

Medvind på alle parametre og øget aktivitetsniveau har sikret et særdeles stærkt halvårsresultat på 301,6 mio. kr. før skat. Forventningerne til før skat i 2021 er i juli for anden gang i år blevet hævet til 450-525 mio. kr. (ved årets start 300-340 mio. kr.) Trods en kursfremgang i år på 57 % handler aktien på billige multipler – P/E 2021E på 5,9 og kurs indre værdi på 0,75.

- Et meget tilfredsstillende halvår med 9 % stigning i nettorenteindtægterne, 7 % stigning i gebyr- og provisionsindtægterne og hele 226 % vækst i resultat før skat. Primo egenkapitalen forrentes med imponerende 17,8 %. Basisindtjeningen er steget 19 %
- Sparekassen har med sine korte beslutningsveje tiltrukket nye privat- og erhvervskunder, hvilket har øget markedsandelen. Formueområdet har haft markant vækst, da stadig flere kunder ønsker at investere deres indestående for at undgå negative renter.
- Geografisk er sparekassens 40 filialer spredt på Sjælland og Fyn. I de større byer nyder kunderne godt af markant stigende boligpriser og et højt antal ejendomshandler. Derfor har sparekassens haft et særdeles højt aktivitetsniveau omkring formidling af nye og omlægning af eksisterende realkreditlån. Udlånsboniteten forbedres via høj beskæftigelse i det geografiske dækningsområde og den lave rente. Sparekassen har tilbageført foretagne hensættelser, men opretholder fortsat et højt niveau på 1,6 % af udlånsmassen.
- 2021 er sidste år i strategiplanen "NYE VEJE". Tre ud af de fire meget ambitiøse mål er nået. Målet for indtjening pr. omkostningskrone er næsten også nået med 1,65 kr. mod målet på 1,7 kr. Vi forventer, at målet indfris inden årets slut. Ledelsen har påbegyndt arbejdet med en ny strategiplan, som vi forventer offentliggøres sammen med årsregnskabet i februar 2022. Det går fremragende for sparekassen, men det kan blive bedre.
- På baggrund af ledelsens opjustering estimerer vi et resultat pr. aktie på ca. 24 kr. for 2021. Dermed handler aktien på attraktive multipler. År til dato er aktiekursen steget med 57 %. Fremadrettet forventer vi fortsat opgang for aktiekursen, men dog i en mere moderat stigningstakt. Langsigtet køb.

Aktievurdering:

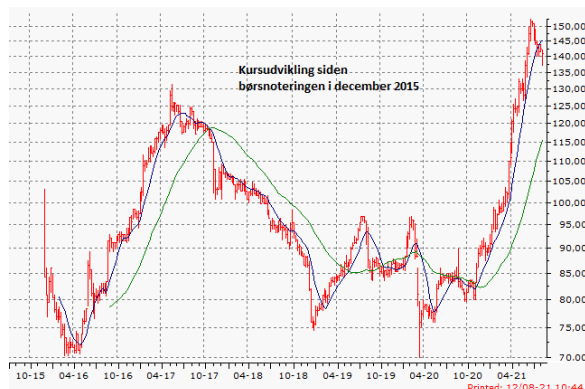
Aktuel Kurs: 141
 Børs: MidCap
 Markedsværdi: 2.450 mio. kr.
 Antal aktier: 17,375 mio. styk

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 130-150 (før 110-140)
 Forventet kursudvikling 6-12 mdr.: 150-190 (140-160)
 Næste regnskab: Q3 regnskab den 03-11-2021
 Næste analyse udfærdiges efter årsregnskab for 2021



Selskabets forventninger til indeværende år:

Den 14. juli blev forventningerne til årets resultat før skat løftet for anden gang til nu 450-525 mio. kr. Ved årets start lød forventningerne på 300-340 mio. kr., hvilket blev hævet 15. april til 350-425 mio. kr. Opjusteringen sker som følge af et højt aktivitetsniveau og en fortsat eksekvering på strategiplanen "NYE VEJE".



Kursudvikling seneste 12 måneder:

Høj	152,5	/	Lav	79,6
-----	-------	---	-----	------

Aktieinfo modtager et honorar fra selskabet for det udførte analysearbejde. Konklusion og anbefaling er alene udtryk for Aktieinfos vurdering, og selskabet kan ikke påvirke anbefaling og kursmål. I øvrigt henvises til ansvarsfraskrivelsen på sidste side.

Stærkt første halvår med stigende indtægter og stagnerende udgifter. Sparekassen tiltrækker nye kunder og har været begunstiget af et højt aktivitetsniveau, især omkring ejendomsfinansiering. Strategiplanen "NYE VEJE" bidrager til at løfte indtjeningen, og forretningsvolumen er vokset 15 % pr. medarbejder.

Som alle pengeinstitutter er Sparekassen Sjælland – Fyn kommet flot igennem første halvår. Resultatprognosen er blevet løftet både i april og senest i juli til nu et ventet resultat før skat for helåret på 450-525 mio. kr.

I første halvår er der opnået et resultat før skat på 301,6 mio. kr., hvilket forrenter primo egenkapitalen med 17,8 %. Det er et højt for sektoren. Storbanks som Danske Bank og Nordea opnåede i H1 "kun" en forretning af egenkapitalen på ca. 7 og 11 %.

Der er flere faktorer, som har sikret den flotte udvikling år til dato. På de interne linjer fortsætter sparekassen med at effektivisere og optimere i henhold til strategiplanen "NYE VEJE", der siden lanceringen i 2017 har skabt de ønskede resultater på tre ud af fire parametre. Mere herom senere i analysen.

På de eksterne linjer nyder man godt af, at de negative effekter fra Covid-19 krisen har været yderst begrænsede for kunderne. Sparekassen har derfor kunnet tilbageføre hensættelser på 33,8 mio. De ledelsesmæssige skøn for hensættelser er dog fortsat højt med 197,3 mio. kr. svarende til 1,6 % af udlånsbalancen. Efter Aktieinfos vurdering er der basis for yderligere tilbageførsel af hensættelser, også selvom vi endnu ikke fuldt ud kan beregne de negative effekter fra Covid-19, men sparekassens kreditbog ser stærk ud.

Kundeboniteten fortsætter nemlig med at blive forbedret. 56,5 % af alle udlån og garantier ligger med såkaldt normal bonitet, hvilket er en forbedring fra 56,0 % på samme tid sidste år. Udlån og garantier med visse svaghedstegn udgør 37,5 % (op fra 36,2 %), mens de to svageste kategorier bestående af udlån og garantier med betydelige svaghedstegn og/eller med behov for en objektiv indikation på værdiforringelse samlet udgør 6,0 af alle udlån og garantier (forbedret fra 7,8 %). Kundeboniteten er siden 2017 blevet forbedret markant. Desuden skal det anføres, at sparekassen har en lav eksponering mod de af Covid-19 hårdest ramte erhverv. Transport, hoteller og restauranter udgør kun 1,7 % af udlånsmassen, detail 4,7 % og landbruget 8,3 %. Landbrugsporteføljen har sparekassen tidligere betegnet som stærk. Udlån til fast ejendom udgør 9,1 % af udlånsmassen, men her skal det bemærkes, at eksponeringen primært er rettet mod udlejningsejendomme til boligformål og i mindre grad til erhvervslejemål. Der er altså en fin spredning på lån til erhvervs kunder, der står for 43,9 % af den samlede udlåns masse, mens privatdelen udgør 56,0 %.

Udlån og garantier relateret til privat-segmentet vokser, hvilket skyldes det gunstige rentemiljø, der har medført høj aktivitet omkring realkreditformidling og en markant stigning i gebyr- og provisionsindtægterne til 322,2 mio. kr. Formidling af realkreditlån er over de seneste 12 måneder steget med 10 % og udgør 46,4 mia. kr. Denne høje aktivitet har sikret høje indtægter på kort sigt, men løbende vil sparekassen dog få pænt høje provisioner på låneformidlingen.

Generelt er konjunkturerne med pengeinstitutsektoren. Lav rente, stigende ejendomspriser, høj beskæftigelse, øget vækst, lavere end ventet negativ effekt fra Covid-19 og positive finansielle markeder. Sparekassen nyder for sit vedkommende gavn af, at de større byer på Sjælland oplever tilflytning fra Københavns-området, og i det lange perspektiv vil lokalsamfundet i og omkring Kalundborg, hvor sparekassen har filial, blive ekstra attraktivt, når den sidste del af motorvejen etableres (byggeri af sidste fase igangsættes i år).

En del af aktivitetsstigningen skyldes tilgang af nye kunder på både privat- og erhvervs siden. Her anfører sparekassen, at korte beslutningsveje er med til at tiltrække nye kunder og udvide de bestående kunders engagementer. Konceptet med at være et stort lokalt pengeinstitut med tid til og interesse for kunderne og lokalsamfundene virker.

Selvom det er lykkedes at øge indskud i puljeordninger og kundernes depotstørrelser efter indførelsen af negative renter, opleves der fortsat stor opsparingslyst og -evne blandt kunderne. Indlånsoverskuddet er derfor fortsat stigende og andrager pr. statusdagen 8,1 mia. kr. En stor del af sparekassens udgifter ved placering af indlånsoverskuddet er dog blevet overført til kunderne qua de negative renter på indestående. Indlånsoverskuddet er placeret i realkreditobligationer med en positiv men lav forrentning, i skatkammerbeviser og på foliokonto i Nationalbanken. Sparekassen har en aktiebeholdning på 667 mio. kr. primært placeret i sektoraktier i DLR Kredit, BI Holding og PRAS. Sparekassen har en mindre del investeret i børsnoterede aktier herunder Lollands Bank og med virkning fra april også en ejerandel på over 20 % i Nordfyns Bank.

De ovenfor nævnte forhold har medført, at basisindtjeningen i første halvår steg med 19 % til 250,4 mio. kr. Før skat endte halvåret på 301,6 mio. kr. eller 253 mio. kr. efter skat. Det svarer til et resultat pr. aktie på 14 kr. For hele 2021

estimerer vi et resultat pr. aktie på små 24 kr., hvorved aktien handler til en P/E 2021E på ca. 5,9. Kurs/indre værdi ligger på 0,75. Så trods en stigning i aktiekursen år til dato på 57 % ekskl. udbytte, er aktien ingenlunde dyr. De gode tider kan formentlig fortsætte en rum tid endnu, selvom vi må forvente, at aktiviteten med optagelse af og omlægning af realkreditlån nok kører tæt på det maksimale.

Renteudviklingen er en mønt med to sider. Pengeinstitutter begunstiges for tiden af den ekstremt lave rente, der sikrer høj aktivitet på realkreditmarkedet, finansmarkederne og få tab på udlån. En pludselig markant rentestigning vil virke modsat, mens moderate rentestigninger over flere år vil kunne absorberes. Den Europæiske Centralbank styrer renteforholdene i Danmark, og ECB hæver næppe renten foreløbigt. Og når det sker, vil det ske i moderat tempo. Sparekassen oplever for tiden særdeles gunstige forhold. Et så højt aktivitetsniveau kan næppe opretholdes over flere år, men ikke desto mindre tror vi, at sparekassen har flere skruer at kunne justere på internt. Vi forventer derfor gode tider for sparekassen flere år frem, hvorfor vi fortsat ser basis for yderligere, men nok mere moderat kursfremgang. Alene nøgletallene P/E og kurs/indre værdi tilsiger, at der er mere kursfremgang i vente.

Arbejdet med en ny strategiplan som efterfølger for "NYE VEJE" er påbegyndt

Strategiplanen "NYE VEJE" med fire konkrete finansielle målsætninger blev lanceret i 2017 og løber året ud. Tre ud af fire parametre er nået.

Målet om øget effektivitet havde som pejling af blive reduceret til 1,75 % af forretningsomfanget (indlån + udlån + garantier) og pr. 30-06-2021 var tallet nedbragt til 1,7 %. Målet er nået ved at øge forretningsvolumen pr. medarbejder med 15 %, et stop for nye filialer, færre ansatte, forbedret administrativ håndtering og øget salgsindsats. Ved lanceringen af planen var nøgletallet oppe på 2,11 %.

Solid rentabilitet afspejler ønsket om, at egenkapitalforrentningen efter skat skulle løftes til 9-11 %. Pr. 30-06-2021 er tallet helt oppe på 14,46 %.

Høj indtjening pr. omkostningskrone tog udgangspunkt i 1,34 kr. i 2017 med en mål på 1,70 kr. Her er man endnu ikke i mål, da tallet pr. 30-06-2021 lå på 1,65 kr., men det vil formentlig blive nået inden udgangen af året.

Et robust fundament havde som mål at sikre handlefriheden til håndtering af risikostyring og forbedre solvensdækningen. For solvensen er den ønskede norm fastlagt til mindst 13 % ud fra egentlig kernekapital mens den samlede kapitalprocent skulle stige til mindst 17%. Pr. 30-06-2021 var de to tal hhv. 16,0 og 21,3 %.

I den fire-årige strategiperiode har sparekassen nået nogle meget ambitiøse mål. En ny strategi, som vi forventer præsenteres i forbindelse med årsregnskabet medio februar 2022 kan næppe blive lige så ambitiøs. Vi forventer, at planen vil tage udgangspunkt i fortsat at tiltrække flere privat- og erhvervskunder for på den måde løbende at øge indtjening og dermed også det robuste fundament til at klare fortsat vækst i forretningsomfanget.

Sparekassens kapitalforhold og likviditet

Sparekassens samlede risikoeksponering er i de seneste 12 måneder steget 1.515 mio. kr. til 17.763 mio. Kapitalgrundlaget er steget med 263 mio. kr. til 3.578 mio. kr. svarende til en kapitalprocent på 20,1 %, mens kernekapitalprocenten uændret er på 16,9 %. Den egentlige kernekapitalprocent er steget 0,2 % til 14,8 %. Kapitalbehovet er opgjort til 9,7 % og giver en overdækning på 10,4 % eller 1.849 mio. kr. Kombineret bufferkrav er opgjort til 2,5%-point, hvilket giver en overdækning på 7,8 %-point svarende til 1.405 mio. kr.

NEP-kravene (nedskrivningsegne passiver) indføres gradvist over en 5-årig periode med fuld effekt fra pr. 01-07-2023. Sparekassens NEP-krav er opgjort til 15,5 %, hvilket sparekassen lever op til. Man lever også mere end op til lovgivningen omkring kapitalmål, Liquidity Coverage Ratio, likviditetsoverdækning i henhold til Finanstilsynets Tilsynsdiamant samt likviditetsmål. Sparekassens risikoprofil må derfor vurderes som lav, hvilket også afspejles i Finanstilsynets "Tilsynsdiamanten", der på fem områder opstiller målepunkter, som pengeinstitutterne skal overholde. Sparekassen Sjælland – Fyn har en intern målsætning om at ligge under grænseværdierne i "Tilsynsdiamanten", hvilket er tilfældet pr. 30-06-2021 for alle fem pejlemærker:

	Finanstilsynets grænseværdi	Tal for sparekassen	
		300620	300621
Summen af store engagementer i procent af den egentlige kernekapital:	< 175 %	82,1 %	83,5 %
Udlånsvækst p.a.	< 20 %	-4,5 %	3,3 %
Ejendomseksponering af udlån og garantier	< 25 %	10,8 %	10,9 %
Likviditetspejlemærke	> 100 %	454,2 %	503,3 %
Funding ratio – udlån/arbejdende kapital			
Fratrukket obligationer med en restløbetid under 1 år	< 1,0 %	0,47%	0,45 %

Facts om Sparekassen Sjælland – Fyn

- Sparekassen er lokalt forankret med 40 filialer på Sjælland og Fyn, ni områdecentre samt to erhvervscentre i Holbæk og Odense City. Sparekassen har 545 ansatte (561 for et år siden).
- Lokal tilstedeværelse med filialer benyttes til at øge forretningsomfanget, fastholde og tiltrække nye kunder. Sparekassen ønsker med sit nærhedsprincip at udvikle lokalområderne til gavn for borgerne, kunderne og sparekassen. Produktmæssigt tilbydes alle normale former for bankydelse, men man afstår fra aktivitet med specielle finansielle kontrakter og betjening af store, professionelle kunder.
- Realkreditlån tilbydes via Totalkredit (Nykredit) i et omfang på 34,0 mia. kr. Realkreditlån til landbrug formidles via DLR (omfang 12,4 mia. kr.), som man også er medejer af. Sparekassen er også medejer af Bankinvest (investeringsforeninger).
- IT håndteres via Bankdata. Den Digitale Sparekasse muliggør digital fjernbetjening af kunder udover det lokale område. Internt er det besluttet, at 90 % af alle udlån og garantier skal være relateret til det primære markedsområde, altså Sjælland og Fyn.
- Direktionen udgøres af administrerende direktør Lars Petersson (født 1967), sparekassedirektørerne Bruno Riis-Nielsen (født 1953) og Lars Bolding (født 1964). Arkitekt Thomas Kullegaard (født 1953) er formand for bestyrelsen. Sparekassen tildeler ikke aktieoptioner til bestyrelse og ledelse.
- Sparekassen blev i december 2015 børsnoteret til kurs 99. I april 2018 gennemførtes en stor aktietegning (3:1 til kurs 105), hvilket tilførte et nettoprovenu på 437 mio. kr. Den ansvarlige kapital er efterfølgende blevet omlagt og reduceret, hvilket har givet en markant rentebesparelse.
- Ejerforhold pr. 30-06-2021 er uændret, at AP Pension Livsforsikringsaktieselskab, Sydbank A/S og Købstædernes Forsikring Gensidig hver har en aktiepost i intervallet 5,00-9,99%. Sparekassen har ca. 26.000 aktionærer.

Styrker – Svagheder – Muligheder – Trusler

Styrker: Lokal forankring med personlig service og korte beslutningsveje. Høj kundeloyalitet. Stigende bonitet på udlånsporteføljen. Eksekveringen på strategiplanen "NYE VEJE" øger tilliden til ledelsen, der snart kommer med en ny strategi. Sparekassen bygger på sunde principper, herunder at ledelsen ikke tildeles optioner. Ledelsen får løn for at udføre arbejdet bedst muligt.

Svagheder: Sparekassen tilbyder ikke de samme (og ofte spekulative) ydelser som de største banker. Dermed frasiger man sig bevidst adgang til indtjening. Man er ikke landsdækkende.

Muligheder: En ny strategiplan for de kommende år vil formentlig satse på fortsat at tiltrække nye kunder. Der er fortsat mulighed for at få kunderne til at skifte til investerings- og pensionspuljeordninger med høj indtjening til sparekassen. Fusion med Lollands Bank og/eller Nordfyns Bank giver mulighed med udvidelse af den geografiske dækning på Sydsjælland, Lolland/Falster og Fyn.

Trusler: Konjunkturforskelene i Danmark – især på Sjælland og Fyn. Man vil blive negativt påvirket ved en eventuel økonomisk afmatning eller direkte recession. "Worst case" scenario vil være kollaps af en boligboble fulgt af markante prisfald på fast ejendom.

Regnskabstal

mio. kr.	2017	2018	2019	2020	2021E
Nettorenter + udbytter	570	565	590	586	605
Gebyrer + andet netto	440	435	531	561	605
Driftsudgifter inkl. afskr.	750	795	811	795	750
Basisresultat	260	205	310	352	460
Nedskrivninger	-33	-3	-17	-160	+45
Kursregulering mv.	46	29	-42	50	15
Res. før skat	273	230	251	242	520
Skat	-16	-22	-24	-13	-80
Nettoresultat	257	208	227	229	440
Hybridkapitaludgift	-56	-60	-25	-24	-25
Aktionærernes nettoresultat	201	148	202	204	415
Balance	21.487	23.857	25.359	27.266	28.500
Udlån	11.681	12.174	12.217	11.951	12.300
Indlån	16.589	18.223	18.700	20.001	20.500
Egenkapital ekskl. hybrid	2.228	2.697	2.851	2.996	3.350

Bemærk: Estimer for 2021 udtrykker Aktieinfos forventninger.

Seneste analyser:

Dato	Kurs	Forventet kursudvikling:	
		0-6 måneders sigt	12-18 måneders sigt
07-05-2021	128,5	110-140	140-160
24-02-2021	98	90-110	110-120
11-11-2020	86	80-95	100-120
18-08-2020	85	80-90	100-120

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 to 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 og/eller John Stihøj 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.