

Konklusionen af denne analyse i korte træk:

- Sparekassen Sjælland- Fyn er kendetegnet af en soliditet langt over det krævede og et stort indlånsoverskud, der over tid vil kunne blive aktiveret i form af stigende udlån (og dermed give øgede indtægter) via ekspansion i et fornuftigt tempo med nye filialer samt en dygtig ledelse, der på samme tid er visionær og konservativ. Desuden råder man over en akkumuleret reserve af skattemæssige underskud, som kan genvindes og indebære lav betaling af skat i de nærmest kommende år.
- Sparekassen fortsætter sin fastlagte strategi med at udvide filialnettet, hvor andre lukker ned. Ultimo året vil der være 53 filialer fordelt på Sjælland og Fyn. Heraf er de fire erhvervscentre. Udlånet er i de seneste 12 måneder blevet udvidet med 12,9 %, hvilket ligger over normen for sektoren. Sparekassen vinder således markedsandele. Kundemæssigt fortsætter tilgangen, og man har nu over 150.000 kunder.
- Man har udviklet "Den digitale Sparekasse", og platformen rummer potentiale for at udvide aktiviteterne til hele Danmark. Vi forventer, at Den digitale Sparekasse vil indgå som et vigtigt element i den fremtidsplan, som ledelsen fremlægger i Q4.
- Risikoprofilen er lav med en gearing (udlån + garantier målt i forhold til justeret egenkapital) på kun 1:8, hvilket er markant lavere end normen i de store pengeinstitutter. Soliditeten er i top og ligger langt over lovens mindstekrav.
- Aktien handles til P/E(17E) 7,4 med et direkte udbytteafkast på ca. 2,4 % og et kurs/indre værdi forhold på 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.
- Langsigtet køb er vores vurdering. Aktien er relativ ny på børsmarkedet og kendetegnet af stor stabilitet i kursdannelsen.

Anbefaling:

Aktuel Kurs: 128,5
 Børs: MidCap
 Markedsværdi: 1.674 mio. kr.
 Antal aktier: 13,031 mio. styk
 Næste regnskab: Q3 regnskab 09-11

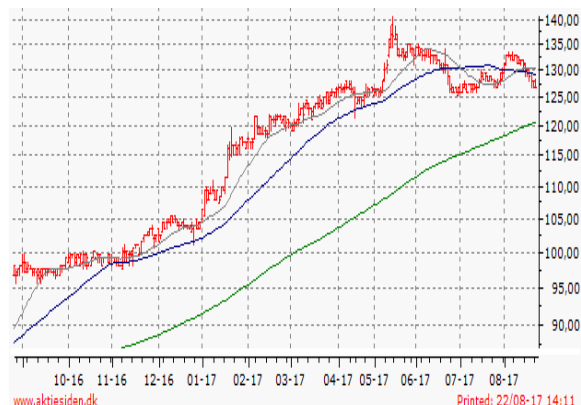
Kort sigt: Køb (uændret)
 Langt sigt: Køb (uændret)
 Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 125 - 150 (uændret)
 Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 150 - 170 (uændret)
 Tidligere anbefaling: Køb/Køb ved 134 (18-05-2017)



Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Forventningerne til årets basisindtjening er fortsat 290-330 mio. kr. (174 mio. kr. i H1). Nedskrivningerne forventes nu maksimalt at andrage 50 mio. kr. mod før 75 mio. kr. (20 mio. kr. i H1). I andet halvår skal der åbnes nye filialer i Greve, Helsingør og på Islands Brygge – sidstnævnte også med et erhvervscenter. Derfor forventes der fortsat tilgang af nye kunder. Det er intentionen, at man i Q4 fremlægger en 4-årig fremtidsorienteret strategiplan med henblik på at skabe yderligere fremgang for Sparekassen.

Kursgraf seneste 12 måneder



Kursudvikling siden børsnotering:

Høj 137 / Lav 91,5

Muligheder

Via åbning af filialer i nøje udvalgte byer skal forretningsomfanget udvides. Man satser på nærhedsprincippet ude i de lokale samfund, hvilket skal tiltrække private og mindre erhvervs-kunder. Samtidig er man også med fremme IT-mæssigt. Sparekassen har finansiell styrke til at udvide forretningsomfanget betydeligt ud fra den store likvide reserve på 5,2 mia. kr. Med en "Digital Sparekasse" skal kunder fra resten af landet kunne betjenes. Afkastet af likviditetsreserven vil stige, når renterne atter løftes op på et mere normalt niveau.

Risici

Lave renter påvirker indtjeningen negativt. Risikoen for tab øges dog ved markant stigende renter. Manglende succes for offensiven rettet mod private og erhvervs-kunder kan ødelægge planen om at øge indtjeningen via et højere aktivitetsniveau. Strukturudviklingen i branchen for både banker og realkredit er vigtig. Fortsat adgang til at formidle realkreditlån via samarbejdet med Totalkredit (Nykredit) udgør et meget vigtigt punkt. Det samme gælder IT-samarbejdet med Bankdata.

Facts om Sparekassen Sjælland – Fyn

- Sparekassen har hovedkontor i Holbæk og aktiviteter på hele 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 (oprindelig Sparekassen Faaborg). I oktober 2016 blev aktiviteterne samlet i moderselskabet og firmanavnet derfor ændret til Sparekassen Sjælland – Fyn. Sparekassen blev børsnoteret den 3. december 2015 til kurs 99. Aktiekursen er således steget med 30 % siden børsnoteringen, hvortil kommer udlodning af udbytter på i alt 6,05 kr.
- Sparekassen har 46 filialer – et tal der i år udvides til 49 med etablering i Greve, Helsingør og på Islands Brygge. Man råder også over 3 erhvervscentre placeret i Holbæk, Næstved og Odense, hvortil i år er kommet et på Islands Brygge. Samlet bliver der altså 53 driftssteder. I halvåret beskæftigede Sparekassen i gennemsnit 573 fuldtidsansatte. Sparekassen har over 150.000 kunder. Heraf er ca. 30 % hjemmehørende på Fyn.
- Sparekassen bygger på sunde værdier med lokal tilstedeværelse og sætter kunderne i fokus – og det drejer sig om 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 den afgørende parameter i konkurrencen. Derfor udvides filialnettet år for år, mens de store landsdækkende banker gør det stik modsatte ved at 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 være samfundsbevidst.
- Produktmæssigt tilbydes alle normale 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 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 rundt 50/50 %.
- Fordelingen af udlån og garantier på kundetype i erhverv/private var 50/50 % ultimo 2016.
- På langt sigt er målet at udvide udlånet (og dermed indtjeningen), så det balancerer bedre med indlånet. Indlån er i de seneste 12 måneder vokset med 7,0 %, mens udlånet er vokset med 12,9 % - og reelt set lidt højere som følge af afvikling af uønskede engagementer. Det element er dog næsten afsluttet. Væksten er i hovedsagen fremkommet fra udlån til boliger, og denne struktur ses også i andre danske banker - men med lavere vækstrater. Fremgangen er opnået ved øget salgsindsats og systematisk åbning af stadig flere filialer.
- En Digital Sparekasse er ved at blive færdigudviklet for at udnytte nye IT-muligheder, hvilket skal tiltrække en bredere kreds af kunder i de yngre generationer, ligesom kunder i Jylland kan føjes til. Nye digitale løsninger udvikles i tæt samarbejde med bl.a. Copenhagen Fin Tech Lab.
- Solvensmæssigt opfyldes kravet til kapital med 15,3 % totalt og med 13,2 % ud fra kernekapitalen. Kapitalbehovet er opgjort til 9,3% - altså en overdækning på 6 %-point svarende til 970,6 mio. kr.
- 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. 31-12-2016: 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.

Sparekassen Sjælland – Fyn udvider hvor andre lukker ned

Sparekassen drives ud fra ønsket om at være tæt på kunderne. Filialnettet udvides løbende, hvilket sker efter grundige forudgående analyser og vurderinger samt dialog med lokalsamfundet. I de seneste år er der blevet åbnet syv filialer (fem på Sjælland og to på Fyn). Dette har bidraget til en betydelig kundetilgang, og Sparekassen har nu over 150.000 kunder. Selv om vi lever i et digitalt samfund, hvor kunderne i stigende grad udfører stadig flere bankforretninger via netbanken, har Sparekassen altså stor succes med at åbne fysiske filialer, hvor andre lukker. Da denne strategi har vist sit værd, fortsætter udrulningen af flere filialer. I andet halvår vil der således blive åbnet i Greve, Helsingør og på Islands Brygge, idet der også på Islands Brygge vil blive åbnet et erhvervscenter. Inden udgangen af 2017 vil Sparekassen således have 53 filialer, heraf 4 erhvervscentre. Kunderne har taget godt imod Sparekassens koncept om nærvær samt personlig rådgivning og service. Man satser på de basale bankydelse og ikke uforståelige finansielle avant garde produkter.

Via en digital sparekasse kan man servicere kunder fra hele Danmark. Det er bebudet, at der i Q4 fremlægges en 4-årig fremtidsorienteret strategiplan med henblik på at skabe fortsat fremgang for Sparekassen. Vi anser det for

sandsynligt, at Den digitale Sparekasse vil spille en stor rolle i denne strategiplan. Potentialet med servicering af hele Danmark kan vise sig at blive stort. Men vi må vente til Q4, før ledelsen løfter sløret for planen.

På den korte bane stiger omkostningerne, idet der både skal afholdes udgifter til åbningen af de nye filialer og til ansættelse af nye folk. Sparekassens strategi forekommer at være meget velovervejet, og udvidelse med nye filialer sker kun, såfremt der er en meget stor sandsynlighed for, at udvidelsen hurtigt vil give overskud. Overordnet drives Sparekassen på en meget visionær måde, men hvor man samtidig er meget bevidst om ikke at slå større brød op, end man kan bage. Det er vores klare vurdering, at Sparekassens strategi vil skabe merværdi til kunderne og aktionærerne i de kommende år.

Flot udvikling i første halvår.

Fortsat kundetilgang har sikret en betydelig fremgang i de forretningsmæssige aktiviteter, der er vokset med 9,1 % i forhold til for et år siden. Fremgangen er bredt funderet med vækst i såvel ind- som udlån. Stigningen i udlånet vidner om, at Sparekassen vinder markedsandele. Kunderne har været aktive omkring optagelse/omlægning af boliglån, handel med værdipapirer og puljeordninger m.m. Det har påvirket gebyr- og provisionsindtægterne positivt. De gunstige konjunkturer på arbejds- og ejendomsmarkedet har betydet, at nedskrivningerne er faldet til blot 20 mio. kr. Det er en tendens, der ses i hele pengeinstitutsektoren. Periodens nedskrivningsprocent ligger på blot 0,1 %. De lave nedskrivninger i første halvår indebærer, at man for hele året nu kun venter nedskrivninger på maksimalt 50 mio. kr. mod før 75 mio. kr. Det lave renteniveau og stigende ejendomspriser holder tabene nede.

Udlån og garantier til landbrugssektoren har begrænset vægt. Sparekassens landbrugskunder har i første halvår nydt godt af lidt bedre afregningspriser på svin. Sparekassen vurderer, at landbrugsporteføljen er robust, idet den stort set kun består af lån til svine- og planteavlere (altså ikke mælkeproduktion), ligesom der – så vidt vi kan vurdere det - er tale om god spredning (risikoen er fordelt på mange låntagere).

For nærværende holder den lave rente tabene nede. Når renten igen måtte stige, står Sparekassen i en komfortabel situation. Tabene vil formentlig komme til at stige på ny, men omvendt vil man også kunne opnå stigende indtægter på det store likvide indlånsoverskud på 5,2 mia. kr., der for tiden næsten ikke kan trække positive renter hjem. Indlånsoverskuddet er placeret i stats- og realkreditobligationer med lav risiko (korte obligationer må vi formode). Det er derfor vores vurdering, at en rentestigning netto vil kunne gavne indtjeningen hos Sparekassen Sjælland – Fyn.

I første halvår har Sparekassen indfriet to efterstillede kapitalindskud på 148 og 15 mio. kr. og optaget et nyt på 50 mio. kr. til en væsentlig lavere rente. Netto vil dette give en årlig besparelse på 10 mio. kr. med fuld effekt fra 2018.

Første halvår bød på en basisindtjening på 174 mio. kr. og et resultat efter skat på 136,7 mio. kr. Resultat før skat svarer til en forrentning af primo egenkapitalen på 11,6 %, hvilket er et flot niveau. Indtjening pr. aktie er opgjort til 8,4 kr. og indre værdi til 164,8. Vi estimerer et resultat pr. aktie på 17,4 kr. Vi har i dette og tidligere estimater forventet lavere nedskrivninger end Sparekassen selv. Implicit handler aktien ved kurs 128,5 til en P/E 2017E på 7,4. Kurs/indre værdi (128,5:164,8) ligger på 0,8. Begge nøgletal er placeret meget lavt set i forhold til de store i banksektoren.

Skjulte reserver og fremtidige besparelser

I kølvandet på Finanskrisen etablerede man et brohoved på Sydsjælland med overtagelsen af en portefølje af sunde kunder fra Max Bank, Næstved. Der blev også overtaget udvalgte kunder fra Roskilde Bank og Amagerbanken visse steder. Siden fulgte så en fuld overtagelse af Sparekassen Fyn til en meget fordelagtig pris via et aktiekøb (Take Over). Det lave prisniveau afspejlede, at man købte alle aktiviteter, dvs. såvel de sunde som de svage kunder. De bogførte værdier i Sparekassen Fyn var nedskrevet voldsomt. Sparekassen Sjælland – Fyn har derved oparbejdet en stor underskudsaldo med en bogført skatteværdi på pt. 165 mio. kr. (plus 146 mio. kr., der ikke er aktiveret). Driften i det fynske datterselskab blev sidste år overdraget til moderselskabet. Kommende års overskud vil således blive belastet af en lav skattebetaling rent likviditetsmæssigt.

Som nævnt ovenfor vil omlægningen af efterstillet kapital næste år medføre en besparelse på 10 mio. kr. På IT-området vil Sparekassen i år opnå synergieffekter på ca. 25 mio. kr. som følge af, at der er sket en sammenlægning af IT ved den fulde integration af Sparekassen Fyn.

Kapitalforhold og likviditet

Sparekassens økonomiske styrke bygger på et solidt egenkapitalgrundlag og en meget høj likviditet. Den samlede risikoeksponering er pr. 30-06-2017 opgjort til uændret 16,2 mia. kr. Kapitalprocenten er steget til 15,3 %, hvilket er 6,0 %-point over det individuelle krav, der opgøres til 9,3 %. Indregnes et bufferkrav på 1,25 %-point er overdækningen på 4,7 % eller 768 mio. kr.

Pengeinstitut-sektoren er underlagt en række lovkrav, herunder krav til likviditeten (LCR). Dette nøgletal skal mindst ligge på 100 %, når loven er fuldt indfaset i 2018. Pr. 30-06-2017 var tallet i Sparekassen 317 % mod det aktuelle krav på 80 % gældende for i år. Sparekassen har således en markant likviditetsmæssig overdækning, hvilket indgår som en af komponenterne i den såkaldte Tilsynsdiamant, der også ser på summen af store engagementer, udlånsvækst, ejendomseksponering og stabil funding for samlet at kunne vurdere risikoprofilen. På alle punkter ligger Sparekassen Sjælland – Fyn langt over krav og normer. For likviditeten er det 204,8 % mod en overdækning på minimum 50 %. Et andet vigtigt forhold at belyse er Sparekassens gearing. Gearingsforholdet opgjort som summen af udlån og garantier målt i forhold til egenkapitalen er på 1 til 8, hvilket er meget lavt og derfor viser, hvor solid Sparekassen er. I storbankerne er gearingen helt oppe på 11-12 gange.

Pejlemærke	Grænseværdi	Koncernen
		Opgjorte værdier pr. 30.06.2017
Summen af store engagementer	< 125 % af kapitalgrundlag	11,2%
Udlånsvækst p.a.	< 20 %	12,4%
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 %	204,8%

Kilde: Sparekassen Sjælland – Fyns seneste regnskab.

Sparekassen Sjælland – Fyn: Høj kvalitet til lav pris. Langsigtet køb er derfor konklusionen.

Hovedpunkterne er følgende: En soliditet langt over det krævede, et solidt indlånsoverskud, der over tid vil kunne blive aktiveret i form af stigende udlån (og dermed højere renteindtægter), udsigt til lav skattebetaling qua gamle skattemæssige underskud, fortsat ekspansion i et fornuftigt tempo med nye filialer, og en dygtig ledelse der på samme tid er visionær og konservativ omkring risikostyringen.

Det er i dette lys, at man som investor skal vurdere en investering i Sparekassen Sjælland – Fyn aktien. Som vi har anført, må den reelle risiko i Sparekassen vurderes som markant lavere end i de store banker, der benytter avancerede risikomodeller i opgørelsen af deres solvensbehov. Vi mener, at Sparekassens princip om nærhed til kunderne via filialer fortsat vil give sig udslag i stigende aktivitet og dermed vækst i indtjeningen. Lokalsamfundene har brug for et lokalt pengeinstitut og vil derfor støtte op herom. Sparekassen søger at udnytte det tomrum som er opstået i kølvandet på sammensmeltningen af banker og sparekasser i en altfavnende enhed, der ofte også omfatter eget realkreditselskab. De rigtige kunder drukner i disse store koncerner, der styres stringent og meget centralistisk for at opnå ensartethed internt.

Inden årets udgang vil Sparekassens ledelse fremlægge en 4-årig strategiplan med henblik på at skabe yderligere fremgang i virksomheden. Vi ser frem til, at ledelsen løfter sløret for denne plan, der må formodes at indeholde nye tiltag for udrulning af Den digitale Sparekasse. For nærværende går forretningen godt – men hensigten er altså, at det skal gå endnu bedre. Platformen skal udnyttes og udvikles. Geografisk dækkes den østlige halvdel af landet, hvor man snart er det næste tilbageværende lokalt baserede pengeinstitut. Udvidelsen med en moderne Digital Sparekasse vil åbne

adgang til også at betjene kunder i Jylland. Sparekassen (og dermed aktien) begynder derfor med at kunne sammenlignes med Spar Nord, Sydbank og de største pengeinstitutter i provinsen.

Vurderet ud fra aktierelaterede nøgletal ligger Sparekassen Sjælland – Fyn særdeles flot set i forhold til sektoren. Det er sjældent, at man kan købe en kroners egenkapital for 78 øre, som det er tilfældet her. Normen for de store danske bankaktier et kurs/indre værdi forhold på 1,3-1,4 og P/E-tal i niveauet 12-14, hvilket indebærer, at Sparekassen Sjælland – Fyn fortsat handles med en discount på 30-40 % i forhold til ”de store”. P/E (17E) estimerer vi til kun 7,4.

For indeværende år fastholder ledelsen i sit halvårsregnskab den tidligere udmeldte guidance om en basisindtjening på 290-330 mio. kr. Langsigtet køb er fortsat vores konklusion for aktien. Det er en ”steady she goes” aktie og ingen hurtigløber.

Regnskabstal

mio. kr.	2013	2014	2015	2016	2017E
Nettorenter + udbytter	519	603	616	569	580
Gebyrer + andet netto	623	324	408	413	450
Driftsudgifter inkl. afskr.	548	613	644	696	740
Basisresultat	594	314	380	286	290
Nedskrivninger	1.460	257	150	107	35
Kursregulering mv.	-30	58	-94	49	50
Res. før skat	-895	115	136	228	305
Skat	152	4	8	-12	-25
Nettoresultat	-743	119	144	216	280
Hybridkapitaludgift			60	56	56
Aktionærers nettores.			84	160	224
Balance	20.099	19.322	18.730	19.859	21.200
Nettolikviditet	6.371	7.111	6.547	6.780	6.700
Udlån	10.906	9.981	9.763	10.474	11.500
Indlån	15.723	15.315	14.633	15.647	16.600
Immaterielle aktiver	186	174	162	150	135
Aktiveret skat	150	155	168	162	165
Efterstillede lån	1.282	1.148	995	996	900
Egenkapital	1.529	1.634	1.939	2.058	2.175
Garantier mv.	2.915	3.929	3.773	4.735	4.800

Seneste analyser:

Dato	Kurs	Anbefaling:	
		Kort sigt	Langt sigt
18-05-2017	134	Køb	Køb
22-03-2017	127	Hold	Køb
22-11-2016	103	Køb	Køb
07-09-2016	100	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.