



Kapitalgrundlaget blev fremtidssikret i 2018. Det næste trin for 2019-21 er effektivisering og vækst

- Aktietegningen med 437 mio. kr. i provenu har styrket egenkapitalgrundlaget og muliggjort en omlægning af den øvrige ansvarlige kapital. Det vil give en besparelse på 35 mio. kr. årligt. Baseret på et solidt solvensgrundlag er man klar til at udvide aktiviteten med kundeforhold. Rammerne er bragt på plads. Drift og risikostyring er i fokus.
- Strategiplanen Nye Veje er gået ind i sit andet år, og indsatsen består nu i at gennemføre interne forbedringer af effektiviteten og øge indsatsen i salg af produkter såvel som at skaffe tilgang af nye kunder.
- Kapaciteten vil ikke blive udvidet hverken personalemæssigt eller med flere filialer.
- Hensigten er at forbedre indtjeningen efter en årrække med uforandrede bruttoindtægter og voksende udgifter ved en kombination af større salg og minimal stigning i omkostningerne. Indtægter i forhold til omkostninger skal have et løft fra 1,25x til 1,7x senest ultimo 2021.
- Aktien handles aktuelt til P/E(19E) på 8,7. Udbytte betales med 2,5 kr. pr. aktie.
- Solvensmæssigt har Sparekassen en høj kapitaldækning på 17,7 %, hvoraf 13,0 % udgøres af egenkapital.
- Målsætningen for egenkapitalens forrentning er 9-11 % (2018: 7,2 %). Indre værdi er 155 kr. Indtjening pr. aktie skal dermed bringes op i et niveau omkring 15 kr. i de næste tre år (2018: 9,3 kr.).
- Perspektivet for de kommende års udvikling er gennemførelse af strategiplanen. For investorerne giver det grundlag for at forvente et niveauskift i indtjeningen på +50 % over tre år og dermed udsigt til en holdbar kursstigning for aktien.
- En joker situation med stor upside værdi vil opstå, hvis der indtræder et veritabelt opbrud i den etablerede struktur blandt danske privatkunder med flugt fra store til små banker som følge af utilfredshed.
- Aktien befinder sig fortsat i skyggen af den store aktietegning i 2018. Udvidelsen af den cirkulerende mængde aktier skal finde plads hos investorer med langsigtede porteføljer. Børskursen må anses for unaturlig lav af denne årsag, men tiden vil løse det.

Anbefaling:

Aktuel Kurs: 85,6

Børs: MidCap

Markedsværdi: 1.487 mio. kr.

Antal aktier: 17,375 mio. styk

Næste regnskab: Q1 regnskab – 9. maj 2019

Kort sigt: Køb (uændret)

Langt sigt: Køb (uændret)

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 80 - 100 (før 90-120)

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 100 – 130 (før 120-140)

Tidligere anbefaling: Køb/Køb ved 95 (08-11-2018)



Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Resultatet før skat forventes at blive på 180-210 mio. kr. Kursreguleringer påregnes at ligge på nulpunktet. Tallet for hensættelser vil stige efter et år med minimale tab. Der er bekymring angående landbruget (og Brexit), og i 2018 blev der foretaget ekstra hensættelser. 2019 er andet år i strategiplanen Nye Veje. Fokus er nu rettet mod vækst og effektivisering. Indtægterne skal øges og omkostningerne holdes under kontrol for at forbedre den basale indtjening. Udgiften til ansvarlige kapital lån og hybridkapital vil blive reduceret efter omlægningerne sidste år.



Kursudvikling seneste 12 måneder:

Høj 112 / Lav 79,2

Bemærk at 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 og aktiviteter på det meste af Sjælland og Fyn. Tilstedeværelsen på Fyn med 15 filialer og et erhvervscenter fremkom ved køb af Sparekassen Fyn i Fåborg. I oktober 2016 blev disse aktiviteter overført fra datterselskabet til moderselskabet og firmanavnet blev derfor ændret til Sparekassen Sjælland – Fyn. Børsnoteringen fandt sted den 03-12-2015 til kurs 99. I april 2018 er der gennemført en aktietegning (3:1 til kurs 105) med et provenu på netto 437 mio. kr.
- Sparekassen har 49 filialer. Hertil kommer 4 erhvervscentre placeret i Holbæk, København (Islands Brygge), Næstved og Odense. Antallet af medarbejdere er 616, og man betjener mere end 160.000 kunder. Tilvæksten i kundeomfanget fortsætter selv om udbygningen med flere filialer er standset. Af kunderne er ca.30 % fra Fyn.
- Sparekassens virke bygger på sunde værdier med ønske om nærhed via lokal tilstedeværelse og en linje, hvor kunderne sættes i centrum. Der satses udelukkende på privatkunder og mindre erhvervs-kunder. Maksimum for en ny kundes kreditter og garantier er fastlagt til 75 mio. kr., altså ingen nye store kunder.
- Lokal tilstedeværelse med filialer anses for en afgørende parameter for at øge forretningsomfanget og tiltrække mange nye kunder. Filialnettet er derfor blevet udvidet systematisk, men pt. er der ikke planer om at åbne flere. Sparekassens overordnede mission lyder: "Vores formål er at bidrage til at gøre lokalområdet til et bedre sted at leve, arbejde og drive virksomhed". Man søger altså at være samfundsbevidst og optræde i øjenhøjde med almindelige kunder.
- Produktmæssigt tilbydes alle normale former for bankydelser. Aktivitet med specielle finansielle kontrakter og betjening af store professionelle kunder overlader man derimod til de store forretningsbanker.
- Realkreditlån tilbydes via samarbejdsaftalen med Totalkredit (Nykredit), der er organiseret på fælles basis med andre lokale pengeinstitutter. Man er ligeledes medejer af og partner med DLR, der yder realkreditlån til landbrug. Sparekassen er desuden medejer af BankInvest.
- 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, altså stor vægt af privatkunder.
- En Digital Sparekasse er opbygget og udvides løbende for at udnytte de nye IT-muligheder. Hensigten er at tiltrække en ny kreds af kunder, der er interesseret i moderne, digital fjernbetjening. Med Den Digitale Sparekasse åbnes der samtidig mulighed for at få adgang til kunder bosiddende i Jylland og andre steder i landet uden filialer.
- Direktionen udgøres af administrerende direktør Lars Petersson (født 1967) og Sparekassedirektør Bruno Riis-Nielsen (født 1953). Arkitekt 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 (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:ca. 24.500). Sparekassen Fyn blev overtaget ved et direkte køb af aktierne, og aktionærkredsen består derfor i hovedsagen af kunder bosiddende på Sjælland.

Året 2018: Første år i strategiplanen "Nye veje" med gennemførelse af en omlægning af kapitalforholdene.

Den 4-årige plan "Nye Veje" blev lanceret i november 2017, og resultaterne skal opnås gradvis med status ultimo 2021 som målstrøg. Indledningsvis er der i 2018 gennemført en omfattende styrkelse og ændring af kapitalgrundlaget. Ud fra denne base skal den videre indsats foregå med fokus på organisk vækst og effektivisering over de kommende tre år. Hovedpunktet var en stor aktietegning, der tilførte 437 mio. kr. i ekstra egenkapital svarende til ekstra +21 %. Med denne styrke i ryggen åbnedes adgang til indfrielse af ansvarlige lån og hybridkapital med høj forrentning. Desuden blev det muligt at tilpasse omfanget af disse lån til det faktiske behov, så der ikke længere er tale om en dyr overdækning. Samlet påregnes en årlig besparelse på 35 mio. kr. Som et element i aktietegningen blev der ikke udbetalt udbytte for 2017.

Forretningsomfanget er vokset med +8 % defineret som summen af indlån-udlån-garantier. Realkreditlån voksede også med +8 %. Risikoopgørelsen (solvenskravet) viser dog kun en stigning i årets løb på +4 %. Personalestaben blev udvidet fra 585 til 616 (+ 5 %). Der er indledt en tilpasning nedad i bemanningen i lyset af det fremtidige behov og derfor afholdt udgifter til fratrædelser. IT-udvikling er fortsat både i eget regi og i den fælles platform hos Bankdata.

Udviklingen omkring tab og hensættelser har været særdeles positiv, og årets nettobeløb på 4 mio.kr. er så lavt, at det betegnes som forbigående. Der er endog hensat 17 mio. kr. ekstra i en generel reserve vedrørende risici på landbrug.

Tilbageførte hensættelser har muliggjort dette. I resultatopgørelsen indgår en særlig værdiregulering af aktieposten i BI Holding (administrationsselskab for BankInvest) på 35 mio. kr. I kraft af styrkelsen af egenkapitalen er solvensforholdene forbedret.

Strategiplanen "Nye Veje" er gået ind i sit andet år og skal nu fokusere på driftens effektivitet og salgsindsatsen

De overordnede rammer i Sparekassen er nu bragt helt på plads med omdannelsen til aktieselskab, børsnoteringen og i 2018 en styrkelse af egenkapitalen via en stor aktietegning, der blev fulgt op med en omlægning af ansvarlig kapital med en høj rentebetaling. Filialnettet er blevet udvidet i det ønskede omfang, og der er ikke pt. planer om opstart af flere enheder. Desuden har man opbygget en ny og dynamisk platform under navnet "Den Digitale Sparekasse". På dette grundlag skal indsatsen nu forbedres for at øge indtjeningen ved at udvide indtægtsgrundlaget i et marked præget af stagnation. Ressourcerne skal ikke udvides, og ideen er at vokse via højere effektivitet, idet de frivgne kræfter skal bruges til øget salgsindsats. Her skal IT-forbedringer indgå som hjælpemiddel.

Stagnation kendetegner hele markedet for bankydelse, idet formidling af realkreditlån dog fortsat viser pæn vækst. Strategiplanen "Nye Veje" skal gennemføres, og det udgør en stor opgave. Succeskriteriet ligger i kombination af vækst og indtjeningsevne, hvor kreditstyring også indgår (evnen til at forhindre 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. Kort fortalt skal markedsandelen øges væsentligt, og tallene for direkte udlån, formidlede realkreditlån og antallet af kunder er key performance indicators for at følge med i dette forløb.

Strategiplanen omfatter 4 finansielle målsætninger, som skal opnås i 2021 eller tidligere:

- 1) Øget effektivitet: Personale- og administrationsomkostningerne skal reduceres til 1,75 % af forretningsomfanget (indlån + udlån + garantier). Det vil indebære en effektiviseringsgevinst på ca. 100 mio. kr. årligt fra udgangspunktet. Opgjort ultimo 2018 ligger dette tal på 2,09 %. Målet skal opnås som en kombination af stop for nye filialer, færre nyansættelser i de kommende år end hidtil plus fragang ved pensionering, 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. Nedsikringer i bemandingen indgår ikke i planen. Man vil vokse sig frem til en højere rentabilitet.
- 2) Solid rentabilitet: Egenkapitalforrentningen efter skat skal ligge på 9-11 %. For 2018 blev tallet 7,2 %. Det vil kræve et markant løft i indtjeningen, hvilket kan opnås, såfremt punkt 1 og punkt 3 efterleveres.
- 3) Høj indtjening pr. omkostningskrone: Nøgletallet ønskes forbedret til 1,70 kr. mod 1,25 kr. opnået i 2018.
- 4) Et robust fundament: Den afgørende restriktion på handlefriheden er risikostyringen og niveauet for solvensdækningen. For solvensen er den ønskede norm fastlagt til mindst 13 % ud fra egentlig kernekapital. Dette tal ligger på 13,0 % i 2018. Den samlede kapitalprocent skal efter planen være på mindst 17 %, og dette tal er nu 17,7 %. Sparekassens individuelle solvenskrav er fastsat til 9,5 % plus et bufferkrav på 1,9 %.

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

- 1) Sparekassens formål og vision som et ansvarligt og lokalt orienteret pengeinstitut skal give vækst af kunder.
- 2) Der skal udvides inden for erhvervs-kunder (små og mellemstore).
- 3) Det digitale potentiale skal udnyttes ved eksempelvis kampagner på Facebook, Twitter og LinkedIn (SO-ME).
- 4) Personalet skal uddannes til at øge salg og indtægter med vægt på servicering af kunder via et effektivt filialnet.
- 5) Systemer og rutiner skal forbedres for at fremme driften og frigive tid til kundedialog (brug tiden effektivt).
- 6) Sparekassen skal være bedre til at udnytte digitale datamængder (Big Data) i sin aktivitet og drift.
- 7) Organisationen skal indrettes og fungere ud fra filialstrukturen med henblik på at kunne skabe vækst.

Risikoprofil angående kapitalforhold og likviditet

Solvensberegningerne omfatter en række ordninger ud over den simple 8 % regel, idet der er tilføjet supplerende regler. Kapitalprocenten er ultimo 2018 opgjort til 17,7, hvoraf den egentlige egenkapital dækker 13,0 %. Det hårdeste kapitalkrav (individuelle) er blevet opgjort til 9,5 % plus et bufferkrav på yderligere 1,9 %, således at tallet samlet bliver på 11,4 %. Det individuelle solvenskrav set i forhold til det generelle lovkrav på 8 % udtrykker den merrisiko, som et

pengeinstitut tildeles af Finanstilsynet. Her er der tale om et lavt tillæg, hvilket indikerer begrænset vurderet risiko. Den kapitalmæssige overdækning kan opgøres til 1.450 mio. kr. i absolutte tal.

Strukturen i den samlede risikoopgørelse i forbindelse med solvensberegningen domineres af kreditter med 83 %, mens markedsrisici står for 7 %, og operationelle forhold udgør de resterende 10 %.

Hvis man beregner nøgletallet gearing (egenkapital i forhold til udlån og kreditrelaterede garantier), har Sparekassen et meget lavt niveau, nemlig kun 5,9 x baseret på den samlede egenkapital. Beregnet ud fra den solvensjusterede egenkapital (fraregnet immaterielle aktiver, udskudt skat, store aktieposter og udbytte) er tallet 6,9 x. Likviditetsoverskuddet (Indlån - Udlån) er på hele 6,0 mia. kr. Det ekstremt lave renteniveau indebærer imidlertid, at denne glimrende styrkeposition ikke er værdsat, da cash-reserven ikke bidrager til indtjeningen men i stedet indebærer en risikoeksponering (mulighed for kurstab).

Risikoprofilen må også 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 advarselslampe, som kan sammenlignes med andre bankers forhold. Det skal bemærkes, at Finanstilsynet efter sit seneste kontrolbesøg hæftede sig ved muligheden for lavere kvalitet blandt nye udlånskunder. Ledelsen fører ellers en stram kreditpolitik og har fastsat et lavt maksimumbeløb på 75 mio. kr. per kunde, og det udgør et vigtigt punkt i denne sammenhæng. Eksponeringen over for kunder i landbruget mv. udgør 8,3 % af udlån og garantidebitorer ultimo året.

Tilsynsdiamanten

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

De fem målepunkter og de aktuelle opgørelser:

Pejlemærke	Grænseværdi	Koncernen 31.12.2018
Summen af store eksponeringer (nyt pejlemærke)	< 175 % af den egentlige kernekapital	96,1 %
Summen af store engagementer (gammelt pejlemærke)	< 125 %	0,0 %
Udlånsvækst p.a.	< 20 %	5,5 %
Ejendomseksponering	< 25 % af udlån og garantier	12,8 %
Likviditetsoverdækning	> 100 %	318 %
Stabil funding	< 1,00 Udlån / arbejdende kapital fratrukket obligationer med restløbetid under 1 år	0,53

Den kontrollerede styring af udviklingen medfører, at sparekassen heller ikke fremadrettet forventer at have problemer med at overholde Tilsynsdiamantens grænseværdier.

Udviklingen i Sparekassens udlån og garantier fremgår af nedenstående opstilling fra 2018 årsregnskabet. Der er opnået en stor forbedring i de seneste år med reduktion af de svageste låntagere.

Bonitetskategorier

Udlån og garantier efter nedskrivninger fordelt efter Finanstilsynets bonitetskategorier - Sparekassen Sjælland-Fyn A/S koncern

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

Fordeling - Landbrugssektoren

	2018		2017	
	DKK mio.	%	DKK mio.	%
3 / 2a - Udlån og garantier med normal bonitet	572	39,4%	539	43,1
2b - Udlån og garantier med visse svaghedstegn	579	39,9%	396	31,7
2c - Udlån og garantier med betydelige svaghedstegn	163	11,2%	154	12,3
1 - Udlån og garantier med objektiv indikation på værdiforringelse	139	9,5%	162	12,9
Total	1.453	100,0%	1.251	100,0

Vurdering af Sparekassen Sjælland – Fyn som investering

Resultatmæssigt har 2018 været et overgangså med stagnation i de samlede indtægter og højere omkostninger. Hensættelser er nedbragt yderligere. Kvaliteten af Sparekassens kreditter udvikler sig nemlig positivt - selv om landbrugskunderne er inde i en fase med langstrakte økonomiske problemer. Man har gavn af et bredt opsving i danske økonomi, som har bredt sig ud fra de største byer. Der er fremgang i kundebestanden og balanceposterne, men indtjeningen presses alligevel som følge af konkurrence. Kreditudvidelsen finder i disse år sted ved udstedelse af realkreditlån, mens egentlige banklån kæmper med stagnerende efterspørgsel. Heldigvis er der god aktivitet med formidling af disse realkreditlån, og det er produkter med lav risikoprofil for Sparekassen. Indtægterne fra garantiprovision udgør 171 mio. kr., der i hovedsagen vedrører garantiforhold fra formidling af realkreditlån, hvortil kommer gebyrer for ekspedition af disse lånesager. Denne situation viser tydeligt branchens afhængighed af aktiviteten inden for realkreditformidling og dermed behovet for at løfte indtjeningen i Sparekassens egen virksomhed i bred forstand. Det er hele ideen i "Nye Veje" planen. Samtidig udgør det en advarsel om de vanskeligheder, som skal overvindes for at indfri de ambitiøse mål.

Indtægter målt i forhold til omkostninger var sidste år på 1,25x (1.000 mio. kr. mod 795 mio. kr.). Målet er fastlagt til 1,7x ultimo 2021. Såfremt omkostningerne kan låses fast, skal indtægterne altså øges med 350 mio. kr. svarende til +35 %. Opgaven er mulig at gennemføre men vil kræve en kraftpræstation, som skal udføres samtidig med at risikoen ved en markant udvidelse af kreditomfanget skal holdes under streng kontrol. Højere priser og marginaler i indtjeningen må derfor også formodes at indgå, for at planen kan lykkes.

Renteforholdene med et historisk lavt niveau indebærer et hårdt pres på banksektorens forretning og indtjeningsevne. Her står mellemstore pengeinstitutter med stor vægt af detailkunder stærkere end de største banker, som fokuserer på erhvervs-kunder og finansiel handel. En normalisering af renteforholdene vil kunne medvirke til at forbedre indtjeningsevnen og genskabe et mere normallignende marked for udlån end forholdene under den nuværende overkapacitet og ekstremt lempelige pengepolitik igennem mange år. Desværre fører en sådan ubalance i markedet i reglen til voksende risikovillighed blandt udlånsvirksomheder, og til sidst kan det så udløse en ny økonomisk krise.

De markant skærpede regler for solvens, hensættelseskriterier og nu også krav om polstring med nedskrivningsegne passiver (NEP) udgør en belastning for rentabiliteten. Den kan bedst vurderes ud fra egenkapitalens forrentning efter skat. Her opnåede man et tal på 7,2 % sidste år, der skal sammenholdes med det langsigtede mål i strategiplanen på 9-

11 %. Danske Bank og Nordea er også udsat for pres på indtjeningen, hvortil kommer uafklarede, særlige problemer med tidligere skandalebehæftede aktiviteter. Deres rentabilitet er derfor faldet fra en norm på 11 % til ca. 9 % i 2018. Udsigten for de to ledende bankers indtjening i 2019 er et uændret niveau, hvilket dog forudsætter fortsat meget små hensættelser til kredittab. For Danske Banks vedkommende hersker der dyb usikkerhed angående en afslutning af den såkaldte Estlandsaffære med hvidvask, hvor omfanget udgør en ny rekord - verdensrekord vel at mærke. Kursniveauet for de to banker justeret for udbytte giver dem en værdiansættelse ud fra P/E(19E) på hhv. 7,2 (forudsat nul i bøder og erstatninger) for Danske Bank og 9,2 for Nordea. Målt ud fra indre værdi handles Nordea nøjagtig på dette niveau, mens Danske Bank pga. store bekymringer pt. er vurderet til en discount med ca. 0,75 (126/174-8,5).

Sparekassen er ud fra vores estimat efter udbyttet på 2,5 kr. vurderet til P/E (19E) på 8,7 (85,6-2,5/9,5). Indre værdi ligger på 155, så kurs/indre værdiforholdet efter udbytte er på kun 0,55. Udbytte foreslås betalt med 2,5 kr. pr. aktie, og det giver et direkte afkast fremadrettet på 3,0 % (2,5/85,6-2,5).

Vækstmulighederne kan komme ind i et boom, hvis de to store landsdækkende banker for alvor får problemer med deres adfærd og image, så kunderne begynder at flygte. Danskernes tålmodighed med grov adfærd fra højfinansens side er brugt op, men bankkunder er dybt loyale. De to store bankers markedsandel er på cirka halvdelen i Danmark og ca. 40 % inden for realkredit. En eventuel bølge af skift fra kundernes side vil derfor kunne bryde den nuværende struktur op og give store vækstmuligheder. Her er Sparekassen dog afhængig af Nykredit som partner ved udstedelse af realkreditlån, som udgør danskernes kerneprodukt inden for udlån. En anden konkurrent med mulighed for ekspansion er Jyske Bank, der for få år siden overtog BRFKredit og dermed fik kontrol over sit eget realkreditselskab.

En række danske sparekasser har behov for oprustning af deres kapitalgrundlag for at indordne sig under de skærpede EU-krav. Sparekassen har allerede håndteret denne udfordring og er klar til at indlede en fase med styret vækst, hvor højere indtjening er hovedsigtet. Nu er det aktionærernes (ejernes) tur til at stå i centrum blandt interessegrupperne og blive honoreret for at have båret virksomheden frem til den nuværende gunstige position.

Som investering rummer aktien derfor et godt udviklingspotentiale i de kommende år. Højere indtjening er i enhver form for virksomhed den afgørende drivkraft for en holdbar stigning i aktiekursen. Risikoprofilen må vurderes som lav. Interessen for aktien er imidlertid fortsat begrænset blandt aktørerne på børsmarkedet, og det medvirker ligeledes til at holde aktiekursen nede på et relativt lavt og dermed gunstigt niveau værdimæssigt. For langsigtede investorer udgør denne situation i sig selv et argument for at etablere en placering i aktien. Med forbehold for muligheden af en ny dramatisk afsporing i samfundsøkonomien ser fremtiden lovende ud. I en sparekasse med mindre kunder er aktiviteten præget af langvarige (ofte livslange) kundeforhold, og derfor er den langsigtede trend i udviklingen det afgørende punkt. Det er en køb-og-gem aktie. Som investor gør man nok klogt i at anlægge den samme tidsramme som strategiplanen: ultimo 2021, hvilket er tre år frem.

Styrker – Svagheder – Muligheder –Trusler

Styrker

Nærhedsprincippet med tætte bånd til kunderne udgør en afgørende styrke. Samtidig vil man via Den Digitale Sparekasse tiltrække og servicere nye kunder i hele landet. Man har over 160.000 kunder, der fortrinsvis udgøres af private og mindre/mellemstore virksomheder. Det åbner op for mersalg af bankservices fremover. Sparekassen tilbyder alle normale bankprodukter men afstår bevidst fra aktivitet med specielle finansielle produkter, hvor uro på finansmarkederne pludselig ville kunne påføre Sparekassen tab.

Svagheder

Den høje vækst i antallet af nye kunder indebærer også øget risiko. Boniteten (kreditværdigheden) af disse er ofte lavere end gennemsnittet, da kundeloyaliteten generelt er høj her i landet. Stram styring af kreditrisikoen og acceptkravene 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

Med strategiplanen "Nye Veje" er der lagt en ramme for en målrettet positiv udvikling frem til 2021. Hvis ledelsens retningslinjer kan gennemføres og fungerer som påtænkt, er der udsigt til et markant løft i indtjeningen. Hovedpunktet i planen er at opnå større effektivitet, der skal give mere tid til kundedialog med henblik på mersalg og derved muliggøre højere indtjening. Effektiv udnyttelse af indsamlede data og brug af sociale medier skal desuden danne grundlag for vækst med kundetilgang og mersalg/-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 i Danmark. "Worst case" scenario vil være en ny boligboble fulgt af markante prisfald på fast ejendom eller en egentlig krise for dansk landbrug. Boniteten hos en del af de nye kunder er lavere end gennemsnittet og rummer derfor højere risiko.

Regnskabstal

mio. kr.	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
Nettorenter + udbytter	603	616	569	570	565	580
Gebyrer + andet netto	324	408	413	440	435	450
Driftsudgifter inkl. afskr.	613	644	696	750	795	800
Basisresultat	314	380	286	260	205	230
Nedskrivninger	257	150	107	33	4	30
Kursregulering mv.	58	-94	49	46	29	10
Res. før skat	115	136	228	273	230	210
Skat	4	8	-12	-16	-22	-20
Nettoresultat	119	144	216	257	208	190
Hybridkapitaludgift		-60	-56	-56	-60	-24
Aktionærens nettores.		84	160	201	148	166
Balance	19.322	18.730	19.859	21.487	23.857	25.500
Nettolikviditet	7.111	6.547	6.780	6.689	8.017	8.500
Udlån	9.981	9.763	10.474	11.681	12.174	12.900
Indlån	15.315	14.633	15.647	16.589	18.223	20.000
Immaterielle aktiver	174	162	150	138	125	112
Aktiveret skat	155	168	162	163	176	175
Efterstillede lån	1.148	995	996	988	840	1.000
Egenkapital	1.634	1.939	2.058	2.228	2.697	2.820
Garantier mv.	3.929	3.773	4.735	5.213	5.357	5.700

Seneste analyser:

Dato	Kurs	Anbefaling:	
		Kort sigt	Langt sigt
08-11-2018	95	Køb	Køb
24-08-2018	100	Køb	Køb
29-05-2018	107	Køb	Køb
27-03-2018	108	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 Svendsen 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.