

## Konklusionen af denne analyse:

- Den store aktietegning i april med 437 mio. kr. i nettoprovenu (3:1 til kurs 105) er overstået, og nu peger pilen dermed atter opad for aktiekursen. I de kommende måneder vil der sandsynligvis finde en proces sted, hvor det forøgede frie flow af aktier skal falde på plads hos stærkere ejere. Denne distributionsfase bremser i første omgang aktiekursens evne til at stige.
- I forvejen fremstod Sparekassen som en ny aktie på markedet med kun to års børsnotering bag sig. Interessen på investorside er derfor langt mindre end for de kendte store banker, men netop udsigt til en normalisering i løbet af de kommende år vil indebære stigende interesse på købersiden og dermed mulighed for kursstigning.
- Udviklingen i Sparekassen som virksomhed vil nu fokusere på gennemførelse af 2021 vækstplanen "Nye veje". Store omlægninger af ansvarlig lånekapital/hybridlån vil blive gennemført i år. Vilkaerne for de nye og sandsynligvis noget mindre lån bliver interessante at se (lavere rentebetaling).
- Sparekassens risikoprofil må vurderes som værende lav. Samarbejdet med Totalkredit/Nykredit om boliglån har stor betydning i lighed med Bankdata inden for IT. Disse leverandører/samarbejdspartnere har afgørende betydning.
- Aktien handles til særdeles lave og dermed attraktive nøgletal: P/E(2018E) 8,8 og kurs/indre værdi 0,7. Betalingen af udbytte blev suspenderet for 2017 på grund af den store aktietegning. Vi forventer et udbytte for 2018 på 3,0 kr. pr. aktie.
- Det langsigtede perspektiv for Sparekassens udvikling er lovende, og det understreges ved, at hovedmålet i strategiplanen netop er at forbedre indtjeningsevnen markant for at kunne honorere aktionærernes berettigede forventninger. Det skal lykkes samtidig med, at der udøves en ansvarlig styring med en lav risikoprofil.
- Aktien må bedømmes som en attraktiv købsmulighed på langt sigt. Samme vurdering gælder også på kort sigt. Her kan der dog indtræffe uventede stød af generel eller specifik art, som er umulige at forudse. Usikkerheden er derfor større på kort sigt.

## Anbefaling:

Aktuel Kurs: 107

Børs: MidCap

Markedsværdi: 1.859 mio. kr.

Antal aktier: 17,375 mio. styk

Næste regnskab: Q2 regnskab udsendes 14-08

Kort sigt: Køb (før: Køb)

Langt sigt: Køb (før: Køb)

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

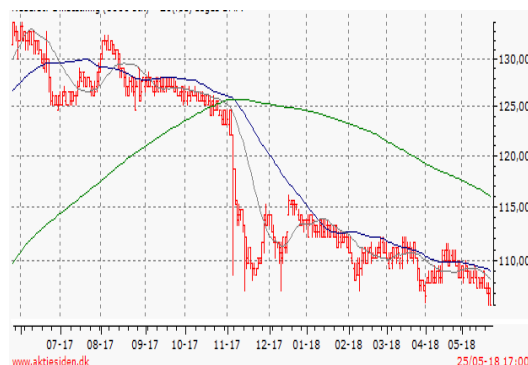
Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 125 - 150 (før 125-150)

Tidligere anbefaling: Køb/Køb ved 108 (27-03-2018)



## Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

I Q1 rapporten fastholdes den justerede guidance om et resultat før skat på 215-245 mio. kr. Årsagen er forbedret kursregulering af sektoraktier (Bankinvest), mens obligationer kan give et lille tab. Hensættelser på udlån og garantier indikeres til max. 50 mio. kr. Nye regler (IRFS 9) indebærer hurtigere udløsning af hensættelser. Den store aktietegning er overstået og tilførte netto 437 mio. kr. En stor omlægning til billigere hybridkapitallån mv. er på vej i efteråret. Samlet er målet her at spare 30 mio. kr. årligt fra 2019 baseret på det forstærkede egenkapitalgrundlag.



Kursudvikling seneste 12 måneder:

Høj 133,5 / Lav 106

## Muligheder

Der satses på vækst i antal kunder ved at erobre markedsandel fra de landsdækkende banker. Nye filialer er etableret hertil. Man tilbyder alle relevante bankprodukter. Finansiering af boliger er det vigtigste produkt, hvor realkreditlån formidles via Totalkredit. Overskudslikviditeten skal aktiveres via øget udlån. Styrkelsen af egenkapitalen og 2021-strategiplanen med vækst og effektivisering skal resultere i markant højere indtjening. Solvensmæssigt satses på en høj standard, altså en sikker profil.

## Risici

Lave renter sætter indtjeningen under pres. Det kræver flere kunder og indtægter fra gebyrer og services for at øge indtægterne. Stordrift er en fordel i branchen, men det 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 kan få stor betydning for tab på udlån. Nye skærpede lovkrav vil begrænse indtjeningsevnen.

## 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 så overført til moderselskabet og firmanavnet derfor ændret til Sparekassen Sjælland – Fyn. Sparekassen blev børsnoteret den 3. december 2015 til kurs 99. I april 2018 er der gennemført en aktietegning (3:1 til kurs 105) med et provenu på netto 437 mio. kr.
- Sparekassen har 49 filialer. Hertil kommer 4 erhvervscentre placeret i Holbæk, København (Islands Brygge), Næstved og Odense. Antallet af medarbejdere er nået op på 628. Sparekassen har over 158.000 kunder. Tilvæksten sidste år var på 7.304, og i Q1 har den været på ca. 2.000. Cirka 30 % af kunderne er fra Fyn.
- Sparekassen bygger på sunde værdier med ønske om nærhed ved lokal tilstedeværelse og sætter kunderne i centrum. Der satses på 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 er filialnettet blevet udvidet systematisk - selv om de landsdækkende banker gør det stik modsatte ved at centralisere og skære hårdt ned ude i landet. Fra april i år er dette projekt dog foreløbig afsluttet, og der er en form for pause med fokus på udnyttelse af den udvidede salgsplatform. Sparekassens overordnede mission er: "Vores formål er at bidrage til at gøre lokalområdet til et bedre sted at leve, arbejde og drive virksomhed". Man søger altså at optræde samfundsbevidst og i øjenhøjde med almindelige kunder.
- 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 samarbejdsaftalen med Totalkredit (Nykredit), der er organiseret i samarbejde med 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 markant (for derved at opnå højere renteindtægter), så det balancerer bedre med indlånet. Udlånet svarer til kun 70 % af indlånet. Indlån er i de seneste 12 måneder vokset med 8 %, mens udlånet er vokset med 9 %. Fremgangen i udlån omfatter primært boligfinansiering, og denne struktur findes også i alle andre danske banker - men med lavere vækstrater end her. Væksten opnås ved øget salgsindsats og den systematiske åbning af filialer, der udviser momentum i form af stigende forretningsomfang.
- En Digital Sparekasse er opbygget og udvides for at udnytte nye IT-muligheder. Hensigten er at tiltrække en ny kreds af kunder, 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 der desuden mulighed for at få adgang til kunder bosiddende i Jylland og andre ikke-dækkede steder.
- Solvensmæssigt opfyldes kravet til kapital ultimo Q1 med 16,1 % totalt, med 13,7 % ud fra kernekapitalen og med 10,2 % ud fra den egentlige kernekapital. Kapitalbehovet er opgjort til 9,0 % plus et bufferkrav på 1,9 %, samlet 10,9 %. Efter kapitaludvidelsen er den samlede kapitaldækning forøget til 18,8 %. 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 (senest oplyste): Fonden for Sparekassen Sjælland 4,97 %, AP Pension 5,3 %, Sydbank 5,2 %. Samarbejdspartneren Købstædernes Forsikring har forøget sin aktiepost til 5,22 %. 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 disse aktier, og aktionærkredsen består derfor i hovedsagen af kunder bosiddende på Sjælland.

## Udviklingen i Q1 og udsigter for resten af året

Indeværende år vil blive præget af forberedelsen til gennemførelse af strategiplanen "Nye veje". Første punkt her er styrkelsen af kapitalgrundlaget ved aktietegningen i april, der nu skal følges op med opsigelse af ansvarlig kapital inklusive hybridkapital, der delvis skal afløses af nye med en forventet markant lavere rente. Sandsynligvis bliver omfanget reduceret, da egenkapitalen jo er udvidet med 437 mio. kr., og der betales altid en overrente. Besparelsen i år bliver beskeden, men fra næste år regnes med 30 mio. kr. Der er jo ingen grund til at have for mange dyre ansvarlige lån. Det centrale punkt for bedømmelse af den økonomiske styrke i en bank er nu til dags selve egenkapitalen, da det udgør det egentlige grundlag. I tallet foretages dog en række justeringer. Sparekassen har efter den store emission opnået en solid stilling. Kapitaldækningen er helt oppe på 18,8 %. I Q1 er der derfor blevet taget højde for indførelsen af

skærpede regler for hensættelser ved en særlig hensættelse en gang for alle på brutto 140 mio. kr. (109 mio. kr. efter skat), som er bogført direkte på egenkapitalen for at klare denne problematik med det samme.

Ekspansionen med filialer blev afsluttet i april måned med åbningen i Helsingør, og der skal nu skiftes til en fase med fokus på udnyttelse af det udvidede net af lokale afdelinger. Belastningen fra fremadrettede omkostninger til vækst vil gå ned i takt med at indtægter fra forøget aktivitet tager endnu mere fart. Samtidig må det ses som en test af konceptets styrke og rigtighed før det besluttet, om der skal gennemføres en ny lignende offensiv satsning – eller om det i stedet for skal bestå i åbning i de største byer i Jylland? Her skal man dog gå på kattepotte i forhold til andre lokale pengeinstitutter.

Væksten i balanceposterne ligger på 8-10 % for de seneste 12 måneder. Driftsudgifterne er vokset med 9 %, og hensigten er at opnå stigende afstand mellem de to tal for at forøge bruttoindtjeningen. Der er desværre ingen hjælp at hente fra renteniveauet, og afkastet af den store likvide reserve kan derfor stadigvæk ikke bidrage til indtjeningen. Aktiviteten med formidling af realkreditlån har været høj med et volumen på totalt 2,1 mia. kr. (Totalkredit + DLR).

Trods udvidelsen af aktiviteten er der kun udsigt til lav fremgang i de samlede indtægter for hele 2018. Vi skønner samlet kun +2 %. Det ekstremt lave renteniveau er hovedproblemet på dette punkt. Tabene på udlån er små, men de nye regler med skærpede (hurtigere) procedurer for hensættelser vil indebære et lidt højere niveau end tidligere. I praksis skulle det gerne føre til opbygning af en skjult reserve, og dermed at et eventuelt ryk opad i tab fremover vil kunne klares lettere.

Fordelene ved forøgelsen af egenkapitalgrundlaget kommer altså først i 2019 og videre frem. Tilsvarende skal "Nye veje" strategien sættes i gang og styres på plads i praksis. Først når der er opnået fremdrift (momentum i finanssprog) i dette forløb, vil resultaterne kunne bedømmes. Opgjort som resultat pr. aktie (EPS) vil der i praksis blive tale om en belastning, idet de nytillførte penge ikke umiddelbart vil generere ekstra indtægter som følge af det lave renteniveau. Vi forventer et uforandret niveau for nettoresultatet, men der er nu 1/3 flere aktier til at dele kagen. Afkastet vil komme i form af den omtalte rentebesparelse på ca. 30 mio. kr. årligt fra 2019 og indirekte ved virkningen via Sparekassens forbedrede solvensgrundlag, så aktiviteten i form af især udlån kan udvides og der på længere sigt kan opnås højere overskud. 2018 bliver kort sagt et overgangsår med forberedelse og start på vækstplanens gennemførelse.

### Opsummering af perspektivet i strategiplanen "Nye veje" (2018-21) set fra investorernes synspunkt

Visionen er, at Sparekassen skal være "det markedsledende lokale og digitale alternativ til de landsdækkende banker". Med andre ord vil man kæmpe "head on" med de store banker og satse på især privatkundernes positive holdning til nærhed med et pengeinstitut i øjenhøjde. Sparekassen har en jordnær profil på samme niveau som kunden og fremstår ikke som en multinational koncern i højfinansien. Kundemæssigt satses der på private og mindre erhvervs-kunder. Sidstnævnte skal på længere sigt give mulighed for større kreditgivning (forbedre renteindtægterne og reducere overskudslikviditeten). Stor spredning uden store engagementer skal forhindre alvorlige enkeltstående tab, altså lav risikoprofil som en sparekasse.

På det konkrete niveau med handlingsplaner for den operationelle indsats kan der 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.

Økonomisk er det målet at opnå en forrentning af egenkapitalen på 9-11 % (2017: 9,4 %). Det vil kræve et markant løft. Indtægterne målt i forhold til driftsudgifterne skal derfor op på 1,7 x (2017: 1,34), og de løbende udgifter skal højst udgøre 1,75 % af forretningsomfanget (indlån + udlån + garantier; 2017: ca. 2,0 %). Effektiviseringen skønnes at svare til en forbedring på ca. 100 mio. kr. Der vil være tale om et positivt, dynamisk forløb, hvor vækst og øget salgsindsats skal give fremgangen. Da der ikke skal skæres ned men tværtimod ekspanderes, drejer det sig om at udnytte de forbedrede rammer i Sparekassen, som er opbygget i de seneste år i organisationen og i form af det forstærkede kapitalgrundlag. Begejstringen for projektet burde ikke være noget problem hos hverken ledelsen eller medarbejderne. Den afgørende restriktion på handlefriheden er risikostyringen og niveauet for solvensdækning. Her er den ønskede norm fastlagt til mindst 13 % ud fra egentlig kernekapital. Dette tal lå i Q1 på 10,2 % men er forbedret til 12,2 % ved aktietegningen, der blev afsluttet i april, så vidt vi kan beregne disse informationer. Her er der altså fortsat behov for en forbedring, hvilket vil være muligt ved at reducere vægten af sektoraktier mv. Den samlede kapitalprocent skal efter Planen være på mindst 17 % og er med de tilførte penge nu nået helt oppe på 18,8 %.

Egenkapitalen udgør efter aktietegningen 2,6 mia. kr. En egenkapitalforretning på 9-11 % svarer derfor til et nettooverskud på 235-285 mio. kr. (midtpunkt: 260 mio. kr.). I 2017 var tallet 201 mio. kr. Der er altså udsigt til et løft på ca. 30 % vurderet ud fra dagens forhold. Det faktiske forløb vil foregå med 2021 som tidsramme og derfor i en gradvis proces. Pointen er, at der er udsigt til en positiv udvikling af et omfang, som vil indebære et niveauskift.

Det skal bemærkes, at der ikke er præsenteret mål for balanceposternes vækst (indlån, udlån mv.). Fokus er tydeligt lagt på forbedring af indtjeningen via vækst, og set fra investorernes synspunkt er det et afgørende punkt. Det er pay back tid til ejerne, som tålmodigt har stillet kapital til rådighed for Sparekassen's betydelige ekspansion: nu skal der tjenes penge på denne offensiv og betales udbytte den anden vej til ejerne. Strategiplanen må bedømmes som et positivt tilsagn om udsigt til fremgang for virksomheden.

## Risikoprofil angående kapitalforhold og likviditet

Solvensberegningerne omfatter en række ordninger ud over den simple 8 % regel pga. tilføjelser af supplerende regler. Kapitalprocenten er ultimo Q1 2018 opgjort til 16,1 (efter aktietegningen: 18,8 %), hvoraf den egentlige egenkapital dækker 10,2 % (efter aktietegningen: 12,2 %). Det individuelle kapitalkrav beregnes til 9,03 %, hvortil kommer et bufferkrav på 1,88 %, altså i alt 10,91 %. Det samlede omfang af udlån og garantier er på 16,4 mia. kr., hvilket svarer til kun 6,3 x egenkapitalen, altså en lav gearing. Justeres egenkapitalen for immaterielle aktiver er gearingen 7,1 x, hvilket stadigvæk er et lavt niveau. Likviditetsoverskuddet er særdeles stort, idet indlånet overstiger udlånet med 5,2 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 risikoeksponering (mulighed for kurstab). Risikoprofilen er ligeledes lav vurderet ud fra Finanstilsynets såkaldte Tilsynsdiamant, der søger at opstille de vigtigste parametre for den løbende udvikling. Ideen i Tilsynsdiamanten er at etablere en let sammenlignelig advarselslampe. Ledelsen har en kreditpolitik med et maksimumbeløb på 75 mio. kr. per kunde, og det udgør et vigtigt punkt i denne sammenhæng. Eksponeringen over for kunder i landbruget udgjorde 7,4 % af udlån og garantidebitorer ultimo 2017.

## De fem målepunkter og de aktuelle opgørelser:

Pejlemærke	Grænseværdi	Koncernen 31.03.2018
<b>Summen af store eksponeringer</b> (nyt pejlemærke)	<b>&lt; 175 %</b> af den egentlige kernekapital	<b>126,8 %</b>
<b>Summen af store engagementer</b> (gammelt pejlemærke)	<b>&lt; 125 %</b>	<b>0,0 %</b>
<b>Udlånsvækst p.a.</b>	<b>&lt; 20 %</b>	<b>8,9 %</b>
<b>Ejendomseksponering</b>	<b>&lt; 25 %</b> af udlån og garantier	<b>13,8 %</b>
<b>Likviditetsoverdækning</b>	<b>&gt; 50 %</b>	<b>228,4 %</b>
<b>Stabil funding</b>	<b>&lt; 1,00</b> Udlån / arbejdende kapital fratrukket obligationer med restløbetid under 1 år	<b>0,55</b>

## Aktiens forhold

Provenuet fra aktietegningen skal benyttes som grundlag for gennemførelse af 2021-strategiplanen "Nye veje". Forretningen udvikler sig positivt med nedbringelse af tab på udlån, ekspansion med etablering af nye filialer og en markant stigning i antallet af kunder. På den negative side er der dog udefrakommende faktorer som har stor vægt, nemlig introduktion af flere skærper i bankreguleringen og den administrative forvaltning af disse regler i praksis. Det har medført forøgede krav til kapital, og det er suppleret af de nye regnskabsregler IFRS 9 såvel som NEP-kravene, der skal indføres fra 2019. Resultatmæssigt har Sparekassen klaret sig godt, men fremgangen er i hovedsagen opnået "indirekte" via øget volumen til at opveje lavere indtjeningsmarginaler og direkte i form af en reduktion af hensættelserne. Modgang i rentemarginalen skyldes det lave renteniveau. Konkurrencen er uforandret. Selv om der altså leveres flere ydelser og udlån til kunderne, ædes denne volumenforøgelse op af let faldende marginal. Indtægterne udviser samlet set lav vækst, mens omkostningerne er blevet øget ved udvidelsen med flere filialer.

Aktiemæssigt er Sparekassen ikke blevet en succes i første omgang, og nu indledes så næste forsøg. Upside potentialet er klart til stede i form af en sund forretning med udsigt til fremgang og meget lav prisfastsættelse af aktien, men udfoldelsen heraf vil afhænge af en række interne og eksterne forhold: Vækst og indtjening inklusive den faktiske effektivisering i et dynamisk forløb, adgang til fortsat samarbejdet med Totalkredit og DLR, konjunkturforløbet, branchens strukturudvikling og endelig forholdene omkring regulering/kontrol (Finanstilsynet).

Perspektivet er en forbedring af Sparekassens markedsandel i de kommende år med fokus på tilgang af almindelige kunder med lav risikoprofil. Årene med udrulningen af strategiplanen frem til 2021 tegner således til at blive karakteriseret af indhøstning af resultater og dermed højere indtjening. Det er hovedopgaven. Set i forhold til de ledende danske banker vil egenkapitalforrentningen dog fortsat ligge lidt lavere, men det afspejler både markant lavere volumen (gearing) og håndtering af mere simple bankydelse til detailkunder. De stores tal er i øjeblikket på 11-12 % som niveau. Sparekassen præsterer 8-9 %, hvilket endog omfatter positiv påvirkning fra lavere skattebelastning pga. særlige forhold.

Indtjeningsmæssigt opnår man i år små fordele ved omlægningen og styrkelsen af kapitalgrundlaget. Forbedringerne fra "Nye veje" vil heller ikke få megen vægt i år men gradvis tage til i styrke frem mod 2021 - og videre frem herefter.

Indtjeningen pr. aktie (EPS) i 2018 estimerer vi til 12,2 kr. Indregnes den fulde virkning af ændringer for de ansvarlige lån (proforma) kan der skønnes ekstra 1,2 kr. pr. aktie. P/E er dermed 8,8 (107/12,2). Niveauet for Danske Bank og Nordea er 11-12. Indre værdi af aktien efter tegningen er 151, således at kurs/indre værdi forholdet ligger på 0,7. De to store banker handles til ca. 1,2., altså betydeligt højere.

Børsmæssigt skal det forøgede flow af aktier nu falde på plads, og en del "løst materiale" skal finde nye og stærkere hænder med et motiv om et langsigtet engagement som aktionær. Udsigten for aktiens kursudvikling er derfor positivt men med behov for en tålmodig attitude, da det er umuligt på forhånd at afgøre, hvor hurtigt og stærkt Sparekassen kan udvikle sig som virksomhed. Vi kan kun sige, at man burde have gode odds for at lykkes – både for Sparekassen og dens aktie. Vi forventer, at en stor aktietegning ikke vil blive gentaget, og at udbuddet af aktier derfor er bragt på plads mange år frem. Risikoprofilen vurderer vi som lav.

Konklusionen for aktien er køb på både kort og langt sigt, men sikkerheden i denne vurdering er størst på langt sigt, idet der jo kan indtræffe pludselige "eksogene stød" på kort sigt. Afslutningsvis skal udbyttespørgsmålet omtales. Der blev ikke udloddet udbytte for 2017, hvilket er et enkeltstående tilfælde. Vi formoder, at der for 2018 vil blive betalt udbytte ud fra den oprindelige plan for udlodningens omfang, dvs. et niveau svarende til ca. 25 % af overskuddet. Derfor gætter vi på 3,0 kr. pr. aktie.

## Regnskabstal

mio. kr.	2014	2015	2016	2017	2018E
Nettorenter + udbytter	603	616	569	570	580
Gebyrer + andet netto	324	408	413	440	470
Driftsudgifter inkl. afskr.	613	644	696	750	780
Basisresultat	314	380	286	260	270
Nedskrivninger	257	150	107	33	50
Kursregulering mv.	58	-94	49	46	40
Res. før skat	115	136	228	273	260
Skat	4	8	-12	-16	-15
Nettoresultat	119	144	216	257	245
Hybridkapitaludgift		60	56	56	50
Aktionærers nettores.		84	160	201	195
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	180
Efterstillede lån	1.148	995	996	988	N/A
Egenkapital	1.634	1.939	2.058	2.228	2.750
Garantier mv.	3.929	3.773	4.735	5.213	5.100

## Seneste analyser:

Dato	Kurs	Anbefaling:	
		Kort sigt	Langt sigt
27-03-2018	108	Køb	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 Svendsen 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.