

- Sparekassen Sjælland - Fyn er ny på børsen, og over tid vil der opstå en større spredning i ejerforholdet 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 aktien. Kursniveauet må vurderes som særdeles lavt, og aktien udgør derfor en attraktiv langsigtet placeringsmulighed.
- Aktien handles til kurs/indre værdi 0,7, hvilket kan sammenlignes med de store danske bankers niveau lige over 1,0. Tilsvarende kan P/E (16E proforma) estimeres til kun 6,8.
- Nedskrivningerne på kreditter reduceres. Eksponeringen mod landbrugskunder udgør 8% af udlån og garantier, som den pt. vigtigste risikogruppe. Der følges generelt en forsigtig linje angående kreditgivning, hvilket også gælder for håndteringen af den store overskudslikviditet på 7,4 mia. kr. Tallet skyldes et stort overskud af indlån i forhold til udlån.
- 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 anvendelse af den meget store likvide reserve med lavt afkast til udlån med en højere og variabel rente.
- Risikomæssigt må de generelle økonomiske samfundsforhold og strukturen i finansbranchen anses som de vigtigste punkter. Et eventuelt oprud inden for dansk realkredit er imidlertid en latent mulighed. Adgang 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 risiko. Profilen som et nyt børsrapir i en moden branche indebærer, at aktien må anses for velegnet for langsigtede investorer.

## Anbefaling:

Aktuel Kurs: 100

Børs: MidCap

Markedsværdi: 1.303 mio. kr.

Antal aktier: 13,031 mio. styk

Næste regnskab: Q3 regnskab den 09-11-2016

Kort sigt: Hold

Langt sigt: Køb

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 95 - 110

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 110 - 140

Tidligere anbefaling: Hold/Køb ved 90 (17-06-2016)



## Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Aktionærernes andel af totalindkomsten for halvåret satte ny rekord med 76 mio. kr. Egenkapitalen er på 1.976 mio. kr., og solvensen beregnes til 15,2%. For året forventes nu et resultat efter skat på 190-210 mio. kr. (2015: 144 mio. kr.). Heri indgår dog renteudgiften på hybridkapital med 56 mio. kr., som skal fratrækkes. Internt ændres strukturen, idet Sparekassen Fyn overdrages til moderselskabet, og IT-servicingen samles hos Bankdata (forventet besparelse i 2017 på 20-25 mio. kr.).

Kursgraf siden børsnotering i december 2015



Kursudvikling siden børsnotering:

Høj 101,0 / Lav 77,5

## Muligheder

Sparekassen satser på en profil med lokal tilstedeværelse og en størrelse som passer til private kunders behov. Nærhed med filialer og god service er parametre i kampen om at vinde privatkunder fra de store banker. Økonomisk vækst og stigende boligpriser skal give fornyet vækst i udlånet og derved forbedre indtjeningen. Når der fremkommer et løft i renteniveauet, vil afkastet på den meget store likviditetsreserve (7,4 mia. kr.) stige fra den nugældende situation med minimalt afkast.

## Risici

Afvikling af uønskede udlån skal færdiggøres inden for de forventede rammer for tab. Realkredit har stor betydning og bygger på samarbejde med Totalkredit (Nykredit). Eventuelle ændringer i strukturen i den danske finansverden eller nye tiltag med "disruption" kan give negativ påvirkning. Normalisering af det lave renteniveau vil næppe forøge tabene på udlån væsentligt men forbedre afkastet på de likvide reserver. Aktien er ny på børsen, og det tager tid at vinde indpas her.

## Facts om Sparekassen Sjælland – Fyn

- Sparekassen med hovedkontoret placeret i Holbæk har udvidet sit virkefelt via opkøb fra Nordvestsjælland til hele Sjælland. Der er fortsat kun et begrænset men 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 blevet ændret fra Sparekassen Sjælland til Sparekassen Sjælland – Fyn.
- Sparekassen har 43 filialer og 558 medarbejdere. Det er netop blevet meddelt, at man vil åbne yderligere to filialer i år placeret i Helsingør og Vanløse og en Hotspot-filial i Hundested. 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 filialnettet, mens de store landsdækkende banker skærer hårdt ned på disse.
- Produktmæssigt tilbydes almindelige kunder alle de normale bankydelse. Aktivitet med specielle finansielle kontrakter og 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 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. Sammenligning af regnskabstal med tidligere år er derfor vanskelig.
- 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 15,2%. Kapitalbehovet er opgjort til 10,1%.
- 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 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 i kølvandet på Finanskrisen er baggrunden for børsnoteringen

Sparekassen udnyttede sin kapitalmæssige styrke til at overtage 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. Prisen var særdeles lav, og afviklingen af de problemramte engagementer ser ud til at forløbe som forventet. Processen er ved at være overstået. I dette datterselskab er der desuden oparbejdet et stort skattemæssigt underskud.

Hensigten med børsnoteringen er samtidig at indrette sig i forhold til de skærpede EU-regler for kapitalgrundlaget. Den traditionelle struktur for sparekasser med kapital via garantier og akkumulerede reserver (selveje) presses udefra. 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. Køb og salg af aktierne påvirker ikke sparekassens kapitalgrundlag og solvens, da det sker uden for virksomheden mellem investorer.

Efterveerne af Finanskrisen er ved at være overstået. Situationen for dansk landbrug er dog fortsat alvorlig, men her opgøres Sparekassens eksponering heldigvis kun til 8% af udlån og garantier. Den generelle forbedring af de økonomiske forhold i Danmark betyder, at der ikke længere er mulighed for at gennemføre attraktive opkøb. Den tid er forbi. Fremgang skal nu opnås ved organisk vækst baseret på salgsindsatsen, dvs. man skal forbedre markedsandelen.

Styrken består i kapitalgrundlaget og likviditeten. Der er plads til vækst inden for private kunder. Ideen er at åbne filialer for at 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 her kan føle, at de står i et mere ligeværdigt forhold end i store banker. Sparekassen er i stand til at klare ethvert behov for bankydelse hos rigtige, normale kunder. Kapaciteten i kapitalmæssig størrelse og inden for avancerede finansprodukter udgør derimod en begrænsning i evnen til at betjene store erhvervs-kunder. På det punkt indtager ledelsen en pragmatisk holdning, idet man ikke vil eksponere sig mod store kunder. Maksimumgrænsen for kreditengagementer er sat ved 75 mio. kr. for nye erhvervs-kunder.

Kapitalgrundlaget rummer plads til en markant udvidelse af udlånet, og det samme gør sig gældende for likviditeten. Indlånet er pr. 30-06-2016 på 15,5 mia. kr., mens udlånet kun udgør 9,9 mia. kr. Netto råder Sparekassen på dette tidspunkt over 7,4 mia. kr. i likvide nettoaktiver, primært obligationer. Nedtrapning af udlån på engagementer, der ikke ønskes videreført, har i de seneste år oversteget tilvæksten i nye udlån, men denne overgangsfase er ved at være klaret. Det samlede udlån må forventes at stige væsentligt i de kommende år. Da indtjeningen skal opnås fra udlånsaktivitet, er vækst i volumen vigtig. Rentemarginalen er presset af det lave renteniveau, men udlån er langt mere givtigt end passiv placering i den alt for store likvide reserve. En generel stigning i renteniveauet vil derfor få positiv virkning på indtjeningen, men tidspunktet for en sådan udvikling er umulig at vurdere.

### 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. Ejermæssigt 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 almindelige 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. Kendskabet til denne forholdsvis lille aktie er fortsat begrænset hos investorerne, der har mange valgmuligheder i kurslisten. Over tid burde det blive normaliseret.

Ændringen af sparekassens status indebærer, at en række regnskabsposter ikke kan sammenlignes med de tidligere år. Renteudgiften til garantikapitalen er ophørt og erstattet af udlodning af udbytte. Det påvirker også selskabsskatteposten. Sparekassens øvrige indtjeningsforhold er desuden vanskelige at vurdere, da der indgår en række særlige poster. Der er således et fald i renteudgifterne på grund af udløb af højrentekonti. Desuden er der afholdt engangsudgifter ved børsomdannelsen i 2015. Fra 2017 opnår man fordele ved sammenlægningen af IT. I oktober måned skifter Fyn-delen nemlig til Bankdata, hvilket vil udløse engangsomkostninger til konvertering. Skattemæssigt kan selskabet udnytte underskud fra tidligere år, hvorved indtjeningen tre-fem år frem ikke vil blive belastet med normal beskatning. Der er aktiveret udskudt skat for et beløb på 160 mio. kr., hvortil kommer et endnu ikke bogført beløb.

Nedtrapningen af gamle udlån med særlige tabsrisici er ved at være overstået. En anden udfordring består i at minimere tabene på landbrugskunder. Sektoren har en meget hårdt presset økonomi. Vendepunktet er muligvis indtrådt for producenterne af svinekød, ligesom afregningsprisen på mælk omsider er blevet forhøjet her i eftersommeren — men der er langt op til rimelige indtjeningsforhold. Tidsmæssigt har landmændene gennemlevet så lang en krise, at mange vil opgive og sælge deres gårde, når det atter bliver muligt. Kreditgiverne synes indstillet på en sådan flerårig proces, men det vil til gengæld forsinke/bremse en stigning i prisen på jord, og mindre gårde kan blive vanskelige at drive fremover.

Vækstmæssigt består opgaven i at forøge antallet af privatkunder og få succes med etableringen af de nye filialer. Aktiviteten med udlån er svær at udvide hurtigt, da man ønsker rigtige kunder og ikke hurtige aftaler med storkunder. Her indgår restfinansiering af boliger (op over realkreditens loft på 80% belåning) og formidling af selve realkreditlånet som vigtige punkter. Kunder af denne type har udsigt til mange år hos pengeinstituttet, såkaldt Long Tail struktur med en pæn indtjening år efter år for hver enkelt person, 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 decideret problem i disse år er det lave renteniveau, som begrænser afkastet på den store overskudslikviditet. Tidligere var det en dyd og styrke for et pengeinstitut at stå stærkt likviditetsmæssigt, men i øjeblikket er det "et problem". Her følger man en forsigtig linje med placeringerne for at begrænse risikoen for kurstab, når renten atter begynder at stige. Før eller siden vil man kunne opnå en markant forbedring af indtjeningen ved en stigning i renteniveauet, men en sådan normalisering er fortsat ikke i sigte.

Såfremt indtjeningen fortsat udvikler sig tilfredsstillende i de nærmest kommende år, men det bliver et langtrukket forløb med lavvækst uden en markant udvidelse af udlånets størrelse og forudsat renteniveauet forbliver lavt, så må der ventes en ændring af den ansvarlige lånekapital. Man vil nemlig blive i stand til at indfri disse relativt dyre lån takket være stigning i egenkapitalen. Et positivt forløb med pæn vækst vil naturligvis give større værditilvækst for aktionærerne, men trimning af udgiftsposterne vil fortsætte, hvis væksten udebliver. Det er en anden og dårligere vej frem end vækst.

I indeværende år er der udsigt til en lille nedgang i basisindtjeningen (2015: 411 mio. kr.). Øvrige regnskabsposter tegner til at udvise en markant forbedring - især som følge af lavere nedskrivninger på udlån. Kursreguleringerne var negative i

2015 med 58 mio. kr., og en forbedring er 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 skal bogføres som en del af nettoresultatet (overskudsdisponering, men reelt er det 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 så korrekt som muligt. 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 justeret overskud før skat i størrelsen 250 mio. kr. (300 – 56 mio. kr. vedr. renter på hybridkapital). Omregnet proforma ved fuld dansk selskabsskat vil det svare til ca. 190 mio. kr. (EPS 14,6 kr.). Egenkapitalens forretning proforma kan dermed anslås til 9,4%. 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 lav gearing (udlån + garantier målt i forhold til egenkapitalen) på kun 6,6x. Dette nøgletal for Nordea og Danske Bank er tilsvarende på hhv. 12,2x og 11,2x. Lavt kreditvolumen indebærer både lavere indtjening og risiko, da de to forhold hænger sammen.

Kurs/Indre værdi forholdet ligger betydeligt lavere for Sparekassen end de to største banker, nemlig 0,7 (100/153) mod Nordea 1,2 (66/56) og Danske Bank 1,3 (195/153). Udbyttepolitikken i Sparekassen sigter mod udlodning af 25% af årets overskud. For det unormalt korte overgangsårsområde som aktie i 2015 blev der udbetalt 3 kr. i udbytte. Aktien er prissat meget lavt. P/E (proforma 16E) kan opgøres til kun 6,8 (100/14,6). Perspektivet er en bredere interesse for papiret i de kommende år og dermed mulighed for en pæn kursudvikling.

## Regnskabstal

mio. kr.	2012	2013	2014	2015	2016PFE
Nettorenter + udbytter	493	519	603	616	590
Gebyrer + andet netto	260	623	324	408	430
Driftsudgifter inkl. afskr.	477	548	613	644	660
Basisresultat	277	594	314	380	360
Nedskrivninger	249	1.460	257	150	110
Kursregulering mv.	-6	-30	58	-94	50
Res. før skat	22	-895	115	136	300
Skat	-2	152	4	8	-54
Nettoresultat	20	-743	119	144	246
Hybridkapitaludgift				60	56
Aktionærers nettores.				84	190
Balance	16.983	20.099	19.322	18.730	19.500
Nettolikviditet	4.069	6.371	7.111	6.547	7.500
Udlån	9.259	10.906	9.981	9.763	10.000
Indlån	11.713	15.723	15.315	14.633	15.750
Immaterielle aktiver	213	186	174	162	150
Aktiveret skat	0	150	155	168	150
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	4.500

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.