

Sparekassen Sjælland – Fyn anses for at være en god langsigtet placeringsmulighed:

- Sparekassen Sjælland - Fyn blev børsnoteret i december 2015 men uden et direkte udbud. Over tid vil der fremkomme en større spredning i ejerforholdet fra udgangspunktet i Sparekassens egen kundekreds. En række økonomiske forhold påvirkes af børsnoteringen eller er under forandring.
- Aktien handles til kurs/indre værdi 0,7, hvilket kan sammenlignes med de to store danske bankers niveau på 1,3 (Danske Bank og Nordea). Tilsvarende kan P/E (16E proforma) estimeres til kun 6,5.
- Nedskrivninger på kreditter falder, og kreditkvaliteten forbedres. Eksponeringen mod landbrugskunder udgør 8 % af udlån og garantier, som den vigtigste risikogruppe. Der følges generelt en forsigtig linje angående kreditgivning, hvilket også gælder for håndteringen af den store overskudslikviditet på 7,1 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 7,4x.
- Udviklingsplanen for Sparekassen sigter mod en stor udvidelse af kundekredsen af private via organisk vækst og ved udvidet geografisk dækning med filialer. Nordsjælland og Københavns omegn skal erobres. Ønsket er at optræde som et lokalt pengeinstitut, der er stort nok for alle almindelige kunder. Samtidig fastholdes 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 en latent mulighed/trussel. 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 børsPapir i en moden branche indebærer, at aktien må anses for bedst egnet til langsigtede investorer.

Anbefaling:

Aktuel Kurs: 103

Børs: MidCap

Markedsværdi: 1.342 mio. kr.

Antal aktier: 13,031 mio. styk

Næste regnskab: Årsregnskab marts 2017

Kort sigt: Køb (før hold)

Langt sigt: Køb

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 100 - 110 (før 95-110)

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 110 - 140

Tidligere anbefaling: Hold/Køb ved 100 (07-09-2016)



Kursgraf siden børsnotering i december 2015



Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

For året forventes fortsat et resultat efter skat på 190-210 mio. kr. (2015: 144 mio. kr.), men det præciseres til den høje ende af intervallet. Heri indgår dog renteudgiften på hybridkapital med 56 mio. kr., som skal fratrækkes. Som planlagt er den interne struktur rationaliseret ved overførsel af aktiviteten i datterselskabet Sparekassen Fyn til moderselskabet. IT-service er blevet samlet hos Bankdata (forventet besparelse i 2017 på 20-25 mio. kr.). Solvenskravet i Q3 opfyldes med 15,6 %.

Kursudvikling siden børsnotering:

Høj 103,5 / 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 parametrene i kampen om at vinde privatkunder fra de store banker. Økonomisk vækst og stigende boligpriser giver fornyet vækst i udlånet og dermed forbedret indtjening. Når der fremkommer et løft i renteniveauet, vil afkastet på den meget store likviditetsreserve (7,1 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 samarbejdet med Totalkredit (Nykredit). Eventuelle ændringer i hele strukturen i den danske finansverden eller tiltag med "banking disruption" kan give negativ påvirkning. En stigning fra det ekstremt 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

- Sparekassens hovedkontor er placeret i Holbæk. Man har via opkøb udvidet sit virkefelt fra Nordvestsjælland til hele Sjælland. Der er et begrænset men stigende forretningsomfang i Storkøbenhavn. Aktiviteten på Fyn fremkom ved overtagelse af den tidligere Sparekassen Fyn (oprindeligt Sparekassen Faaborg). I oktober er de blevet sammenlagt, og navnet er derfor ændret fra Sparekassen Sjælland til Sparekassen Sjælland – Fyn.
- Sparekassen har 42 filialer og 564 medarbejdere. Der er 145.000 kunder, heraf 41.500 (29 %) på Fyn. Fokus er lagt på privatkunder og mindre erhvervskunder. Maksimumgrænsen for nye kunders kreditter og garantier er fastlagt til 75 mio. kr. Lokal tilstedeværelse med filialer anses af ledelsen som en afgørende parameter i konkurrencen. Derfor udvides filialnettet fortsat, mens de store landsdækkende banker gør det modsatte ved at skære hårdt ned i filialnettet.
- Produktmæssigt tilbydes alle 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 af og partner med DLR inden for udlån til landbrug.
- Strukturen i indtægterne mellem hovedposterne renter og gebyrer er 60/40 %. Fordelingen af udlån og garantier på kundetype i erhverv/private var tilsvarende 53/47 % i 2015.
- I 2015 blev sparekassen omdannet til aktieselskab og straks efter børsnoteret i december måned. Sammenligning af regnskabstal med tidligere år er vanskelig pga. en række ændringer relateret hertil.
- 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.
- En digital sparekasse er ved at blive udviklet for at udnytte de nye muligheder, hvilket gerne skulle føre til tilgang af en bredere kreds af kunder i de yngre generationer.
- Solvensmæssigt opfyldes kravet til kapital med 15,6 %. Kapitalbehovet er opgjort til 9,7 %.
- Lars Petersson (født 1967) er administrerende direktør. Thomas Kullegaard (født 1953) er formand for bestyrelsen.
- 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 var baggrunden for børsnoteringen

Sparekassen udnyttede sin kapitalmæssige styrke til at overtage udvalgte, 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 på aktierne. Prisen var særdeles lav, og afviklingen af de problemramte engagementer er forløbet som forventet. Processen er ved at være overstået i form af afvikling af en lang række udlån. Dette datterselskab har derfor oparbejdet et stort skattemæssigt underskud.

Hensigten med børsnoteringen var samtidig at indrette sig i forhold til de skærpede EU-regler for kapitalgrundlaget. Den traditionelle struktur for sparekasser med kapital tilført via garantier og akkumulerede reserver (selveje) presses udefra. Garantier kan nemlig normalt med et varsel kræve tilbagebetaling, hvorved egenkapitalen (solvensgrundlaget) vil blive reduceret. Perspektivet er derfor, at de fleste større danske sparekasser i de kommende år vil blive omdannet til aktieselskaber og børsnoteret. Køb og salg af aktierne påvirker nemlig ikke en sådan sparekasses kapitalgrundlag og solvens, da det sker uden for virksomheden mellem investorerne.

Efterveerne af Finanskrisen er ved at være overstået. Situationen for dansk landbrug er fortsat alvorlig, men her opgøres Sparekassens krediteksposeringen ultimo 2015 heldigvis kun til 8 % af udlån og garantier. Den generelle forbedring af de økonomiske forhold i Danmark betyder til gengæld, at der ikke længere er mulighed for at gennemføre attraktive opkøb af aktiver eller konkurrenter. Den tid er forbi. Fremgangen skal nu opnås ved organisk vækst baseret på salgsindsatsen, dvs. man skal forbedre sin markedsandel.

Styrken består i kapitalgrundlaget og likviditeten. Der er plads til stor vækst inden for private kunder. Ideen er at åbne filialer for at udnytte det tomrum, som de store bankers lukning af filialer efterlader. Tilsvarende prøver man at profilere sig som et lokalt nærværende pengeinstitut, der er positivt indstillet over for kunderne. Her kan de opfatte sig i et mere ligeværdigt forhold end i store banker, og Sparekassen er i stand til at klare ethvert behov for bankydelse hos normale kunder. Kapaciteten i kapitalmæssig størrelse og inden for avancerede finansprodukter udgør derimod en begrænsning i evnen til at betjene meget store erhvervskunder. På det punkt indtager ledelsen en pragmatisk holdning, idet man ikke vil

eksponere sig mod virkelig store kunder. Maksimumgrænsen for kreditengagementer er fastlagt til 75 mio. kr. for nye erhvervs-kunder. Det samlede omfang af såkaldt store engagementer udgør kun 10,3 % af kapitalgrundlaget.

Dette kapitalgrundlag rummer solvensmæssigt plads til en markant udvidelse af udlånet, og det samme gør sig i endnu højere grad gældende for likviditeten. Indlånet er pr. 30-09 på 15,4 mia. kr., mens udlånet kun udgør 10,0 mia. kr. Netto råder Sparekassen over 7,1 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 nu er denne overgangsfase klar. 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 af den alt for store likvide reserve. En generel stigning i renteniveauet vil derfor give en markant positiv virkning på indtjeningen. Tidspunktet for en sådan udvikling er umulig at vurdere, men det synes rykket frem efter Donald Trump sejr i USA, der kan vise sig at blive det afgørende vendepunkt for renteforholdene i USA - og herfra videre ud i verden.

Aktien som investering

Børsnoteringen indledtes i december 2015 uden et direkte udbud af aktier. Forudgående var der gennemført et forløb med omdannelse og 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. I de kommende år vil der gradvis opstå en spredning og dermed fremkomme en bredere ejerkreds. Disse nye aktionærer vil optræde som almindelige investorer uden nogen kundemæssig relation som baggrund, og for dem 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 børsandel bag sig. Kendskabet til denne forholdsvis lille aktie er fortsat begrænset hos investorerne, der har masser af valgmuligheder i kurslisten. Over tid burde forholdet blive normaliseret.

Ændringen af sparekassens status indebærer, at en række regnskabsposter ikke kan sammenlignes med de foregående år. Renteudgiften til garantikapitalen er ophørt og erstattet af udlodning af udbytte (fra overskuddet). Det påvirker også selskabets skattepost. Sparekassens øvrige indtjeningsforhold er desuden vanskelige at vurdere, da der indgår en række særlige poster. Der er således sket et fald i renteudgifterne på grund af udløb af højrentekonti. Desuden blev der afholdt engangsudgifter ved børsomdannelsen i 2015. Fra 2017 opnår man fordele ved sammenlægningen af IT. I weekenden 15.-16. oktober måned ændrede Fyn-delen i hovedsagen status til at være en del af moderselskabet. IT-mæssigt skiftedes til Bankdata, hvilket i år udløser engangsomkostninger til konvertering. Besparelsen fremover angives til 20-25 mio. kr. om året med fuld vægt allerede i 2017. Skattemæssigt kan det børsnoterede selskab udnytte underskud fra tidligere år, hvorved indtjeningen tre-fem år frem ikke vil blive belastet med normal beskatning. Der er aktiveret udskudt skat med et beløb på 157 mio. kr., hvortil kommer et endnu ikke bogført beløb på op til 169 mio. kr.

Nedtrapningen af gamle udlån med ikke-passende risikoprofil er ved at være overstået. En anden udfordring består i at minimere tabene på landbrugskunder. Sektorens økonomi er hårdt presset. Vendepunktet er dog 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. Priserne på jord og landbrugsejendomme ser ud til at være bundet ud. Tidsmæssigt har landmændene gennemlevet så lang en krise, at mange alligevel vil give op og sælge deres gårde, når det atter bliver muligt. Et normalt generationsskifte og samling på større driftsenheder har jo været standset i de seneste 8-9 år. Kreditgiverne synes indstillet på en sådan flerårig proces med afvikling af klemte landmænd. Det vil til gengæld forsinke/bremse en stigning i prisen på jord, og mindre gårde kan blive vanskelige at drive fremover (fritidsbrug).

Vækstmæssigt består opgaven i at forøge antallet af privatkunder og opnå succes med etableringen af nye filialer. Aktiviteten med udlån er svær at udvide hurtigt, da man ønsker rigtige kunder og ikke hurtige aftaler med store kunder. Her indgår restfinansiering af boliger (ud over realkreditens loft på 80 % i belåning) og formidling af selve realkreditlånet som vigtige punkter. Denne kundegruppe er værd at gå efter og 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 der bliver tale om et langstrakt forløb med lav vækst uden en markant udvidelse af udlånets størrelse og forudsat renteniveauet forbliver lavt, må der

ventes ændringer af den ansvarlige lånekapital. Man vil nemlig blive i stand til at indfri disse relativt dyre lån takket være en stigning i egenkapitalen. Et positivt forløb med pæn vækst vil give den største værditilvækst for aktionærerne, men trimning af udgiftsposterne vil fortsætte, hvis væksten udebliver. Det er altså en anden og dårligere løsning end vækst.

I indeværende år er der udsigt til en nedgang i basisindtjeningen til 345-365 mio. kr. (2015: 411 mio. kr.). Øvrige regnskabsposter tegner til at udvise en markant forbedring - især som følge af lavere nedskrivninger på udlån og forbedret kursregulering. Hensættelserne er i Q1-3 nedbragt fra 118 til 89 mio. kr. Kvaliteten af udlånet er forbedret kraftigt takket være økonomisk fremgang (god beskæftigelse og stigende ejendomspriser). Kursreguleringerne var negative for hele året 2015 med -58 mio. kr., men indtil videre er der i år for Q1-3 akkumuleret kursgevinster på +55 mio. kr. Denne post påvirker altid nettoresultatet med relativ stor kraft og udgør derfor en usikkerhedsfaktor.

Udgiften til hybridkapital kræves bogført som en del af nettoresultatet (overskudsdisponering, men reelt er det påtvunget jf. vilkårene ved udstedelsen). Set fra aktionærernes synspunkt er det derfor en regulær udgift, og vi betragter 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 reelt det afgørende tal set fra aktionærernes synspunkt indtil denne overgangsfase er forbi. Vi estimerer et justeret overskud før skat i størrelsen 260 mio. kr. (315 - 56 mio. kr. vedr. renter på hybridkapital). Omregnet proforma ved fuld dansk selskabsskat vil det svare til 204 mio. kr. (EPS 15,6 kr.). Egenkapitalens forrentning proforma kan dermed anslås til 10,0 %. Til sammenligning forventes de største danske og også de nordiske pengeinstitutter i 2016 at præstere en forrentning af egenkapitalen på 10-12 % (dog ligger Jyske Bank på ca. 8 %). En afgørende forskel er dog risikoprofilen. Sparekassen har en lav gearing (udlån + garantier målt i forhold til egenkapitalen) på kun 7,4x. Dette nøgletal for Nordea og Danske Bank er tilsvarende på hhv. 11,2x og 13,2x. Lav kreditvolumen indebærer både lavere indtjening og risiko, da de to forhold hænger sammen.

Kurs/Indre værdi forholdet ligger betydeligt lavere for Sparekassen end i de to største banker, nemlig 0,7 (102/153) mod Nordea 1,3 (73/57) og Danske Bank 1,3 (205/157). 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. For 2016 ser et udbytte på 4,0-4,5 kr. pr. aktie ud til at være perspektivet. Aktien er prissat meget lavt. P/E (proforma 16E) kan opgøres til kun 6,5 (102/15,6). Perspektivet er en bredere interesse for papiret i de kommende år og dermed mulighed for en pæn kursudvikling, men aktien er mest egnet for tålmodige investorer.

Regnskabstal

mio. kr.	2012	2013	2014	2015	2016PFE
Nettorenter + udbytter	493	519	603	616	580
Gebyrer + andet netto	260	623	324	408	450
Driftsudgifter inkl. afskr.	477	548	613	644	670
Basisresultat	277	594	314	380	360
Nedskrivninger	249	1.460	257	150	110
Kursregulering mv.	-6	-30	58	-94	65
Res. før skat	22	-895	115	136	315
Skat	-2	152	4	8	-55
Nettoresultat	20	-743	119	144	260
Hybridkapitaludgift				60	56
Aktionærers nettores.				84	204
Balance	16.983	20.099	19.322	18.730	20.000
Nettolikviditet	4.069	6.371	7.111	6.547	7.500
Udlån	9.259	10.906	9.981	9.763	10.200
Indlån	11.713	15.723	15.315	14.633	15.750
Immaterielle aktiver	213	186	174	162	150
Aktiveret skat	0	150	155	168	140
Efterstillede lån	636	1.282	1.148	995	1.000
Egenkapital	2.216	1.529	1.634	1.939	2.150
Garantier mv.	1.975	2.915	3.929	3.773	4.800

2016PFE: Proforma estimat ved fuld selskabsskat (normaliserede tal).

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.