

**Godt første halvår for Sparekassen Sjælland – Fyn og aktionærerne. Guidance for 2019 er blevet løftet to gange. Aktiekursen er steget med 14 % hvortil kommer et udbytte på 2,5 kr. pr. aktie. Men det skal blive endnu bedre frem mod 2021, som er tidsrammen for strategiplanen "NYE VEJE".**

- I 2017 lancerede sparekassen strategiplanen "NYE VEJE". De overordnede mål var, at kapitalbasen skulle omlægges (er sket) med reducerede renteudgifter til følge, effektiviteten i sparekassen skal bringes op og bidrage til merindtjening samtidig med at omkostningerne holdes nede. Her to år inde i strategiplanen kan vi konstatere, at de positive effekter har vist sig og bidrager til en flot stigning i indtjeningen. Der skal dog opnås yderligere forbedringer for at indfri de finansielle mål. Hvis alt går vel – hvad meget tyder på – vil sparekassen frem til og med 2021 kunne præstere en betydelig indtjeningsfremgang.
- Baseret på et solidt solvensgrundlag er man klar til at udvide aktiviteten med kunder. Rammerne er bragt på plads. Drift og risikostyring er i fokus med vægt på effektivitet og salg for at forbedre indtjeningen.
- Solvensmæssigt har sparekassen en høj kapitaldækning på 16,7 %, hvoraf 11,9 % udgøres af selve egenkapitalen.
- Målsætningen for egenkapitalens forrentning er 9-11 % (2018: 7,2 %, H1 2019: 8,1 %). Indre værdi i Q1 ligger på 159 kr. Indtjening pr. aktie skal med andre ord bringes op i et niveau (udregnet for 2019) på 14-17 kr. i løbet af de næste tre år (2018: 9,3 kr.). Planen betyder, at denne indtjeningsevne skal opnås i regnskabsåret 2022.
- Pr. 30-08 vil sparekassen sammenlægge seks filialer i København til tre. Det vil medføre besparelser på 10 mio. kr., hvilket ventes opnået samtidig med at der fortsat kan vindes markedsandele i Københavnsområdet.
- I år blev der udloddet 2,5 kr. i udbytte. Bestyrelsen vil som noget nyt 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 0,57.
- Aktien synes at have genvundet investorenes tillid med en stigning på 14 % i år, mens bankaktier generelt er faldet. Kursfremgangen bør kunne fortsætte i takt med at der leveres i henhold til strategiplanen. Derfor ser vi aktien som en god langsigtet placeringsmulighed. Aktier i storbankerne er for tiden YT, hvilket derimod ikke gælder mindre og mellemstore pengeinstitutter med god solvens og voksende forretningsomfang.

## Anbefaling:

Aktuel Kurs: 91  
 Børs: MidCap  
 Markedsværdi: 1.581 mio. kr.  
 Antal aktier: 17,375 mio. stk  
 Næste regnskab: Q3-regnskab den 06-11-2019

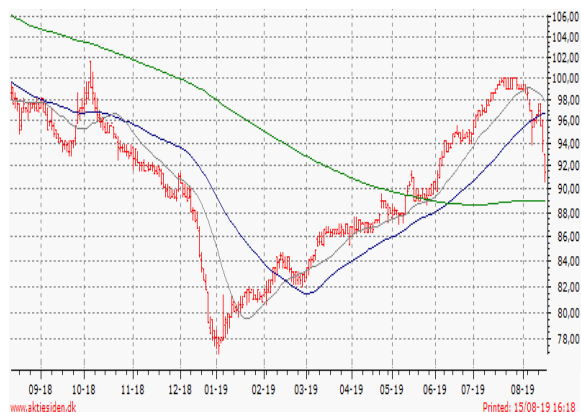
Kort sigt: Køb (uændret)  
 Langt sigt: Køb (uændret)  
 Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 90 - 100 (før 80-100)  
 Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 100 – 130 (uændret)  
 Tidligere anbefaling: Køb/Køb ved 89,5 (22-05-2019)



## Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Ved årets start ventede sparekassen et resultat før skat på 180-210 mio. kr. Det blev forud for Q1-regnskabet løftet til 200-230 mio. kr. og den 22-07 til 215-240 mio. kr. Det sker efter et første halvår med lave nedskrivninger, god aktivitet på erhvervsområdet og høj indtjening fra privatkunders omlægning af realkreditlån.

Den fireårige strategiplan "NYE VEJE" giver de ønskede positive resultater, hvor vækst og effektiviseringer skal øge indtægterne, mens omkostningerne holdes under kontrol. Omlægningerne i 2018 af ansvarlige kapitallån og hybridkapital bidrager også positivt til indtjeningen.



Kursudvikling seneste 12 måneder:

Høj 102,5 / 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. Med virkning fra 30-08-2019 samles seks filialer i København til tre, hvorefter man vil råde over 46 filialer og 4 erhvervscentre.
- Sparekassen beskæftiger 606 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 ca.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 satses udelukkende på privatkunder og mindre erhvervs-kunder. 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 som en vigtig parameter for at øge forretningsomfanget, fastholde og tiltrække nye kunder. Filialnettet er i de senere år blevet udvidet, men nu er der pause og sker tilpasninger i København.
- Produktmæssigt tilbydes alle normale former for bankydelse. 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), mens realkreditlån til landbrug udbydes via DLR, 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. Herfra serviceres bestående kunder, men derudover er det 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 blev der gennemført en stor aktietegning (3:1 til kurs 105), hvilket tilførte et nettoprovenu på 437 mio. kr.
- 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 i form af et direkte køb af aktierne, og aktionærkredsen består derfor i hovedsagen af kunder bosiddende på Sjælland.

## To opjusteringer på et halvt år. Det går bedre end ventet ved årets start

Basisindtjeningen inklusiv af- og nedskrivninger på immaterielle og materielle aktiver er i første halvår steget med hele 41 %, det samlede resultat efter skat med 9 % til 126 mio. kr., og aktionærernes resultat efter skat stiger med 33 %. (sidstnævnte tal er positivt påvirket af omlægningen af hybrid-kapital med reducerede renter til følge). Netto- og gebyrindtægterne er steget med 8 % til trods for udfordringer som følge af den lave rentemarginal. Pr. 30-06 viste udlånsomfanget en stigning på 0,3 mia. kr. til 12,4 mia. kr. Indlånet er vokset med 0,8 mia. kr. til 18,3 mia. kr., hvorfor man har et indlånsoverskud på 5,9 mia. kr. Dette tal ville have været endnu højere, hvis ikke det var lykkedes at øge kundernes indskud i puljeordninger fra 1,1 til 1,6 mia. kr.

Sidste år foretog Sparekassen et strategisk valg om at placere en større andel af likviditetsoverskuddet i obligationer med lav renterisiko frem for placering i indskudsbeviser i Danmarks Nationalbank med en negativ rente på aktuelt 0,65 %. Sparekassens obligationsbeholdning er derfor steget fra 5,9 mia. kr. på samme tid sidste år til nu 7,3 mia. kr. Denne omlægning bidrager til, at Sparekassens samlede nettorenteindtægter er steget fra 265,4 mio. kr. sidste år til nu 278,5 mio. kr.

Sparekassens kundebase er vokset markant i de senere år, og det giver i sig selv øget aktivitet, hvortil kommer realkreditformidlingen som følge af et voksende antal bolighandler og konverteringer af eksisterende realkreditlån. De seneste 12 måneder er låneformidlingen til Totalkredit og DLR samlet vokset med 3,5 mia. kr. til 37,8 mia. kr. på balancedagen.

På erhvervskundeområdet meldes der også om høj aktivitet, og Sparekassen nævner i regnskabet, at man vinder markedsandele inden for SMV-virksomheder og landbrug.

Indtægterne ligger over budgettet, og samtidig har man formået at holde omkostningerne og nedskrivninger nede. Nedskrivninger på 11,1 mio. kr. skal ses i forhold til en udlånsbalance på 12,4 mia. kr. Nedskrivningerne er således nærmest ikke eksisterende. Det er samtidig positivt, at det er lykkedes at reducere andelen af de svageste kunder (Finanstilsynets bonitetskategori 1:OIK-kunder) for 18. kvartal i træk.

Halvårets nettoresultat efter skat lander på 126,0 mio. kr. (115,8 sidste år). Af periodens resultat disponeres 12,1 mio. kr. til renter vedrørende hybrid kernekapital mod 30,0 mio. kr. på samme tid sidste år. Sparekassens dispositioner omkring omlægning og indfrielse af kapital, fx hybrid kernekapital for 520 mio. kr. i oktober 2018, begynder for alvor at slå igennem. Disse transaktioner blev mulige som følge af kapitaludvidelsen (aktietegning) i foråret 2018, hvilket skaffede et provenu på 437 mio. kr. Refinansieringen og nedbringelsen af de dyre lån bestående af hybridkapital og efterstillede kapitalindskud ventes i år at give besparelser på 35 mio. kr.

Sparekassen er kommet særdeles godt fra start i år, og allerede den 24-04 kunne man opjustere sin guidance for 2019 med 20 mio. kr. til et resultat før skat på 200-230 mio. kr. Denne prognose er nu blevet løftet yderligere til 215-240 mio. kr.

En væsentlig årsag til den flotte udvikling i første halvår er den positive effekt af den i 2017 lancerede strategiplan: "NYE VEJE", som omtales i næste afsnit.

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

En fireårig strategiplan kaldet "NYE VEJE" blev lanceret i 2017 og er derfor nu inde i sit andet år. De positive effekter 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 og sidste år en styrkelse af egenkapitalen. Udgangspunktet i 2017 var derfor en sparekasse, der havde opnået finansiell styrke og udvidet sit kundegrundlag.

"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 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 ud fra 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. Nedskæringer i bemanningen 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 nu yderligere forbedret til 1,88 %. 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 er nu forbedret til 8,1 %. Fortsat løft i indtjeningen skal give grundlag for at komme op i det ønskede interval.

**Høj indtjening pr. omkostningskrone:** Nøgletallet ønskes forbedret til 1,70 kr. mod 1,25 kr. opnået i 2018. Pr. 30-06-2019 er tallet steget til 1,46 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 11,9 % pr. 30-06-2019. Den samlede kapitalprocent skal efter planen være på mindst 17 % - et tal man næsten har nået pr. 30-06-2019 med 16,7 %.

## 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 erhvervs-kunder (små og mellemstore).
- 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. 30-06-2019 til 18.843 mio. kr. – en stigning fra 18.009 mio. kr. for et år siden. Det er derfor vigtigt at have en stram risikostyring, hvilket også er tilfældet. Maksimum for en ny kundes kreditter og garantier er 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. 30-06-2019 på 16,7 %, mens kapitalbehovet er opgjort til 9,6 %. Den kapitalmæssige overdækning er således på 7,1 %. Det svarer til 1.345 mio. kr. Fraregnet kombinerede bufferkrav på 3,0 % udgør overdækningen 4,1 % svarende til 780 mio. kr.

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 advarselslampe, som kan sammenlignes med andre pengeinstitutters forhold. Et andet interessant punkt er eksponeringen over for kunder i landbruget, som ultimo 2018 udgjorde 8,3 % af udlån og garantidebitorer.

## 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 30.06.2019
Summen af store engagementer i procent af den egentlige kernekapital	< 175 %	84,0 %
Udlånsvækst p.a.	< 20 %	2,7 %
Ejendoms eksponering af udlån og garantier	< 25 %	12,1 %
Likviditetspejlemærke	> 100 %	325 %
Funding ratio Udlån / arbejdende kapital fratrukket obligationer med restløbetid under 1 år	< 1,00	0,52

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

Sparekassen overholder pr. 30-06-2019 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 nedskrivningsegne passiver til, at der kan gennemføres en restrukturering eller afvikling af pengeinstituttet, hvis det skulle blive nødlidende (og dermed 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 halvårsregnskabet. Tendensen med en forbedring af kundernes bonitet er fortsat i år, eksempelvis er de svageste kunder (Finanstilsynets bonitetskategori 1: OIK-kunder) reduceret 18 kvartaler i træk.

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

	2. kv. 2019		2018		2017		2016		2015	
	DKK mio.	%	DKK mio.	%	DKK mio.	%	DKK mio.	%	DKK mio.	%
3 / 2a - Udlån og garantier med normal bonitet	10.625	58,4	10.249	58,5	9.965	59,0	9.011	59,3	5.791	42,7
2b - Udlån og garantier med visse svaghedstegn	5.466	30,1	4.942	28,2	4.174	24,7	2.850	18,7	3.486	25,7
2c - Udlån og garantier med væsentlige svaghedstegn	1.246	6,9	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	840	4,6	1.197	6,8	1.366	8,1	1.914	12,6	2.300	16,9
<b>Total</b>	<b>18.177</b>	<b>100,0</b>	<b>17.531</b>	<b>100,0</b>	<b>16.894</b>	<b>100,0</b>	<b>15.209</b>	<b>100,0</b>	<b>13.571</b>	<b>100,0</b>

Fordeling - landbrugssektoren

	2. kv. 2019		2018		2017	
	DKK mio.	%	DKK mio.	%	DKK mio.	%
3 / 2a - Udlån og garantier med normal bonitet	622	38,3	572	39,4	539	43,1
2b - Udlån og garantier med visse svaghedstegn	692	42,7	579	39,9	396	31,7
2c - Udlån og garantier med væsentlige svaghedstegn	193	11,9	163	11,2	154	12,3
1 - Udlån og garantier med objektiv indikation på kreditforringelse	115	7,1	139	9,5	162	12,9
<b>Total</b>	<b>1.622</b>	<b>100,0</b>	<b>1.453</b>	<b>100,0</b>	<b>1.251</b>	<b>100,0</b>

Samlet kreditformidling

	2. kv. 2019	2018	2017	2016
	DKK mio.	DKK mio.	DKK mio.	DKK mio.
Udlån, sparekassen	12.369	12.174	11.681	10.474
Totalkredit	28.323	27.229	25.336	24.293
DLR	9.478	9.001	7.857	6.927
<b>Total</b>	<b>50.170</b>	<b>48.404</b>	<b>44.874</b>	<b>41.694</b>

## Sparekassen Sjælland – Fyn er et godt langsigtet køb

Strategiplanen "NYE VEJE" har som hovedsigte at forbedre indtjeningen med de fastlagte mål ultimo 2021. Og det går absolut den rigtige vej. Perioden med åbning af nye filialer er afsluttet, men der var heller ikke bebudet lukning af bestående. Nærhedsprincippet om at være tæt på kunderne er et af nøglepunkterne for at opnå den ønskede succes.

Det er derfor lidt overraskende, at de tre filialer Valby, Vanløse og Kongelundsvej nedlægges og sammenlægges med hhv. Frederiksberg, Østerbro og Dragør. Som årsag angives, at det kan blive vanskeligt at lave forretninger inden for realkredit og boligfinansiering med reference til Finanstilsynets vækstvejledning, der stiller øgede krav til kunders bonitet for at kunne optage bank- og realkreditlån. Vejledningen er udfærdiget som en form for advarsel om en mulig top for boligpriserne i Københavns-området. Set i det lys forekommer det at være en klog disposition, straks at tilpasse omkostningerne til et sandsynligt lavere aktivitetsniveau omkring boligfinansiering i dette område. Sparekassen betoner dog, at man fortsat forventer at øge markedsandelen også i København. Efter sammenlægningen vil sparekassen have fem filialer i København, herunder et erhvervscenter på Islands Brygge. Som en positiv effekt vil det reducere omkostningerne med 10 mio. kr. Alle pengeinstitutter er presset på indtjeningen som følge af lavrenteforholdene, men omvendt bidrager den lave rente til at sende tab og nedskrivninger i bund.

Vi bemærker, at sparekassen i halvårsregnskabet ikke giver oplysninger om antallet af kunder. Det skyldes muligvis, at tilgangen af nye kunder er stagneret. Forretningsmiljøet burde ellers være godt, idet storbankerne har imageproblemer



efter en række dårlige sager. Vi tænker her på Nordeas rolle i Panama-papers og Danske Bank involveringen i hvidvask mv. i Estland og siden FlexFri Invest "skandalen". Udbytteskatteaffæren ser ligeledes ud til at involvere de store banker. Storbankerne har derfor oplevet flugt af kunder, og modsat har Sparekassen Sjælland – Fyn set sit kundeunderlag vokse betydeligt. Sparekassen har ikke været involveret i kendte hvidvasksager, men alligevel rammes man af Finanstilsynets voksende krav til Compliance og IT-sikkerhed, hvilket er en bekostelig affære.

I første halvår er sparekassens aktiekurs steget med 14 %, mens storbanker som Danske Bank, Nordea, Jyske Bank og Sydbank har set deres børskurser falde med 30, 26, 20 og 30 % (heri er der ikke taget hensyn til udbytter).

De markant skærpede regler for solvens, hensættelseskriterier og nu også krav om polstring med nedskrivningsegne passiver (NEP) udgør en belastning for rentabiliteten. Egenkapitalen er det afgørende udgangspunkt, og her har børsnoteringen hjulpet.

Sparekassens aktie handler til en P/E 2019E (91/12) på 7,6 og et kurs/indre værdiforhold (91/159,3) på blot 0,57. Med virkning fra 2020 kan der ud over udbyttebetaling også blive tale om opkøb af egne aktier. Dette mulige nye tiltag viser, at direktion og bestyrelse er opmærksom på den lave aktiekurs. Ejerne (aktionærerne) får groft sagt mere værdi for pengene ved, at sparekassen køber egne aktier end ved at udlodde beløbet i udbytte, når kurs/indre værdi er under 1,0.

Med forbehold for risikoen for en ny dramatisk afsporing i samfundsøkonomien ser fremtiden lovende ud for Sparekassen Sjælland - Fyn. Udfordringen med lav rente vil formentlig vare ved i minimum endnu et år, men denne udfordring har man søgt at imødegå ved at placere en stigende del af overskudslikviditeten i obligationer. "NYE VEJE" giver grund til at forvente fortsat stigning i indtjeningen. I en sparekasse indrettet på betjening af almindelige, mindre kunder er aktiviteten præget af langvarige (ofte livslange) kundeforhold, og derfor er den langsigtede trend i udviklingen af kundebasen det afgørende punkt. Det er en køb-og-gem aktie. Som investor bør man anlægge samme tidsramme som strategiplanen: ultimo 2021, hvilket er 2½ år frem.

## **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 nyere 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 (mindre risiko i tilfælde af uro på finansmarkedet).

### Svagheder

Tilgang af nye kunder indebærer en 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 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

Strategiplanen "NYE VEJE" vil løfte indtjeningen frem mod 2021. Hovedpunktet i planen er at opnå større effektivitet, der 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 konjunkturforskeligheder i Danmark – i særdeleshed på Sjælland og Fyn. Man vil derfor blive negativt påvirket ved en eventuel økonomisk afmatning eller direkte recession (30 % sandsynlig jf. Nationalbanken). "Worst case" scenario vil være en ny boligboble flugt af markante prisfald på fast ejendom eller en forværret krise 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	475
Driftsudgifter inkl. afskr.	613	644	696	750	795	800
Basisresultat	314	380	286	260	205	275
Nedskrivninger	257	150	107	33	4	30
Kursregulering mv.	58	-94	49	46	29	-10
Res. før skat	115	136	228	273	230	235
Skat	4	8	-12	-16	-22	-25
Nettoresultat	119	144	216	257	208	210
Hybridkapitaludgift		-60	-56	-56	-60	-24
Aktionærernes nettoresultat		84	160	201	148	186
Balance	19.322	18.730	19.859	21.487	23.857	26.000
Nettolikviditet	7.111	6.547	6.780	6.689	8.017	8.100
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	980
Egenkapital	1.634	1.939	2.058	2.228	2.697	2.840
Garantier mv.	3.929	3.773	4.735	5.213	5.357	5.700

## Seneste analyser:

Dato	Kurs	Anbefaling:	
		Kort sigt	Langt sigt
22-05-2019	89,5	Køb	Køb
22-02-2019	85,6	Køb	Køb
08-11-2018	95	Køb	Køb
24-08-2018	100	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.