

Udsigt til stor fremgang i år og videre frem. Forrentningen af egenkapitalen skal løftes markant opad i de næste tre år via vækst, øget effektivitet og større udlån. Sparekassens kundefokus er private og mindre virksomheder med lav risiko

- Sparekassen er midtvejs i gennemførelsen af strategiplanen "NYE VEJE", der dækker årene 2018-2021. Med børsnoteringen som platform fik man i 2018 mulighed for at gennemføre en relativ stor aktietegning og dermed et godt egenkapitalgrundlag omkring solvens og NEP-krav med plads til ekspansion. Hensigten er systematisk at udvide kundeaktiviteten med vægt på private og mindre/mellemstore virksomheder.
- Solvensmæssigt har Sparekassen en høj kapitaldækning på 17,0 %, hvoraf 12,1 % udgøres af selve egenkapitalen.
- Målsætningen for egenkapitalens forrentning er 9-11 % (2018: 7,2 %; 2019-estimat : 6,8 %). Indre værdi i Q3 ligger på 162 kr. Indtjening pr. aktie skal med andre ord bringes op i et niveau (udregnet for 2019) på 14-18 kr. i løbet af de næste tre år (2019E: 10,9 kr.). Planen betyder, at denne indtjeningsevne skal opnås i 2022.
- Aktien handles til P/E(19E) på 8,1 (88/10,9) og kurs/indre værdi på 0,54 (88/162).
- Udbyttebetalingen for 2018 var 2,5 kr. pr. aktie. Bestyrelsen vil overveje at revurdere udlodningspolitikken til en kombination af udbytte og opkøb af egne aktier. Det vil være mere aktionærvenligt og fornuftigt, da kurs/indre værdi ligger helt nede på 0,54.
- Aktien er belastet af en generel nedtur for bankaktier i Danmark og til dels samme udvikling i resten af Europa. Det skyldes lav rente, stagnation i forretningsomfanget og risiko for erstatningskrav vedrørende en række skandaleprægede affærer, som især store banker har været involveret i. Mellemstore banker som Sparekassen Sjælland – Fyn er ikke i klemme og kan i stedet få tilgang af kunder, som ønsker at finde en anden bankforbindelse med en passende størrelse.

Anbefaling:

Aktuel Kurs: 88
 Børs: MidCap
 Markedsværdi: 1.529 mio. kr.
 Antal aktier: 17,375 mio. styk
 Næste regnskab: Q4-regnskab den 07-02-2020

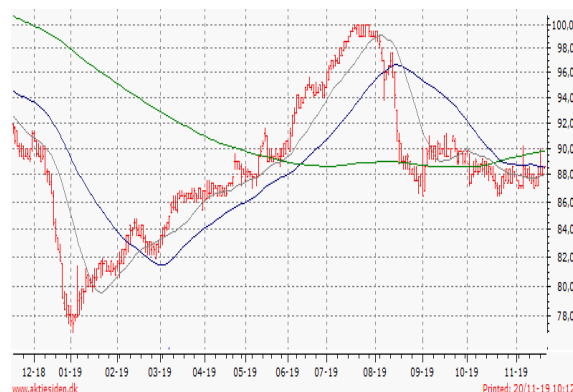
Kort sigt: Køb (uændret)
 Langt sigt: Køb (uændret)
 Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 85 - 100 (før 90-100)
 Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 100 – 130 (uændret)
 Tidligere anbefaling: Køb/Køb ved 91 (15-08-2019)



Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

I Q3 rapporten angives et forventet årsoverskud før skat på 215-240 mio. kr. Ved årets start ventede Sparekassen et resultat før skat på 180-210 mio. kr. Indtægterne er steget 10 % i år. Omkostningerne er under kontrol. Udlånet er kun vokset med 3 %, men der har været stor aktivitet med realkreditlån (nye lån plus konverteringer). Man øger nu indsatsen for erhvervskunder. Fire filialer på Fyn lægges sammen med de nærmeste (fra 15 til 11).

Strategiplan "NYE VEJE" giver den ønskede vækst, mens omkostningerne holdes under kontrol. Effektiviteten og rentabiliteten øges herved. Omlægningen af kapitalgrundlaget til mere egenkapital bidrager ligeledes.



Kursudvikling seneste 12 måneder:

Høj	100,0	/	Lav	79,8
-----	-------	---	-----	------

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.

Facts om Sparekassen Sjælland – Fyn

- Sparekassen har hovedkontor i Holbæk. Aktiviteterne dækker det meste af Sjælland og Fyn, idet man efter Finanskrisen købte aktiviteter fra Max Bank i Næstved og Sparekassen Fyn i sin helhed. Med virkning fra 30-08-2019 samledes seks filialer i København til tre, og i den kommende tid sammenlægges fire filialer på Fyn, således at tallet her reduceres fra 15 til 11. Til gengæld etableres fem nye erhvervscentre på Sjælland. Man vil herefter råde over 42 filialer og 9 erhvervscentre.
- Sparekassen beskæftiger pt. 582 medarbejdere. I de senere år har man oplevet en stor kundetilgang, således at kundebasen er på ca. 165.000 (senest oplyste tal). Af kunderne er cirka 30 % bosiddende på Fyn.
- Sparekassens virke bygger på sunde værdier med ønske om nærhed via lokal tilstedeværelse og en linje, hvor kunderne sættes i centrum. Sparekassens mission er beskrevet på denne måde: "Vores formål er at bidrage til at gøre lokalområdet til et bedre sted at leve, arbejde og drive virksomhed". Der sættes udelukkende på privatkunder og mindre erhvervskunder. Maksimum for størrelsen af en ny kundes kreditter og garantier er fastsat til 75 mio. kr. Der udføres en stram kreditstyring.
- Lokal tilstedeværelse med filialer benyttes til at øge forretningsomfanget, fastholde og tiltrække nye kunder. Filialnettet blev udvidet efter Finanskrisen, men i løbet af 2019-20 gennemføres der nu sammenlægninger i Københavnsområdet og på Fyn. Samtidig øges indsatsen over for mindre og mellemstore virksomheder med fem nye kundecentre. Det passer ind i strategiplanen (handlingsplanens punkt 2) og vil kunne øge udlånet.
- Produktmæssigt tilbydes alle normale former for bankydelser. Aktivitet med specielle finansielle kontrakter og betjening af store professionelle kunder overlader man til de store forretningsbanker.
- Realkreditlån tilbydes via en samarbejdsaftale med Totalkredit (Nykredit) og har et omfang på 29,1 mia. kr., mens realkreditlån til landbrug udbydes via DLR (omfang 9,9 mia. kr.), som man også er medejer af.
- Sparekassen er medejer af Bankinvest (investeringsforeninger).
- IT håndteres af Bankdata som leverandør. Der udvikles dog også internt IT som Den Digitale Sparekasse.
- Strukturen i indtægterne mellem hovedposterne renter og services/gebyrer var i 2018 fordelt 57/43 %.
- Fordelingen af udlån og garantier på kundetype i erhverv/private var 47/53 % ultimo 2018.
- Den Digitale Sparekasse er opbygget for at udnytte nye IT-muligheder. Man servicerer bestående kunder, men det er hensigten at tiltrække en ny kreds af kunder, der er interesseret i moderne, digital fjernbetjening. Med Den Digitale Sparekasse åbnes der adgang for kunder bosiddende i Jylland og andre steder i landet, hvor der ikke er filialer.
- 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 har en stringent politik om ikke at tildele aktieoptioner til bestyrelse og ledelse.
- Den 03-12-2015 blev sparekassen 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 øvrige ansvarlige kapital blev herefter omlagt og reduceret, hvilket har givet en markant rentebesparelse.
- Ejerforhold (senest oplyste): Fonden for Sparekassen Sjælland 4,97 %. AP Pension, Sydbank og Købstædernes Forsikring Gensidig har hver en aktiepost i intervallet 5,00-9,99 %. Ultimo 2018 havde selskabet ca. 27.000 aktionærer (2017: 26.000; 2016: 24.500). Sparekassen Fyn blev overtaget ved et direkte køb af aktierne, og aktionærkredsen består derfor i hovedsagen af kunder bosiddende på Sjælland.

Q1-3: Markant fremgang i forretningen – men belastning fra kurstab på obligationer

Indtægterne har udviklet sig godt for både renter (+6,5 %) og gebyrer (+15,5 %), samlet +10 %. Driftsudgifterne er næsten uforandrede, men opdelingen er ændret pga. nye regler for leasing. Hensættelser til tab er opgjort til 16 mio. kr. (10). Imidlertid er der i år kurstab på -45 mio. kr. (+34), og det spolerer (midlertidigt) resultatfremgangen. Det skyldes en omlægning af placeringen af likviditet mod obligationer for at håndtere negative renter i Nationalbanken. Overskuddet før skat bliver derfor uforandret på 193 mio. kr. (192), hvilket efter skat svarer det til 170 mio. kr. (174). Da renteudgiften til hybridkapital bogføres som en overskudsdisposition findes en ekstra udgiftspost, og den er i perioden reduceret med 31 mio. kr. takket være aktietegningen sidste år, som muliggjorde en omfattende omlægning af supplerende kapital og hybridkapital. Netto er der derfor opnået et overskud til aktionærerne på 152 mio. kr. (124), svarende til en fremgang på +22,5 %. Udregnet pr. aktie (EPS) er overskuddet (Q1-3) på 8,8 kr. (8,0), hvilket giver en reel fremgang på +10 %.

Væksten i de seneste 12 måneder i forretningsomfanget (indlån, udlån, garantier) er på +9 %. Væksten for den samlede kreditformidling er på +8 %. Egne udlån er dog kun vokset med +3 %, og det afspejler strukturudviklingen i Danmark med øget vægt af realkredit pga. lav rente og lave marginaler. Omlægning til puljeindlån udvikler sig stærkt med en tilvækst på +43 % til 1,7 mia. kr. i omfang. Balancen er vokset med +6 %.

Udviklingen i markedsforholdene har også ført til tre konkrete forandringer ud over håndteringen af likviditetsoverskuddet ind i obligationsplaceringer. For det første er det besluttet at reducere indsatsen i Københavnsområdet pga. prisudviklingen på boliger, som tenderer mod bobledannelse, og Finanstilsynets skærpede holdning hertil omkring krav til nye låntagere. Ledelsen har erkendt, at det vil betyde mindre aktivitet fremover med udlån til nye boligkunder, og derfor sammenlægges filialer (Valby, Vanløse og Kongelundsvej) med de nærmest liggende. På Fyn rationaliseres fire filialer bort, og de vil også blive overført til de nærmeste større enheder. Der vil blive opnået en pæn besparelse herved. På den offensive side er der til gengæld annonceret et udspil med etablering af fem nye erhvervskontorer på Sjælland for at komme tæt på flere kunder og styrke salgsindsatsen over for de små og mellemstore virksomheder (Strategiens spor 2) med henblik på at øge udlånet og dermed forbedre renteindtægterne på langt sigt. Sparekassen har jo et meget stort indlånsoverskud, og pt. er den modsatte situation med store udlån bedst.

Strategiplanen "NYE VEJE" går helt som ønsket. Konkurrencemæssigt har man fordel af de ledende bankers alvorlige problemer med skandalesager, da det øger kundernes interesse for andre banker/sparekasser.

Strategiplanen "NYE VEJE" er et vigtigt element for sparekassens positive udvikling

Den fireårige strategiplan kaldet "NYE VEJE" blev lanceret i 2017 og står nu over for start på sit tredje år. Den positive virkning af planen begynder for alvor at vise sig. Forud var gået en periode præget af opkøb, etablering af Den Digitale Sparekasse, udvidelse af filialnettet og medarbejderstaben samt børsnoteringen i 2015, der i 2018 blev fulgt op med en styrkelse af egenkapitalen. Det muliggjorde opsigelse af højt forrentede ansvarlige lån og hybridkapital. Udgangspunktet i 2017 var derfor en sparekasse, der havde fået en moderne profil som børsnoteret aktie med finansiell fleksibilitet og styrke, der via aktietegningen blev øget yderligere, så det vigtige punkt om kapitalgrundlaget kom helt på plads.

"NYE VEJE" indeholder fire finansielle målsætninger, der skal være opnået ved udgangen af 2021. Midlerne til at opnå målene skal baseres på syv strategiske spor. Succeskriteriet ligger i kombinationen af vækst og indtjeningsevne, hvor kreditstyring også indgår (især evnen til at forhindre nye dårlige kunder i at komme ind). Indtjeningen skal fremkomme ved effektivisering af salg og administration, så hver medarbejder bliver i stand til at håndtere markant flere kunder og transaktioner, hvorved indtægterne kan øges. Implicit er der altså indbygget et krav til at opnå pæn og vedvarende vækst for at denne balancegang kan føre til markant forbedret indtjening. Markedsandelen skal øges væsentligt. Tal for direkte udlån, formidlede realkreditlån og antallet af kunder er key performance indicators (KPI'er) for at følge med i dette forløb.

Strategiplanens fire finansielle målsætninger, som skal opnås i 2021 eller tidligere:

Øget effektivitet: Personale- og administrationsomkostningerne skal reduceres til 1,75 % af forretningsomfanget (indlån + udlån + garantier). Det vil svare til en effektiviseringsgevinst på ca. 100 mio. kr. årligt målt i forhold til udgangspunktet i 2017. Målet skal opnås som en kombination af stop for nye filialer, færre nyansættelser i de kommende år end hidtil plus naturlig fragang, forbedret administrativ håndtering og øget salgsindsats. Herigennem skal indtjeningen øges. Målet bør være opnåeligt, men det kræver en stor indsats af personalet og en positiv attitude. Nedsættelser i bemandingen indgår ikke i planen. Man vil vokse sig frem til en højere effektivitet/rentabilitet. Målet for dette nøgletal er som nævnt 1,75 %. Pr. 30-06-2018 var tallet 2,07 % og det er forbedret til 1,86 % pr. 30-09-2019. Det går den rigtige vej til gavn for indtjeningen.

Solid rentabilitet: Egenkapitalforrentningen efter skat skal ligge på 9-11 %. For 2018 var tallet på 7,2 %, og det har samme niveau i år. Den relativt store aktietegning i 2018 vil trække dette nøgletal ned i den første tid, idet aktiviteten ikke straks vokser tilsvarende (indfasning). Øget aktivitet og effektivitet skal løfte rentabiliteten op i det ønskede niveau.

Høj indtjening pr. omkostningskrone: Nøgletallet ønskes forbedret til 1,70 kr. mod 1,25 kr. opnået i 2018. Pr. 30-09-2019 er tallet steget til 1,42 kr.

Et robust fundament: Den afgørende restriktion på handlefriheden er håndtering af risikostyring og niveauet for solvensdækningen. For solvensen er den ønskede norm fastlagt til mindst 13 % ud fra egentlig kernekapital. Dette tal ligger på 12,1 % pr. 30-09-2019. Den samlede kapitalprocent skal efter planen være på mindst 17 % - og dette tal er netop nået ultimo Q3 med 17,0 %.

På det konkrete niveau med handlingsplaner er der opstillet syv fokuspunkter:

Sparekassens formål og vision som et ansvarligt og lokalt orienteret pengeinstitut skal give vækst af kunder.

Der skal udvides inden for små og mellemstore erhvervskunder. Fem nye erhvervscentre er netop besluttet.

Det digitale potentiale skal udnyttes ved eksempelvis kampagner på Facebook, Twitter og LinkedIn (SO-ME).

Personalet skal uddannes til at øge salg og indtægter med vægt på servicering af kunder via et effektivt filialnet.

Systemer og rutiner skal forbedres for at fremme driften og frigive tid til kundedialog (bruge tiden effektivt).

Sparekassen skal være bedre til at udnytte digitale datamængder (Big Data) i sin aktivitet og drift.

Organisationen skal indrettes og fungere ud fra filialstrukturen med henblik på at kunne skabe vækst.

Sparekassens risikoprofil angående kapitalforhold og likviditet

Sparekassens samlede solvensmæssige risikoeksponering opgøres pr. 30-09-2019 til 18.381 mio. kr. – en stigning på +4,2 % fra årsskiftet. Den mest bemærkelsesværdig udvikling er en stor forøgelse af Finansgarantier, der er steget med +90 % til 2.355 mio. kr. Tabsgarantier for realkreditlån er trods stor aktivitet i indeværende år kun vokset med +2,5 %. Det er derfor vigtigt at have en stram risikostyring, hvilket også er tilfældet. Maksimum for en ny kundes kreditter og garantier er fortsat fastlagt til 75 mio. kr. Solvensberegningerne omfatter en række ordninger ud over den simple 8 % regel, idet der er indført supplerende regler. Kapitalprocenten er pr. 30-09-2019 på 17,0 %, mens kapitalbehovet er opgjort til 9,4 %. De kombinerede bufferkrav er på yderligere 3,5 %, således at det samlede kapitalkrav udgør 12,9 %. Overdækningen fra 17,0 % er dermed på 4,1 %. Bufferkravet øges i 2020 til 4,5 %.

De nye NEP-krav (nedskrivningsegne passiver), som er under indfasning, indebærer også en stramning af reguleringen af banker. For Sparekassens vedkommende er der dog tale om næsten samme niveau som den nuværende faktiske solvensmæssige kapitaldækning med et behov på 17,6 % svarende til 14,2 % af forpligtelserne. Umiddelbart burde der ikke være behov for optagelse af særlige lån med NEP-klausuler, og dermed vil man kunne undgå en merrenteudgift hertil.

Strukturen i den samlede risikoopgørelse i forbindelse med solvensberegningen domineres af kreditter med 80 %, mens markedsrisici står for 9 %, og operationelle forhold udgør de resterende 11 %.

Sparekassens risikoprofil må vurderes som lav set ud fra Finanstilsynets såkaldte Tilsynsdiamant, der søger at opstille de vigtigste parametre for den løbende udvikling. Ideen i Tilsynsdiamanten er at etablere en let sammenlignelig advarselsslampe, som kan sammenlignes med andre pengeinstitutters forhold. Et andet interessant punkt er eksponeringen over for kunder i landbruget (1,6 mia.kr.), hvilket pr. 30-09-2019 svarer til 8,6 % af udlån og garantidebitorer. Omfanget af realkreditlån formidlet via DLR er dog meget stort, idet tallet er nået op på 9,9 mia. kr.

Tilsynsdiamanten

Sparekassen ligger inden for alle pejlemærkerne i Finanstilsynets risikostyringsværktøj "Tilsynsdiamanten", der på fem konkrete områder opstiller risikobaserede målepunkter, som pengeinstitutterne skal overholde.

De fem målepunkter og de aktuelle opgørelser:

Pejlemærke	Grænseværdi	Koncernen 30.09.2019	Koncernen 30.09.2018
Summen af store engagementer i procent af den egentlige kernekapital	< 175 %	85,3 %	99,9 %
Udlånvækst p.a.	< 20 %	3,2 %	5,7 %
Ejendoms eksponering af udlån og garantier	< 20 %	11,5 %	13,9 %
Likviditetspejlemærke	> 100 %	318 %	268 %
Funding ratio Udlån / arbejdende kapital fratrukket obligationer med restløbetid under 1 år	< 1,00	0,53	0,53

Sparekassen overholder med god margin de nye NEP-krav, der vil blive indfaset gradvist over en femårig periode med fuld effekt fra 01-01-2023. NEP-kravet har til formål at sikre, at et pengeinstitut på forhånd har tilstrækkeligt med nedskrivningseggede passiver til, at der kan gennemføres en restrukturerings eller afvikling af pengeinstituttet, hvis det skulle blive nødlidende (og dermed vil man prøve at undgå statslig overtagelse med risiko for tab). NEP-kravet opgøres som summen af solvensbehovet, det kombinerede bufferkrav og et NEP-tillæg. For Sparekassen er NEP-kravet opgjort til 17,6 % svarende til 14,2 % af de samlede forpligtelser og kapitalgrundlaget. Dette tal er altså endnu strammere end solvensreglen.

Udviklingen i Sparekassens kvalitet af udlån og garantier fremgår af nedenstående opstilling fra kvartalsregnskabet. Tendensen med en forbedring af kundernes bonitet fortsætter, og eksempelvis er de svageste kunder (Finanstilsynets bonitetskategori 1: OIK-kunder) reduceret 19 kvartaler i træk.

Bonitetskategorier + samlet kreditformidling

Udlån og garantier efter nedskrivninger fordelt efter Finanstilsynets bonitetskategorier - Sparekassen Sjælland-Fyn A/S (koncernen)

	3. kv. 2019		2018		2017		2016		2015	
	DKK mio.	%	DKK mio.	%	DKK mio.	%	DKK mio.	%	DKK mio.	%
3 / 2a - Udlån og garantier med normal bonitet	11.292	59,3	10.249	58,5	9.965	59,0	9.011	59,3	5.791	42,7
2b - Udlån og garantier med visse svaghedstegn	5.864	30,8	4.942	28,2	4.174	24,7	2.850	18,7	3.486	25,7
2c - Udlån og garantier med væsentlige svaghedstegn	1.139	6,0	1.143	6,5	1.389	8,2	1.434	9,4	1.994	14,7
1 - Udlån og garantier med objektiv indikation på kreditforringelse	762	4,0	1.197	6,8	1.366	8,1	1.914	12,6	2.300	16,9
Total	19.057	100,0	17.531	100,0	16.894	100,0	15.209	100,0	13.571	100,0

Fordeling - landbrugssektoren

	3. kv. 2019		2018		2017	
	DKK mio.	%	DKK mio.	%	DKK mio.	%
3 / 2a - Udlån og garantier med normal bonitet	698	42,4	572	39,4	539	43,1
2b - Udlån og garantier med visse svaghedstegn	683	41,5	579	39,9	396	31,7
2c - Udlån og garantier med væsentlige svaghedstegn	183	11,1	163	11,2	154	12,3
1 - Udlån og garantier med objektiv indikation på kreditforringelse	81	4,9	139	9,5	162	12,9
Total	1.646	100,0	1.453	100,0	1.251	100,0

Samlet kreditformidling

	3. kv. 2019	2018	2017	2016
	DKK mio.	DKK mio.	DKK mio.	DKK mio.
Udlån, sparekassen	12.416	12.174	11.681	10.474
Totalkredit	29.073	27.229	25.336	24.293
DLR	9.928	9.001	7.857	6.927
Total	51.417	48.404	44.874	41.694

Aktiekursen er presset af en alvorlig negativ bølge omkring de store banker

Udviklingen følger pænt strategiplanen "NYE VEJE". Der er samtidig opstået øget lyst til at skifte bank blandt potentielle kunder som følge af almen utilfredshed med de store landsdækkende bankers opførsel i en række tilfælde med skandaløse forhold og deres generelle behandling af mindre kunder. Det giver medvind, men der er samtidig stik modvind fra renteforholdene. Her befinder vi os i en hidtil ukendt situation i Europas historie med negative renter i lande med en sikker økonomi inden for Euroland. Det omfatter også Danmark, som valutamæssigt er tæt knyttet til Euro.

Børsnoteringen gav Sparekassen en tidssvarende struktur og adgang til at styrke kapitalgrundlaget. Med sidste års store aktietegning blev denne side bragt på plads, og kræfterne kan nu bruges på ekspansion. Det er blevet muligt at tilpasse filialdækningen ud fra det forventede aktivitetsniveau og derved opnå forbedret lønsomhed, uden at der ændres ved nærhedsprincippet, som fortsat er et centralt punkt. Kombinationen af effektivisering, salgsofokus og vækst er dermed ved at tage fat som drivkraft i udviklingen.

Gode konjunkturforskel og lave renter giver høje priser på fast ejendom og små tab på udlån. Angående direkte bankudlån er efterspørgslen imidlertid lav, og af Sparekassens totalt formidlede kreditomfang udgør dens egen andel kun 24 %. Totalkredit står for 57 % og DLR for 19 %. Disse samarbejdsaftaler har derfor afgørende betydning for Sparekassen som virksomhed. Risikomæssigt burde den medfølgende eksponering vedrørende tabsgarantier være til at håndtere selv i tilfælde af en ny krisesituation.

Tidsfaktoren (målt i forhold til Finanskrisens udbrud i september 2008) har efterhånden reduceret de problematiske udlån, men for landbrugets vedkommende er der tale om en strukturmæssig udvikling, som fortsætter trods forbedrede markedspriser i år for især svinekød.

De stadig mere indviklede og skærpede krav til regulering og kapitalgrundlag begrænser dog indtjeningen. Uanset det er der udsigt til fremgang i de kommende år fra udvidet volumen, og det skal løfte egenkapitalens forrentning opad. For 2019 estimerer vi et tal på 6,8 % (2018: 7,2 %). Målet er sat til 9-11 % i egenkapitalforrentning efter skat, hvilket giver en antydning af ambition om et markant løft i indtjeningen på hele +40 % i løbet af planperioden, der slutter ultimo 2021. Her sker der dog nu en udvikling for de store banker i nedadgående retning, idet man flere og flere steder erkender, at lavrenteforholdene år efter år kombineret med lav økonomisk vækst sætter indtjeningen under voksende pres. Nordea's nye topchef har for nylig ændret sin målsætning på dette punkt til "mindst 10 %", hvor man pt. ligger på ca. 9 % (uden årets store XO-poster).

Pengeinstitutbranchen er udsat for et generelt pres. De eneste lyspunkter produktmæssigt er formidling af realkreditlån og volumenvækst inden for pensionsopsparing, herunder kapitalforvaltning. Selv aktivitet relateret til aktiemarkedet er ved at dæmpes ned og blive mere normal indtjeningsmæssigt.

Sammen med en række negative medieangreb rettet mod de største banker i Norden, har det ført til dårlig kursudvikling for bankaktier af enhver art. Denne udvikling er klart negativ for Sparekassen, der må betragtes som en lavrisiko detailkundeorienteret Sparekasse i sin virksomhed uden nogen involvering eller relation til de verserende skandalesager. Af samme årsag er man i stand til at tiltrække nye kunder og opnå vækst i et marked kendetegnet af stagnation. Kort fortalt er de store bankers aktiekurser faldet kraftigt igennem 2019 og dermed mindskes de fortrin Sparekassens aktie tidligere havde angående lave nøgletal for P/E og kurs/indre værdi. Ud fra vores 2019 estimat ligger de to tal på 8,1 (88/10,9) og 0,54 (88/162). Danske Bank er i søgang med unormale forhold og kan ikke tjene som pejlemærke. Nordea handles til P/E 10,9 (uden XO-poster) og kurs/indre værdi 0,87. Jyske Bank har P/E 10,3 og kurs/indre værdi 0,54. Sparekassens aktiekurs er med andre ord blevet presset oppefra. Fordelen burde være lav risikoprofil og ingen eksponering mod skandaletrusler.

Vi vurderer aktien på linje med mere almindelige handels-, service- og industriselskaber med normale forhold for indtjening og vækst, altså er det afgørende punkt værdien af Sparekassens funktioner i samfundet. Balladen i højfinansien er uvedkommende. Aktien må derfor anses for en fornuftig langsigtet placeringsmulighed. De store bankers aktiekurser er mere svingende, og i øjeblikket er de presset overraskende langt ned. Når de store bankaktier igen opnår positiv interesse som placering, vil det kunne trække de mere traditionelle, mellemstore danske pengeinstitutter med op.

Styrker – Svagheder – Muligheder –Trusler

Styrker

Nærhedsprincippet med personlige og tætte bånd til kunderne er en afgørende parameter. Det styrker Sparekassen i de områder, hvor man har filialer. Den Digitale Sparekasse er landsdækkende, men udgør en ny satsning, som ledelsen er meget fåmælt omkring. Kundebasen er vokset markant i de senere år, og der satses på at opbygge varige relationer. Der er derfor mulighed for mersalg fremadrettet, herunder indskud i investeringspuljer, der giver gode indtægter til Sparekassen. Man tilbyder kunderne alle normale bankprodukter men afstår bevidst fra aktivitet med specielle finansielle produkter (afværge risiko i tilfælde af uro på finansmarkedet).

Svagheder

Tilgang af nye kunder indebærer risiko, da deres kreditværdighed ofte er lavere end gennemsnittet. Det skyldes blandt andet, at kundeloyaliteten generelt er høj her i landet. Stram styring af kredithåndteringen og høje acceptkrav for nye udlånskunder er vigtig. Beslutningen om at holde nye engagementer under en grænse på maksimalt 75 mio. kr. betyder fravalg af en del lukrative kundeforhold.

Muligheder

Strategiplanen "NYE VEJE" vil løfte indtjeningen frem mod 2022. Hovedpunktet i planen er at opnå større effektivitet, og det skal give mere tid til kundedialog med henblik på mersalg og derved muliggøre højere indtjening. Skift til investerings- og pensionspuljeordninger rummer betydelige fordele. Effektiv udnyttelse af Big Data og brug af sociale medier skal give kundetilgang med mersalg og højere indtjening som resultat.

Trusler

Sparekassen er afhængig af de økonomiske konjunkturforskel i Danmark – i særdeleshed på Sjælland og Fyn. Man vil derfor 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 eller en ny krise inden for landbrugssektoren.

Regnskabstal

mio. kr.	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
Nettorenter + udbytter	603	616	569	570	565	600
Gebyrer + andet netto	324	408	413	440	435	500
Driftsudgifter inkl. afskr.	613	644	696	750	795	800
Basisresultat	314	380	286	260	205	300
Nedskrivninger	257	150	107	33	4	30
Kursregulering mv.	58	-94	49	46	29	-25
Res. før skat	115	136	228	273	230	245
Skat	4	8	-12	-16	-22	-25
Nettoresultat	119	144	216	257	208	220
Hybridkapitaludgift		-60	-56	-56	-60	-30
Aktionærernes nettoresultat		84	160	201	148	190
Balance	19.322	18.730	19.859	21.487	23.857	26.000
Nettolikviditet	7.111	6.547	6.780	6.689	8.017	8.200
Udlån	9.981	9.763	10.474	11.681	12.174	12.700
Indlån	15.315	14.633	15.647	16.589	18.223	18.700
Immaterielle aktiver	174	162	150	138	125	110
Aktiveret skat	155	168	162	163	176	160
Efterstillede lån	1.148	995	996	988	840	930
Egenkapital	1.634	1.939	2.058	2.228	2.697	2.920
Garantier mv.	3.929	3.773	4.735	5.213	5.357	6.500

Seneste analyser:

Dato	Kurs	Anbefaling:	
		Kort sigt	Langt sigt
15-08-2019	91	Køb	Køb
22-05-2019	89,5	Køb	Køb
22-02-2019	85,6	Køb	Køb
08-11-2018	95	Køb	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.