / Lav 109

### Muligheder

Vækstmuligheden består i at udnytte det tomrum som de landsdækkende banker efterlader i takt med deres lukning af filialer. Sparekassen er i stand til at dække alle gængse former for services. Finansiering af boliger er pt. det vigtigste produkt, hvor realkreditlån formidles via Totalkredit. Overskudslikviditeten skal aktiveres via øget udlån. Skift til et højere renteniveau vil forbedre indtjeningen på et tidspunkt. Styrkelse af egenkapitalen og effektiviseringsplanen skal resultere i markant højere indtjening over de kommende 4 år.

### Risici

Lave renter sætter indtjeningen under pres. Flere kunder, gebyrer og services skal give vækst i indtægterne. Stordrift er en fordel i branchen og gavner de største banker. Sparekassen er afhængig af Bankdata som fælles 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 tab på udlån. De skærpede lovkrav vil belaste indtjeningsmæssigt.

## 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. I oktober 2016 blev aktiviteterne overført til 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 hele tiden udvides. Hertil kommer 4 erhvervscentre placeret i Holbæk, København (Islands Brygge), Næstved og Odense. Det gennemsnitlige antal ansatte er 585 (ekstra 33 i 2017). Sparekassen har over 156.000 kunder, og tilvæksten sidste år var på 7.304. Cirka 30 % af kunderne er fra Fyn.
- Sparekassen bygger på sunde værdier med ønske om lokal tilstedeværelse og kunderne i fokus. Det omfatter privatkunder og mindre erhvervs-kunder. Maksimumgrænsen for nye kunders 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 samfundsbevidst.
- Produktmæssigt tilbydes alle former for 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 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 i 2017 var 58/42 %.
- Fordelingen af udlån og garantier på kundetype i erhverv/private var 46/54 % ultimo 2017.
- På langt sigt er målet at udvide udlånet (og dermed opnå højere renteindtægter), så det balancerer bedre med indlånet. Indlån er i de seneste 12 måneder vokset med 6 %, mens udlånet er vokset med 12 %. Fremgangen i udlån omfatter primært boligfinansiering, og denne struktur gælder også i alle andre danske banker - men med lavere vækstrater end her. Væksten opnås ved øget salgsindsats og systematisk åbning af filialer.
- En Digital Sparekasse er under opbygning 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. Via den Digitale Sparekasse åbnes mulighed for at få adgang til kunder i Jylland og andre ikke-dækkede steder.
- Solvensmæssigt opfyldes kravet til kapital pt. 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 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. 31-12-2017: Fonden for Sparekassen Sjælland 6,5 %, AP Pension 5,3 %, Sydbank 5,2 %. 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.

## Solid vækst i aktiviteten afspejler højere markedsandel

Aktiviteten udvides dels i de eksisterende filialer og dels ved udbygning af filialnettet. Konceptet er at optræde lokalt og udnytte det vakuum, som de store banker efterlader ved deres gennemgribende omlægning af strukturen med samling af driften i kundecentre og filialer i de større byer. I det seneste år er forretningsomfanget således vokset med 10 % defineret ud fra summen af indlån, udlån og garantier. Et vigtigt punkt er garantier relateret til formidling af realkreditlån, og her var væksten på 9,1 %. Opgjort ud fra de risikovægtede poster (solvenskravet) var væksten sidste år på 7,0 %, hvilket må betegnes som det mest præcise udtryk for forrettningens udvikling.

Sparekassens store indlånsoverskud udgør en styrke, men værdien heraf er midlertidigt sat ud af kraft som følge af det lave renteniveau og let adgang til at skaffe likviditet i Nationalbanken. Ledelsen ønsker at forbedre indtjeningen ved at opnå en bedre balance på dette punkt, altså større kreditvolumen. Men da man ikke ønsker at påføre sig væsentlig risiko for tab på erhvervs-kunder, styres denne udvidelse af kreditomfanget stramt med fokus på private kunder.

Ekspansionen indebærer stigende omkostninger, og personalestaben udvides derfor fortsat, hvilket er i modsætning til udviklingen i de store landsdækkende banker. Rentabilitetskravet til de nye filialer oplyses til at være tre år, før den

pågældende enhed skal være overskudsgivende. I praksis indebærer det, at Sparekassens indtjening reelt er højere som følge af denne indkøringsproces. Da den geografiske dækning er ved at være på plads på Sjælland og Fyn, er der mulighed for afslutning af dette udviklingsforløb. Et naturligt skridt vil være en fortsættelse i en anden udformning med etablering af kundecentre i nogle af de største byer i Jylland, når Den Digitale Sparekasse er fuldt opbygget. Dette projekt med at udnytte helt nye forretningsmuligheder ved hjælp af digital informationsteknologi ser ud til at blive næste trin i forretningsudviklingen af Sparekassen.

## Strategiplanen "Nye veje" for 2018-21 blev fremlagt i november

Planens er kaldt "Nye veje" med en forklarende tilføjelse om ideen: "Det gælder om at holde sammen". Planen må ses som retningslinjen for næste fase i Sparekassens udvikling efter dens omdannelse til aktieselskab og børsnotering. Skiftet af status til børsnoteret selskab kom i kølvandet på udvidelserne ved 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 kreditgivning nu i overensstemmelse med ledelsens ønsker. Dermed er der udsigt til lave hensættelser i de kommende år. Da Sparekassen råder over et stort indlånsoverskud, er der plads til en stor udvidelse af udlånet, og lav indtjening ved passiv placering i obligationer tilsiger også et skift med aktivering via udlån. Begrænsningen på væksten kommer fra kapitalbasens størrelse (niveauet for den tilsigtede solvensmæssige overdækning, dvs. risikoprofilen), organisationens præstationsevne og salgsmæssige styrke på den ene side (indefra), mens det udefra drejer sig om kundernes efterspørgsel, konkurrencen med andre banker og den danske økonomis udvikling med renteniveauet og ejendomspriserne som de centrale parametre.

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 jordnær profil på nogenlunde samme niveau som kundens egne forhold og fremstår ikke som en multinational koncern i højfinansens.

Strukturen blandt kunderne ønskes især styrket inden for mindre erhvervsvirksomheder, idet man gerne vil udvide udlånet, men ellers fastholder man ideen om en bred sammensætning med mange små og mellemstore kunder. Denne fordeling 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 store 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 og 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. 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 frem til krav angående salg, effektivitet og overskuddets størrelse. Samtidig indebærer det klarhed om størrelsen af det krævede kapitalgrundlag på langt sigt i form af egenkapitalen som kerne og muligheden for at benytte supplerende former for hybridkapital og efterstillede lån. Ud over kapitalfundament til at klare den ønskede vækst, skærpes lovkravene i disse år mht. overdækning (buffer) og indførelse af såkaldte NEP-krav, der ligeledes vil forhøje størrelsen af solvensdækningen. Konsekvensen er behov for et endnu stærkere kapitalgrundlag end tidligere, og her udgør egenkapitalen den egentlige kerne. Derfor er en solid base med egenkapital det afgørende punkt.

## Første led i strategiplanen "Nye veje" er at styrke egenkapitalen ved en aktietegning på 400-450 mio. kr.

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.

Måltallet for rentabiliteten er fastlagt til en egenkapitalforretning efter skat i niveauet 9-11 %. Samtidig er målsætningen at opnå en forøgelse af solvensdækningen, så den egentlige kernekapital opnår et niveau på mindst 13,0 % (2017: 10,7 %) samtidig med at den totale kapitalprocent skal udgøre minimum 17,0 % (2017: 16,3 %).

Som indledning på planen er det hensigten at gennemføre en styrkelse og omlægning af kapitalgrundlaget. Første skridt er allerede gennemført i december ved en omlægning af ansvarlige lån med indfrielse for 163 mio. kr. og udstedelse af nye for 100 mio. kr. Kernepunktet er 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. beholdes som egenkapital. Kort efter generalforsamlingen, der afholdes 08-03, er det hensigten at gennemføre en aktietegning med fortegningsret for de nuværende aktionærer, hvor det forventede provenu er angivet til 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. Rentebetalingen på disse lån er meget høj set i forhold til det nuværende renteniveau og Sparekassens kreditværdighed. Det foreløbige skøn for disse ændringers betydning lyder på en årlig besparelse på 30 mio. kr. (opgjort ud fra fuld vægt, som dog først opnås i 2019) i renteudgifterne hertil. Hensigten er altså at indfri låneinstrumenter med høj forrentning, og der forventes optaget nye med en markant lavere forrentning og formentlig også i et mindre omfang, idet egenkapitalen fremover vil indgå med større vægt. Størrelsen skal dog også afstemmes i forhold til NEP-kravene, som indføres i 2019, hvilket kan tilsi en større dimension end hidtil (skærpede kapitalkrav).

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, at Sparekassen vil kunne opnå fortsat pæn vækst, idet indtægterne skal forøges væsentligt kraftigere end driftsudgifterne. Denne forbedring skal vel i al væsentlighed fremkomme fra større volumen, da priserne (rentemarginal og gebyrer) næppe kan presses opad. Rentabiliteten målt som egenkapitalens forrentning var i 2017 på 9,4 %, og for 2018 estimerer vi (uden indregning af påvirkningen fra aktietegningen) en egenkapitalforretning på 8,0 %. Selv om dette estimat sandsynligvis er forsigtigt, viser tallet, at der er behov for et pænt løft i indtjeningen for at opfylde strategiplanens måltal på 9-11 %. Den vigtigste mulighed for en positiv påvirkning udefra findes i spørgsmålet om et generelt løft i renteniveauet, som vil kunne forøge indtjeningen markant.

#### Forventet tidsplan for aktieemissionen

22-03-2018: Prospektet offentliggøres.  
28-03-2018: Sidste dag for handel med aktier inklusiv tegningsretter  
03-04-2018: Første dag for handel eksklusiv tegningsretter  
03-04-2018: Første dag for handel med tegningsretter  
05-04-2018: Tegningsperioden begynder  
16-04-2018: Sidste dag for handel med tegningsretter  
18-04-2018: Tegningsperioden slutter

#### Risikoprofil angående 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., hvilket svarer til kun 7,6 x egenkapitalen, altså en lav gearing. Justeres egenkapitalen for immaterielle aktiver er gearingen 8,8 x, hvilket også er et lavt niveau.

Likviditetsoverskuddet er særdeles stort, da indlånet overstiger udlånet med 4,9 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 opstille de vigtigste parametre for den løbende udvikling. Kreditpolitikken med et maksimumbeløb på 75 mio. kr. per kunde udgør et vigtigt punkt i denne sammenhæng. Eksponeringen over for kunder i landbruget udgør 7,4 % af udlån og garantidebitorer.

## 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 %
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 %	216,6 %

Kilde: Sparekassen Sjælland - Fyns seneste regnskab.

## Aktiens forhold

Resultatet for 2017 på netto 201 mio. kr. er ny rekord. Egenkapitalen blev dermed forrentet med 9,4 %. Aktien handles til P/E (2017) 7,3 (112/15,4) og kurs indre værdi forholdet er ligeledes lavt med 0,66 (112/170). Ud fra vores estimat for 2018 kan P/E(2018E) skønnes til 7,9 (112/14,2). Indtjeningen er dog begunstiget af en meget lav skatteprocent på grund af indvinding af tidligere underskudssaldi. Fuld beskatning med 22 % ville reducere estimatet (2018) for indtjeningen pr. aktie (EPS) fra 14,2 kr. til 12,0 kr., og dermed bliver det regulerede P/E-tal på 9,3 (112/12,0). Aktien er altså særdeles lavt vurderet i forhold til de større banker, der i reglen handles til et P/E-prisniveau på 11-12 og kurs/indre værdi forhold på over 1,0. Det direkte udbytteafkast er dog højere for de store danske (og nordiske) banker end for Sparekassen, da de udlodder næsten hele indtjeningen i disse år, mens deres forretningsvolumen stagnerer, og risikomængden direkte falder.

Aktiekursens udvikling er i de seneste måneder blevet kraftigt påvirket af nyheden om den forestående store aktietegning. Størrelsen er annonceret til at blive 400-450 mio. kr. med en kurs på mindst 100 kr. pr. aktie. Emissionen må betegnes som en meget stor dimension set i forhold til det udestående antal aktier (13,0 mio. styk), altså et forholdsmæssigt beløb for hver gammel aktie på 31-35 kr. Som tidligere nævnt udbetales der ikke udbytte for 2017, da det ville give aktionærene en ekstra skatteudgift. Fra de største aktionærers side er der afgivet tilsagn om tegning af beløb svarende til mindst deres respektive andel af aktietegning. Opbakningen omfatter ca. 30 % af samtlige aktier fra navne som AP Pension, Købstædernes Forsikring og Sydbank. Emissionsplanerne blev offentliggjort den 06-11-2017. Sydbank øgede den 14-12-2017 sin ejerandel til 5,2 % – altså efter emissionen var kendt.

På børsen havde Sparekassens aktie ellers indledt en pæn positiv kursudvikling fra startniveauet i intervallet 90-100 til en topnotering på 140,5. Herefter indtrådte straks en markant nedtur til det nuværende kursniveau på 112.

Perspektivet er, at aktietegningen nu skal klares, hvorefter en konsolideringsfase for børskursen vil være naturlig. Det udvidede flow af aktier skal falde ordentlig på plads hos ejere med en passende, langsigtet tidshorisont for deres investering. Herefter kan Sparekassens aktie få adgang til sin anden og forhåbentlig holdbare optur i børsværdi. Gennemførelsen af vækst- og effektiviseringsplanen vil dermed opnå et styrket kapitalmæssigt fundament af egenkapital, der straks efter vil gøre det muligt at indfri eksisterende ansvarlig kapital med en høj rentebetaling, der delvis skal afløses af nye lån med en væsentlig lavere renteudgift (reduceret risikopræmie). Besparelsen vil få fuld vægt i 2019 og skønnes til 30 mio. kr. om året. Fortsat vækst i kundeaktiviteten er dog det egentlige sigte, som skal give fremgang i indtjeningen i de kommende år. Desuden vil Sparekassens risikoprofil blive forbedret ved dette markante skridt.

Aktien er således sat i en form for midlertidig pausetilstand, indtil den store aktietegning er overstået. Vores vurdering af Sparekassen som aktieplacering er Afvent Køb med fokus på muligheden for køb af aktien i perioden, hvor aktietegningen gennemføres eller umiddelbart herefter.



**Regnskabstal**

<b>mio. kr.</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>
Nettorenter + udbytter	603	616	569	570	580
Gebyrer + andet netto	324	408	413	440	470
Driftsudgifter inkl. afskr.	613	644	696	750	790
Basisresultat	314	380	286	260	260
Nedskrivninger	257	150	107	33	50
Kursregulering mv.	58	-94	49	46	40
Res. før skat	115	136	228	273	250
Skat	4	8	-12	-16	-15
Nettoresultat	119	144	216	257	235
Hybridkapitaludgift		60	56	56	50
Aktionærers nettores.		84	160	201	185
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	N/A
Egenkapital	1.634	1.939	2.058	2.228	2.400
Garantier mv.	3.929	3.773	4.735	5.213	5.700

NB: Estimat for egenkapitalen for 2018 er uden indregning af provenu fra den kommende emission på 400-450 mio. kr.

**Seneste analyser:**

<b>Dato</b>	<b>Kurs</b>	<b>Anbefaling:</b>	
		<b>Kort sigt</b>	<b>Langt sigt</b>
24-11-2017	111	Afvent køb	Køb
22-08-2017	128,5	Køb	Køb
18-05-2017	134	Køb	Køb
22-03-2017	127	Hold	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.