

Sparekassen Sjælland – Fyn må vurderes som en god langsigtet placeringsmulighed

- Sparekassen Sjælland - Fyn er rykket opad i størrelse og betydning via de opkøb, der blev foretaget i kølvandet på Finanskrisen. Integrationen af Sparekassen Fyn er nu færdiggjort, og afviklingen af uønskede kreditter er ligeledes klaret. Fremover gælder det om at ekspandere organisk blandt almindelige detailkunder, der er nået op på at udgøre 148.654.
- Som parameter i konkurrencen bruges oprettelse af filialer, mens de store banker gør det modsatte. En digital sparekasse er desuden ved at blive etableret, og den vil være rettet mod unge mennesker og give adgang til også at betjene kunder i Jylland.
- Økonomisk står Sparekassen stærkt mht. solvens og likviditet. Sidstnævnte ønskes reduceret og anvendt til udlån i større omfang, da det vil forbedre indtjeningen. Generelt er Sparekassen negativt påvirket af det lave renteniveau. Stærk likviditet er ikke en styrke i disse år, men det kommer vel tilbage.
- Risikoprofilen må vurderes som lav med en gearing (udlån + garantier målt i forhold til egenkapitalen) på kun 1:7,4.
- Egenkapitalen forrentes med ca. 8 % efter skat.
- De ydre rammer i finanssektoren er vigtige for Sparekassen. Det gælder især adgangen til at kunne formidle realkreditlån via Totalkredit/Nykredit og fortsat eksistens af IT-plattformen Bankdata. Et eventuelt opbrud inden for dansk realkredit udgør en latent mulighed/trussel, der vil kunne klemme de mindre pengeinstitutter.
- Aktien handles til P/E(17E) 9,3, et direkte udbytteafkast på 2,5 % og kurs/indre værdi 0,8. Der er tale om en markant lavere vurdering end de store bankers aktier, skønt disse må anses for at have en langt højere risikoprofil.

Anbefaling:

Aktuel Kurs: 127

Børs: MidCap

Markedsværdi: 1.655 mio. kr.

Antal aktier: 13,031 mio. styk

Næste regnskab: Q1 regnskab 10-05

Kort sigt: Hold (før køb)

Langt sigt: Køb

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 120 - 140 (før 100-110)

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 140 – 160 (før 110-140)

Tidligere anbefaling: Køb/Køb ved 103 (22-11-2016)



Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Ledelsen forventer en basisindtjening på 290-330 mio. kr. Udgifterne vil blive reduceret efter IT-sammenlægningen i efteråret 2016. Hensættelser påregnes at falde til ca. 75 mio. kr. fra 107 mio. kr. Udlånet ventes udvidet ved tilgang af kunder og generel øget aktivitet. Nye filialer vil blive oprettet (Helsingør og Frederiksværk) som led i vækstplanen. Organisk vækst er det centrale punkt.

Kursgraf seneste 12 måneder



Kursudvikling siden børsnotering:

Høj 127 / Lav 77,5

Muligheder

Udvidet markedsandel blandt private og mindre erhvervs-kunder skal give organisk vækst. Den store likvide reserve (6,8 mia. kr.) kan nemlig opnå et langt højere afkast ved udlån. Filialer, god service og nærhed bruges for at tiltrække nye kunder og opnå vækst. Geografisk udvides i Københavns omegn, Nordsjælland og på Fyn. Afkastet af overskudslikviditeten vil stige, når renteniveauet atter løftes op på et mere normalt niveau end det nuværende.

Risici

Lave - og endog negative - renter vil kunne påvirke indtjeningen nedad. Manglende succes for offensiven rettet mod private og erhvervs-kunder kan ødelægge planen om at øge indtjeningen ved et højere aktivitetsniveau. Strukturudviklingen i branchen for banker og realkredit er vigtig. Fortsat adgang til at formidle realkreditlån via samarbejdet med Totalkredit (Nykredit) er et meget vigtigt punkt.

Facts om Sparekassen Sjælland – Fyn

- Sparekassens hovedkontor er placeret i Holbæk. I årene efter Finanskrisen udnyttede ledelsen behændigt den økonomiske styrke til at overtage sunde dele af nødlidende banker. Geografisk blev dækningen udvidet fra Nordvestsjælland til at dække hele Sjælland. I Storkøbenhavn er aktiviteten samlet i forstadsområderne, hvor man oplever betydelig fremgang i antallet af kunder. Aktiviteten på Fyn fremkom ved en direkte overtagelse af Sparekassen Fyn (oprindeligt Sparekassen Faaborg). I oktober 2016 er de to blevet samlet, og firmanavnet er derfor ændret fra Sparekassen Sjælland til Sparekassen Sjælland – Fyn. I Odense oplever Sparekassen stor tilgang af nye kunder.
- Sparekassen har 47 filialer og 546 medarbejdere. Der er 149.000 kunder, heraf ca. 30 % på Fyn. Fokus er lagt på 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 en afgørende parameter i konkurrencen. Derfor udvides filialnettet år for år, mens de store landsdækkende banker gør det modsatte ved at skære hårdt ned ude i landet. Der blev åbnet tre nye filialer sidste år, og to nye (Helsingør og Frederiksværk) er på vej i år.
- Produktmæssigt tilbydes alle normale bankydelse. Aktivitet med specielle finansielle kontrakter og betjening af store professionelle kunder overlader man derimod til de store banker.
- Realkreditlån ydes 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 inden for udlån til landbrug.
- Strukturen i indtægterne mellem hovedposterne renter og gebyrer er 60/40 %. Fordelingen af udlån og garantier på kundetype i erhverv/private var tilsvarende 50/50 % ultimo 2016.
- I 2015 blev sparekassen omdannet til aktieselskab og straks efter børsnoteret i december måned. Sammenligning af regnskabstal med tidligere år er vanskelig pga. en række ændringer relateret hertil.
- På langt sigt er målet at udvide udlånet (og dermed indtjeningen), så det balancerer bedre med indlånet. Væksten i udlånet var sidste år på 7 % - men reelt højere som følge af afvikling af uønskede engagementer. Fremgangen skal opnås ved øget salgsindsats og åbning af flere filialer, primært i Nordsjælland.
- En digital sparekasse er ved at blive færdigudviklet for at udnytte nye IT-muligheder, hvilket gerne skulle føre til tilgang af en bredere kreds af kunder i de yngre generationer, ligesom kunder i Jylland kan føjes til.
- Solvensmæssigt opfyldes kravet til kapital med 15,6 %. Kapitalbehovet er opgjort til 9,3 % mod 9,7 % året før.
- Lars Petersson (født 1967) er administrerende direktør. Thomas Kullegaard (født 1953) er formand for bestyrelsen.
- Ejerforhold: 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.

Ekspansion med opkøb efter Finanskrisen var baggrund for børsnoteringen - nu gælder det organisk vækst

Sparekassen udnyttede sin kapitalmæssige styrke til at overtage udvalgte og interessante aktiviteter fra 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 på aktierne. Prisen var særdeles lav for sidstnævnte, der omfattede gode som dårlige kunder. De bogførte værdier var nedskrevet voldsomt. Afviklingen af de problemramte engagementer er forløbet som forventet og er nu afsluttet. Dette datterselskab har derfor oparbejdet et stort skattemæssigt underskud. Selve driften i det fynske datterselskab blev sidste år overdraget til moderselskabet.

Hensigten med børsnoteringen var at indrette sig i forhold til de skærpede EU-regler for kapitalgrundlaget. Den traditionelle struktur for sparekasser med kapital tilført via garantier og akkumulerede reserver (selveje) presses udefra. Problemet er, at garantier normalt med et varsel kan kræve tilbagebetaling, hvorved egenkapitalen (solvensgrundlaget) vil blive reduceret. Perspektivet er derfor, at de fleste større danske sparekasser i de kommende år vil blive omdannet til aktieselskaber og børsnoteret - altså ophør af den hidtidige struktur. Køb og salg af aktierne påvirker nemlig ikke en sådan sparekasses (Aktieselskab) kapitalgrundlag og solvens, da det sker uden for virksomheden imellem investorerne.

Efterveerne af Finanskrisen er ved at være ovre. Landbrug er fortsat en sektor med vanskelige forhold, men andelen af udlånet hertil udgør kun 7 %, og der er nedskrevet 107 mio. kr. på disse udlån og garantier. Finansbranchen har atter normale forhold, og opkøb kan derfor ikke længere gennemføres på attraktive vilkår. Fremover vil strukturændringer foregå ved fusioner eller tilbud om overtagelse ved opkøb. Sparekassens profil er dog at forblive selvstændig og holde sig væk fra sådanne påfund. I det overordnede spil i finansbranchen drejer det sig om at fastholde Sparekassens adgang til formidling af realkreditlån på gode vilkår og om at råde over en stærk IT-plattform via Bankdata. Det er et faktum, at antallet af mindre pengeinstitutter reduceres, og det kan føre til stigende priser for IT-servicing.

Sparekassens økonomiske styrke består i kapitalgrundlaget og likviditeten. Der er masser af plads til vækst inden for gruppen af kernekunder. Ideen er at åbne filialer for at udnytte det tomrum, som de store bankers lukning af filialer efterlader. Danske Bank lukkede eksempelvis sidste år 10 % af sine filialer. Tilsvarende prøver Sparekassen Sjælland - Fyn at profilere sig som et lokalt nærværende pengeinstitut, der er positivt indstillet over for kunderne og lokalsamfundet. Almindelige kunder skal føle, at de står i et tættere og mere ligeværdigt forhold end i store banker, og Sparekassen er i stand til at klare ethvert behov for normale bankydelse. Kapaciteten i kapitalmæssig størrelse og inden for avancerede finansprodukter udgør derimod en begrænsning i evnen til at betjene helt store erhvervs-kunder. På det punkt indtager ledelsen en pragmatisk holdning, idet man ikke vil eksponere sig mod virkelig store kunder. Maksimum for kreditengagementer er fastlagt til 75 mio. kr. for nye erhvervs-kunder. Linjen afspejler sig også i, at der slet ikke findes såkaldt store engagementer med et omfang på mere end 10 % af Sparekassens kapitalgrundlag.

Solvenstallet beregnes til en dækning på 15,6 % samlet, og ud fra selve egenkapitalen er tallet 9,9 %. Kapitalbehovet angives til at være 9,3 %. Det risikovægtede beløb opgøres til 15,9 mia. kr. mod 14,7 mia. kr. året før, hvilket afspejler en pæn vækst i aktiviteten. Metodemæssigt anvendes den skematiske form, og ikke en avanceret model som store banker benytter for herigennem at reducere deres kapitalkrav. Strukturen i virksomheden er stringent med fokus på ind- og udlån, likviditet og garantier som de afgørende regnskabsposter. Udlånet på 10,5 mia. kr. skal ses i forhold til 15,6 mia. kr. i indlån, og der er således en meget stor likvid reserve til rådighed. Vi beregner tallet til 6,8 mia. kr. ultimo 2016. Gearingsforholdet for udlån og garantier målt i forhold til egenkapitalen er på 1:7,4, hvilket er lavt (solid stilling).

Der er således plads til en markant udvidelse af udlånet både solvensmæssigt og ud fra likviditeten. Det ekstremt lave renteniveau presser i samme retning, da der vil kunne blive opnået en markant forbedring af indtjening ved aktivering af dette potentiale. Men ledelsen ønsker ikke at benytte lette løsninger i form af udvalgte kortfristede erhvervsudlån eller repo forretninger men en robust udvidelse af den egentlige kundebase med udsigt til langvarige aftaleforhold.

Aktien som investering

Sparekassen skal betragtes som en detailkunde orienteret finansvirksomhed med lav risikoprofil. Geografisk dækkes halvdelen af landet, og udvidelsen med en digital sparekasse vil åbne adgang til også at dække kunder i Jylland. Aktien skal derfor sammenlignes med virksomheder som Spar Nord, Sydbank og de største pengeinstitutter i provinsen. Gruppen af børsnoterede sparekasser vil efter alt at dømme blive udvidet med flere mellemstore navne i de nærmest kommende år, da det vil kunne sikre dem adgang til den nødvendige kapital.

Rentabiliteten beregnet som egenkapitalens forretning kan sammenlignes på tværs af finansbranchen, idet tallet dog skal vurderes i forhold til risikoprofilen. For indeværende skønner vi et afkast for Sparekassen på 8,2 %. Overgangen til børsnoteret selskab fra et traditionelt kapitalgrundlag med garantier ændrer regnskabet og dermed sammenligneligheden bagud, men fra og med 2016 er denne fase overstået. Sidste år var dog belastet af særlige poster ved IT-omlægningen i det fynske datterselskab, hvilket påregnes at give en besparelse på driften i år på ca. 25 mio. kr. Et andet vigtigt punkt er skatteforholdene, idet Sparekassen råder over en stor underskudsaldo, hvorved den faktisk betalte skat vil være meget lav i de nærmest kommende år.

De investeringsmæssige hovedtal er et resultat pr. aktie (EPS) på hhv. 12,3 og 13,3 kr. for 2016 og 2017 (estimat). Udbyttet skal fastsættes til 3,05 kr. per aktie, svarende til udlodning af 25 % af årets nettoresultat, hvilket er helt i tråd med den fastlagte udbyttepolitik. Indre værdi af aktien er 159 (inkl. udbytte). P/E (2017E) kan derfor estimeres til ca. 9,3 (127-3,05/13,3), og kurs/indre værdi er tilsvarende 0,8 (127-3,05/159-3,05). Det direkte udbytteafkast fremover tegner til at blive på mindst 2,5 % (3,05/127-3,05). Der korrigeres for udbyttet i disse beregninger, da beløbet vil fragå efter generalforsamlingen, der afholdes 06-04.

Normen for de store danske bankaktier er i øjeblikket P/E-tal på 11-12, hvilket er væsentligt højere end Sparekassens. Tilsvarende er kurs/indre værdiforholdet markant højere med eksempelvis 1,6 for Danske Bank. Da risikoprofilen omvendt er langt højere for de store banker, uddybes forskellen i værdifastsættelse på børsmarkedet. Egenkapitalen målt i forhold til de samlede forpligtelser på balancen (såkaldt leverage ratio) udgør i Danske Bank 4,3 %, mens tallet for Sparekassen ligger på 11,6 %.

Sparekassen er relativ ny på børsmarkedet, og introduktionen i december 2015 fandt sted "hjemmefra" uden et direkte aktieudbud. Ejer kredsen afspejler derfor kundekredsen med centrum i udgangspunktet, Holbæk. I de kommende år vil der ske en spredning og udbredelse af dette ejerforhold. Sparekassen må forventes at udvikle sig positivt ved den målrettede indsats for at opnå en høj organisk vækst. Aktivering af den store likvide reserve via voksende udlån bliver

kernepunktet i at forbedre indtjeningen. Et generelt løft i renteniveauet udgør en Joker med positiv værdi, da det vil forbedre afkastet af likviditeten, men hvornår vil det indtræffe? Kredittabene forventes at falde yderligere.

Der kan dog også fremkomme ændringer i strukturen blandt de største banker, hvilket vil kunne påvirke Sparekassens nuværende placering som Danmarks 8. største pengeinstitut. Hidtil er det kun gået opad på denne liste. Som anført er det vigtigt, at eventuelle ændringer blandt de store aktører i den danske finansbranche ikke kommer til at ødelægge Sparekassens adgang til lukrativ formidling af realkreditlån, ligesom driften af fælles IT-systemer skal kunne opretholdes.

Regnskabstal

mio. kr.	2013	2014	2015	2016	2017E
Nettorenter + udbytter	519	603	616	569	575
Gebyrer + andet netto	623	324	408	413	425
Driftsudgifter inkl. afskr.	548	613	644	696	710
Basisresultat	594	314	380	286	290
Nedskrivninger	1.460	257	150	107	75
Kursregulering mv.	-30	58	-94	49	25
Res. før skat	-895	115	136	228	240
Skat	152	4	8	-12	-10
Nettoresultat	-743	119	144	216	230
Hybridkapitaludgift			60	56	56
Aktionærers nettores.			84	160	174
Balance	20.099	19.322	18.730	19.859	20.500
Nettolikviditet	6.371	7.111	6.547	6.780	7.200
Udlån	10.906	9.981	9.763	10.474	11.000
Indlån	15.723	15.315	14.633	15.647	16.400
Immaterielle aktiver	186	174	162	150	140
Aktiveret skat	150	155	168	162	150
Efterstillede lån	1.282	1.148	995	996	900
Egenkapital	1.529	1.634	1.939	2.058	2.200
Garantier mv.	2.915	3.929	3.773	4.735	5.000

Seneste tre analyser:

Dato	Kurs	Anbefaling:	
		Kort sigt	Langt sigt
22-11-2016	103	Køb	Køb
07-09-2016	100	Hold	Køb
17-06-2016	90	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.