

- Aktien er ny på børsen, og over tid vil der opstå en større spredning fra udgangspunktet i Sparekassens egen kundekreds. Lanceringen på børsen fandt sted uden et direkte udbud af aktier. En række økonomiske forhold påvirkes af børsnoteringen eller er under forandring, hvilket gør det vanskeligt at bedømme børsrapiret. Kursniveauet må vurderes som særdeles lavt, og aktien udgør derfor en attraktiv men langsigtet placeringsmulighed.
- Aktien handles til kurs/indre værdi 0,6, hvilket kan sammenlignes med de store danske bankers niveau lige over 1,0. Tilsvarende kan P/E (16E proforma) estimeres til kun 7,2.
- Nedskrivningerne på kreditter reduceres. Eksponeringen mod landbrugskunder udgør 8 % af udlån og garantier, som den pt. vigtigste risikogruppe. Der følges en generelt forsigtig linje angående kreditgivning, hvilket også gælder for håndteringen af den store overskudslikviditet på 6,5 mia. kr. Tallet skyldes et stort overskud af indlån i forhold til udlånet.
- Risikoprofilen må anses for lav med en gearing (udlån + garantier målt i forhold til egenkapitalen) på kun 6,6x.
- Udviklingsplanen for Sparekassen sigter mod udvidelse af kundekredsen af private via organisk vækst og ved øget geografisk dækning med filialer. Nordsjælland og Københavns omegn skal erobres. Man ønsker at optræde som et lokalt pengeinstitut, der er stort nok for alle almindelige kunder. Fokus er hele tiden lagt på en lav risikoprofil. Målet er en væsentligt højere markedsandel og en forskydning af den meget store likvide reserve med lavt afkast over til udlån med en højere rentemargin.
- Risikomæssigt må de generelle økonomiske samfundsforhold og strukturen i finansbranchen anses som de vigtigste punkter. Et eventuelt oprud inden for dansk realkredit er en latent mulighed. Evnen til fortsat at kunne håndtere realkreditlån via Totalkredit/Nykredit samarbejdet er et vigtigt punkt, og en ændring her vil straks kræve en tilpasning fra Sparekassens side.
- Aktien rummer for os at se et attraktivt upside potentiale i kombination med en moderat risikoprofil. Den forekommer derfor mest velegnet for langsigtede investorer.

## Anbefaling:

Aktuel Kurs: 90

Børs: MidCap

Markedsværdi: 1.173 mio. kr.

Antal aktier: 13,031 mio. styk

Næste regnskab: Q2 regnskab den 25-08-2016

Kort sigt: Hold

Langt sigt: Køb

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 85 - 100

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 110 - 140

Tidligere anbefaling: Ingen (start på analysedækning)



Kursgraf siden børsnotering i december 2015



Kursudvikling siden børsnotering:

Høj 99,0 / Lav 77,5

## Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

I Q1 rapporten fastholdes forventningen til hele årets resultat efter et tilfredsstillende forløb med et resultat før skat på 66 mio. kr. (51). Guidance er en basisindtjening (før nedskrivninger på udlån, kursreguleringer mv.) i intervallet 367-407 mio.kr. Nedskrivninger på udlån faldt i Q1 fra 53 til 39 mio. kr. Internt ændres strukturen, idet Sparekassen Fyn overdrages til moderselskabet og IT serviceringen samles hos Bankdata (forventet besparelse i 2017 på 20-25 mio. kr.).

### Muligheder

Sparekassen kan udnytte sin profil med lokal tilstedeværelse, og en størrelse som passer til private kunders behov. Nærhed og god service er parametre i kampen om at vinde privatkunder fra de store banker. Økonomisk vækst og stigende boligpriser vil give fornyet vækst i udlånet og forbedre indtjeningen. Når der fremkommer et løft i renteniveauet, vil afkastet på den store likviditetsreserve (6,5 mia. kr.) stige fra den nugældende situation med minimalt afkast.

### Risici

Afvikling af udlån skal fortsætte inden for de forventede rammer for tab. Realkredit har stor betydning og er afhængig af fortsat samarbejde med Nykredit/Totalkredit. Ændringer i strukturen i den danske finansverden eller nye tiltag med "disruption" kan påvirke negativt. Normalisering af det lave renteniveau vil næppe forøge tabene på udlån væsentligt men forbedre afkastet på likvide reserver. Aktien er ny på børsen og skal vinde indpas her.

## Facts om Sparekassen Sjælland – Fyn

- Sparekassen med hovedkontor i Holbæk har udvidet sit virkefelt via opkøb fra Nordvestsjælland til hele Sjælland. Der er fortsat begrænset, men dog stigende forretningsomfang i Storkøbenhavn. Aktiviteten på Fyn fremkom ved overtagelse af den tidligere Sparekassen Fyn (oprindeligt Sparekassen Faaborg). I år sammenlægges de to og navnet er derfor netop blevet ændret fra Sparekassen Sjælland til Sparekassen Sjælland – Fyn.
- Sparekassen har 42 lialer og 553 medarbejdere. Der er 143.000 kunder. Kundemæssigt fokuseres på private og mindre erhvervs-kunder. Maksimumgrænsen for nye kunders kreditter og garantier er fastsat til 75 mio. kr. Lokal tilstedeværelse med filialer anses af ledelsen som en afgørende parameter i konkurrencen, og derfor udvides nettet, mens store banker skærer hårdt ned på disse.
- Produktmæssigt tilbydes almindelige kunder alle normale bankydelse. Aktivitet med specielle finansielle kontrakter og store professionelle kunder overlader man til de store banker.
- Realkredit ydes via en samarbejdsaftale med Totalkredit (Nykredit) indgået sammen med en række andre lokale pengeinstitutter. Man er ligeledes medejer og partner med DLR inden for landbrug.
- Strukturen i indtægterne mellem hovedposterne renter og gebyrer er 60/40 %. Fordelingen af udlån og garantier på kundetype i erhverv/private er tilsvarende 53/47 %.
- I 2015 blev sparekassen omdannet til aktieselskab og straks efter børsnoteret i december måned.
- På langt sigt er målet at udvide udlånet (og dermed indtjeningen), så det balancerer bedre med indlånet. Væksten skal opnås via øget salgsindsats og åbning af flere filialer, primært i Københavns omegn.
- Solvensmæssigt opfyldes kravet til kapital med 15,9 %. Kapitalbehovet er opgjort til 9,9 %.
- Ejerforhold: Fonden for Sparekassen Sjælland 6,5 %, AP Pension 6,4 %. Samarbejdspartneren Købstædernes Forsikring har oplyst om en aktiepost på under 5 %. Ultimo 2015 havde selskabet ca. 25.300 aktionærer. Da Sparekassen Fyn blev købt fra aktionærerne her, afspejler aktionærkredsen fortsat udgangspunktet med kunderne på Sjælland.

## Ekspansion med opkøb er baggrunden for børsnoteringen

Sparekassen udnyttede behændigt sin kapitalmæssige styrke til at overtage interessante aktiviteter blandt nødstedte konkurrenter i kølvandet på Finanskrisen. De to vigtigste tilkøb har været en portefølje af sunde kunder fra Max Bank, Næstved, og overtagelsen af Sparekassen Fyn, der blev købt i sin helhed via et bud. Prisen var særdeles lav, og afviklingen af de problemramte engagementer ser ud til at forløbe som forventet. Denne proces er endnu ikke afsluttet. I dette datterselskab er der desuden oparbejdet et stort skattemæssigt underskud.

Hensigten med børsnoteringen er at indrette sig efter de skærpede EU-regler for kapitalgrundlaget. Den traditionelle struktur med kapital via garantier og akkumulerede reserver (selveje) er i klemme. Garantier kan nemlig normalt med et varsel kræve tilbagebetaling, hvorved egenkapitalen (solvensgrundlet) vil blive reduceret. Perspektivet er derfor, at de fleste større sparekasser i de kommende år vil blive omdannet til aktieselskaber og børsnoteret.

Efterveerne af Finanskrisen er ved at være overstået. Situationen for dansk landbrug er dog fortsat alvorlig, men her er Sparekassens eksponering heldigvis kun på 8 % af udlån og garantier. Den generelle forbedring af de økonomiske forhold i Danmark betyder, at der ikke er mulighed for flere attraktive opkøb. Den tid er forbi. Nu gælder det organisk vækst baseret på egen salgsindsats, dvs. højere markedsandel.

Styrken består i kapitalgrundlaget og likviditeten, der søges anvendt til vækst inden for private kunder. Åbning af filialer skal udnytte det tomrum, som de store bankers nedlukninger efterlader. Tilsvarende prøver man at profilere sig som lokalt nærværende og positivt indstillet over for nye kunder, der føler at de her kan få et mere ligeværdigt forhold end i store banker. Sparekassen er i stand til at klare ethvert behov for bankydelse hos rigtige, normale kunder. Kapaciteten størrelsesmæssigt og angående mere avancerede produkter udgør derimod en begrænsning i evnen til at betjene store erhvervs-kunder. På det punkt indtager ledelsen en pragmatisk holdning og ønsker ikke at eksponere sig mod store kunder. Maksimumgrænsen for kreditengagementer er sat ved 75 mio. kr. for nye erhvervs-kunder. Tilsvarende må man acceptere, at enkelte kunder kan vokse sig så store, at de vil skifte helt eller delvis til et større pengeinstitut.

Kapitalgrundlaget rummer plads til en markant udvidelse af udlånet, og det samme gør sig i endnu højere grad gældende for likviditeten. Indlånet er pr. 30-03-2016 på 14,5 mia. kr., mens udlånet kun udgør 9,7 mia. kr. Netto råder Sparekassen på dette tidspunkt over 6,5 mia. kr. i likvide aktiver, primært obligationer. Vedvarende nedbringelse af udlån har hidtil oversteget tilvæksten i nye udlån, men denne overgang er ved at være klaret. Det samlede udlån må ventes at stige efter indeværende år.

## Aktien som investering

Børsnoteringen indledtes i december 2015 uden et direkte udbud, men forudgående var der gennemført et forløb med omdannelse og dermed mulighed for ombytning af garantikapital til aktier. Det store antal aktionærer er fremkommet via denne gennemgribende strukturændring og fremtidssikring af virksomheden. Aktiemæssigt indebærer det imidlertid, at den cirkulerende mængde af aktier er tæt knyttet til Sparekassen, og i de kommende år vil der gradvis opstå en spredning og dermed en bredere ejerkreds. Disse nye aktionærer vil optræde i rollen som investorer uden nogen kundemæssig relation som baggrund, og derfor vil en afkastmæssig vurdering af aktiens potentiale og risiko være afgørende. Strukturen med "begynderstatus" på aktiemarkedet indebærer kort sagt, at aktien pt. prissættes lavere end tilsvarende pengeinstitutter med mange års børshandel bag sig. Over tid burde det blive normaliseret.

Renteudgiften til garantikapitalen ophører og erstattes af udlodning af udbytte. Sparekassens øvrige indtjeningsforhold er lidt vanskelige at vurdere, da der er en række ekstraordinære poster. Der er udsigt til lavere renteudgifter på grund af udløb af højrentekonti. Desuden er der afholdt engangsudgiften ved børsomdannelsen i 2015. Fra næste år opnår man fordele ved sammenlægningen af IT. I oktober måned skiftes nemlig til Bankdata, hvilket vil udløse engangsomkostninger til konvertering. Skattemæssigt kan selskabet udnytte underskud fra tidligere år, hvorved indtjeningen tre-fire år frem ikke vil blive belastet med normal beskatning. Der er aktiveret udskudt skat for et beløb på 166 mio. kr.

Forretningsmæssigt er det vigtigt at fortsætte nedtrapningen af udlån med tabsrisici. I den løbende drift drejer det sig om at minimere tab på landbrugskunder, der pt. må anses for den største udfordring. Imidlertid er eksponeringen på mindre landbrugskunder. I den henseende er der forskel på landbrugskunder i Jylland og Sjælland, da landbrugsbedrifterne generelt er mindre på Sjælland – og dermed også efter vores mening risikoen. Vækstmæssigt består opgaven i at forøge antallet af privatkunder og få succes med etableringen af nye filialer. Aktiviteten med udlån er svær at udvide, og her indgår restfinansiering af boliger (ud over realkreditens loft med 80 % belåning) og formidling af disse realkreditlån som vigtigste punkter. Kunder af denne type har udsigt til mange år hos pengeinstituttet, såkaldt Long Tail struktur med indtjening år efter år, samtidig med at risikoen reduceres, som tiden går.

Det vil dog tage tid at få sat skub i udvidelsen af udlånet baseret på tilgang af nye kunder. Et problem i disse år er det lave renteniveau, som begrænser afkastet på den store overskudslikviditet. Her følger man en forsigtig linje med placeringerne for at begrænse kurstab, når renten atter begynder at stige. Før eller siden vil der kunne opnås en markant forbedring af indtjeningen ved en stigning i renteniveauet, men en sådan normalisering er fortsat ikke i sigte.

Såfremt indtjeningen udvikler sig tilfredsstillende i de nærmest kommende år i et lavvækst scenarie uden nogen markant udvidelse af udlånets størrelse, og renteniveauet forbliver lavt, må der forventes en ændring omkring den ansvarlige lånekapital. Man vil nemlig blive i stand til at indfri disse lån takket være en stigning i egenkapitalen. Et positivt forløb med vækst vil naturligvis give større værditilvækst for aktionæerne, men trimning af udgifterne vil fortsætte, hvis væksten udebliver. Det er den anden og dårligere vej frem.

For indeværende år er der udsigt til en lille nedgang i basisindtjeningen (2015: 411 mio. kr.). Øvrige regnskabsposter tegner til at udvise en markant forbedring som følge af lavere nedskrivninger på udlån mv. Kursreguleringerne var negative i 2015 med 58 mio. kr., og en forbedring er derfor sandsynlig, men uanset en forsigtig placeringspolitik kan der opstå negative kursudsving frem til statusdagen. Denne post påvirker nettoresultatet med relativ stor kraft og er en usikkerhedsfaktor. Udgiften til hybridkapital bogføres formelt som en del af nettoresultatet (overskudsdisponering, men reelt påtvunget jf. vilkårene ved udstedelsen). Set fra aktionærernes synspunkt er det en regulær udgift, og vi betragter derfor posten som sådan, da det drejer sig om at estimere indtjeningen per aktie. En faktisk skattebetaling vil først fremkomme om nogle år, og det udgør ligeledes et specielt punkt i bedømmelsen af aktien. Indtjeningen før skat er derfor det afgørende tal set fra aktionærernes synspunkt, så længe denne situation gør sig gældende. Vi estimerer et overskud før skat i intervallet 200-220 mio. kr. Omregnet proforma ved fuld dansk selskabsskat svarer det til 155-170 mio. kr. (EPS 11,9-13,0 kr.). Egenkapitalens forretning proforma kan dermed anslås til 7,7-8,5 %. Til sammenligning forventes de største danske pengeinstitutter i 2016 at præstere en forretning af egenkapitalen på 10-12 %. En afgørende forskel er dog risikoprofilen. Sparekassen har en gearing (udlån + garantier målt i forhold til egenkapitalen) på kun 6,6x. Nøgletallet for Nordea og Danske Bank er tilsvarende på 11,4x for begge. Lav kreditvolumen indebærer både lavere indtjening og risiko.

Kurs/Indre værdi forholdet ligger betydeligt lavere for Sparekassen end de to største banker, nemlig 0,6 (90/146) mod Nordea 1,1 (59/53,6) og Danske Bank 1,2 (179/149). Udbyttepolitikken i Sparekassen sigter mod udlodning af 25 % af årets overskud, og der blev betalt 3 kr. for 2015 uanset det sene tidspunkt for selskabsomdannelsen. Aktien er prissat meget lavt. P/E (proforma 16E) kan opgøres til kun 7,2 (90/12,5). Perspektivet er en bredere interesse for papiret i de kommende år og dermed mulighed for en pæn kursudvikling.

**Regnskabstal**

<b>mio.kr.</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016PFE</b>
Nettorenter + udbytter	493	519	603	616	610
Gebyrer + andet netto	260	623	324	408	400
Driftsudgifter inkl. afskr.	477	548	613	644	660
Basisresultat	277	594	314	380	350
Nedskrivninger	249	1.460	257	150	125
Kursregulering mv.	-6	-30	58	-94	50
Res. før skat	22	-895	115	136	275
Skat	-2	152	4	8	-45
Nettoresultat	20	-743	119	144	230
Hybridkapitaludgift				60	60
Aktionærers nettores.				84	170
Balance	16.983	20.099	19.322	18.730	19.500
Nettolikviditet	4.069	6.371	7.111	6.547	6.750
Udlån	9.259	10.906	9.981	9.763	9.900
Indlån	11.713	15.723	15.315	14.633	14.750
Immaterielle aktiver	213	186	174	162	150
Aktiveret skat	0	150	155	168	175
Efterstillede lån	636	1.282	1.148	995	1.000
Egenkapital	2.216	1.529	1.634	1.939	2.100
Garantier mv.	1.975	2.915	3.929	3.773	3.900

2016PFE: Proforma estimat ved fuld selskabsskat.

**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.