



Konklusionen af denne analyse:

- Indtjeningen presses i år af en relativ stor stigning i omkostningerne, der forventes at toppe i år. Indtægterne stagnerer pga. lav rente selv om volumen i balanceposterne vokser med 6 % og tilgangen af kunder fortsætter.
- Nedskrivninger på udlån er lave, og risikoen for nye tab på landsbrugskunder anses for at være under kontrol.
- Med aktietegningen blev der tilført 437 mio. kr., og solvensdækningen er dermed bragt på plads. Det åbnede mulighed for refinansiering af dyre lån bestående af hybridkapital og efterstillede kapitalindskud. Besparelsen herfra vil udgøre 35 mio. kr. i 2019. Til gengæld indebærer denne forøgelse af egenkapitalen på ca. 20 %, at rentabiliteten opgjort som egenkapitalforrentning i de nærmest kommende år trækkes nedad. Gearingen er jo reduceret. Alle punkter i Tilsynsdiamanten efterleveres med stor margin.
- Kapitalprocenten opgøres totalt til 16,8 % og 12,5 % alene ud fra den egentlige kernekapital. Det individuelle krav til solvens er fastlagt til 9,6 % plus en buffer på 1,9 %, i alt 11,5 %. Kapitalmæssig overdækning er dermed 5,3 % svarende til 916 mio. kr.
- Kundetilgangen hidtil i år er på 4.000, og antallet af kunder er vokset til over 160.000.
- Udviklingen i de kommende år drejer sig om at gennemføre strategiplanen Nye Veje, der skal forbedre indtjeningsevnen til gavn for aktionærerne og dermed sikre Sparekassen en fremtid som selvstændig virksomhed. Metoden består i effektivisering, forbedret kundeservice og målrettet salgsindsats. Vækst skal skabe væsentligt større indtægter, samtidig med at omkostningerne skal holdes under stram kontrol. Hovedmålet er at opnå en egenkapitalforrentning på 9-11 % efter skat.
- Sparekassens risikoprofil må overordnet betragtet vurderes som værende lav set i forhold til branchens andre virksomheder.
- Samarbejdet med Totalkredit/Nykredit om boliglån har central betydning for at kunne betjene privatkunder tilfredsstillende. Det samme gælder for brugen af Bankdata inden for IT. Disse leverandører/samarbejdspartnere har afgørende betydning.
- Aktien handles på et meget lavt kursniveau med attraktive nøgletal: P/E (2018E) 8,9 og et Kurs/Indre værdi forhold på 0,6.
- Den igangværende oprulning af skandalelignende forhold hos flere store banker kan åbne nye muligheder for at udvide aktiviteten. Mange kunder overvejer nu at skifte bank. Aktien må anses som en attraktiv købsmulighed på langt sigt. Samme vurdering gælder også på kort sigt, men bankaktier er i øjeblikket ramt af mistillid og kursniveauet er derfor presset nedad.

Anbefaling:

Aktuel Kurs: 95

Børs: MidCap

Markedsværdi: 1.651 mio. kr.

Antal aktier: 17,375 mio. styk

Næste regnskab: Q4 og årsregnskab – februar 2019

Kort sigt: Køb (uændret)

Langt sigt: Køb (uændret)

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 90 - 120 (før 100-125)

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 120 - 140 (før 125-150)

Tidligere anbefaling: Køb/Køb ved 100 (24-08-2018)



Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

I Q1 blev guidance opjusteret, og den er herefter blevet fastholdt i Q2 og nu også i Q3 rapporten. Der forventes et resultat før skat på 215-245 mio. kr. Nedskrivninger for året fastholdes til maksimalt 50 mio. kr., og der er heri taget hensyn til eventuelle tab på landbrugskunder efter sommerens tørke. Som planlagt er dyr hybridkapital og supplerende kapital (520+118 mio. kr.) blevet indfriet og erstattet i det ønskede omfang. Renteudgiften reduceres med 35 mio. kr. opgjort som fuld effekt i 2019.



Kursudvikling seneste 12 måneder:

Høj 115,7 / Lav 94,8

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 oktober 2016 blev disse aktiviteter overført fra datterselskabet til moderselskabet og firmanavnet ændret til Sparekassen Sjælland – Fyn. Børsnotering 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, der er placeret i Holbæk, København (Islands Brygge), Næstved og Odense. Antallet af medarbejdere er vokset til 634, der servicerer mere end 160.000 kunder. Tilvæksten i kundeomfanget fortsætter selv om udvidelsen med flere filialer er standset. Cirka. 30 % af kunderne er fra Fyn.
- Sparekassens virke bygger på sunde værdier med ønske om nærhed via lokal tilstedeværelse, hvor kunderne sættes i centrum. Der sættes på privatkunder og mindre erhvervs-kunder. Maksimumgrænsen 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 for nærværende er der ikke planer om at åbne nye filialer. Sparekassens overordnede mission er: "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. Sparekassen går dermed imod trenden hos de store pengeinstitutter, der lukker filialer.
- 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 med Bankdata som leverandør. Der udvikles dog også internt IT som Den Digitale Sparekasse.
- Strukturen i indtægterne mellem hovedposterne renter og services/gebyrer var i 2017 på 58/42 %.
- Fordelingen af udlån og garantier på kundetype i erhverv/private var 46/54 % ultimo 2017.
- 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. Nye digitale løsninger udvikles i tæt samarbejde med bl.a. Copenhagen FinTech Lab. Via Den Digitale Sparekasse åbnes der desuden 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). 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 2017 havde selskabet ca. 26.000 aktionærer (2016:ca. 24.500). Sparekassen Fyn blev overtaget ved et direkte køb af aktierne heri, og aktionærkredsen består derfor i hovedsagen af kunder bosiddende på Sjælland.

Q1-3: Vækst i aktiviteten på 6 % målt over 12 måneder. Første led i strategiplanen er gennemført med styrkelse af kapitalgrundlaget

Væksten fortsætter hos Sparekassen med fremgang i antallet af kunder og udvidelse af både ind- og udlån samt i omfanget af de formidlede realkreditlån hos Totalkredit og DLR. Strukturelt udføres en stor indsats for at omlægge indlån til puljeordninger, der er lettere at håndtere administrativt. Her er der opnået en tilvækst på hele 49 % målt i forhold til samme tidspunkt sidste år til i alt 1,2 mia. kr.

Aktivitetsniveauet vokser som ønsket, men det kniber derimod med at få indtjeningen til at udvikle sig i tilsvarende positivt omfang. Presset på rentemarginalen er tydeligt, og denne situation kendetegner hele branchen. Bankerne som helhed kæmper med stagnation, og på det punkt klarer Sparekassen sig markant bedre ved at vinde markedsandele.

I lighed med branchens generelle forhold er der stagnation i indtægterne for renter og gebyrer. Kursreguleringer fastholder et positivt niveau, men denne post er heller ikke længere en sikker bidragyder, hvilket ligeledes skyldes det ekstremt lave renteniveau og dermed mulighed for kurstab på rentebærende værdipapirer ved en stigning i renteniveauet. Kursudsvingene fra aktieposter er altid uforudsigelige, selv om de på langt sigt burde bidrage med et

solidt positivt beløb. Investeringerne i aktier udgøres primært af poster inden for finansbranchen (samarbejdspartnere/ sektoraktier).

Driftsudgifterne er vokset med 8 % opgjort for Q1-3 i forhold til året før. Ledelsen anfører, at udgiftsniveauet nu har toppet og vil blive nedbragt i de nærmest kommende år. Dette punkt håndterer man i strategiplanen ved at sigte mod at forbedre indtjeningen via øget effektivitet - og det kræver let vigende samlede udgifter. Væksten er nemlig ikke så stærk, at det for alvor vil kunne frembringe det planlagte mål for forbedringen af indtjeningen. Rentabiliteten skal vurderes ud fra egenkapitalens forrentning og nøgletal for indtægter målt i forhold til driftsudgifter. Ideen er, at robust vækst i kundeomfanget vil generere højere indtægter, og dermed kan nedskæringer i personalet undgås. Det er med andre ord en langsigtet udviklings- og effektiviseringsplan, som er kernen i strategien Nye Veje.

Styrkelsen af egenkapitalen og den afledte opsigelse af dyr ansvarlig lånekapital vil kun påvirke indtjeningen i beskedent omfang i år. Her kommer fordelene med fuld vægt næste år. Tilsvarende indebærer den relativ store aktietegning, at nøgletallet for egenkapitalens forrentning trækkes midlertidigt nedad, da den tilførte kapital ikke straks bidrager med et væsentligt afkast men nærmest kører i tomgang i startfasen. Renten ligger jo på nulpunktet. Resultat pr. aktie påvirkes ligeledes let negativt som et overgangsfænomen.

Hovedsagen er, at Sparekassen nu har fået bragt sin solvensdækning fuldt ud på plads set i forhold til egenkapitalen som kerne. Der er i reduceret omfang optaget nye og billigere ansvarlige lån ud fra de nuværende forhold for renter og en risikovurdering baseret på det stærkt forbedrede egenkapitalgrundlag. Dermed kan alle kræfter fremover sættes ind på at optimere den daglige drift og sikre en høj tilvækst i kundebestanden. Fokus fremover gælder kreditstyring og salg.

De ydre forhold i branchen har været stabile, men den seneste tids ballade omkring Danske Banks hvidvask-affære i Estland og en hel række store europæiske bankers mulige involvering i svindel med udbytteskat har sendt et decideret chok ind i befolkningen. Det åbner nye vækstmuligheder for Sparekassen, og der kan være et opbrud på vej blandt bankkunderne, som normalt kendetegnes ved stor loyalitet uanset hvilket pengeinstitut man benytter.

Strategiplanen "Nye Veje" skal nu udrulles i praksis

De overordnede indre forhold i Sparekassen er nu bragt på plads med omdannelsen til aktieselskab, børsnotering, styrkelse af egenkapitalen via en stor aktietegning og omlægning af ansvarlig kapital med en høj rentebetaling. Filialnettet er allerede blevet udvidet i det ønskede omfang, og der er ingen 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. Denne situation gælder for hele markedet for bankydelser, idet formidling af realkreditlån dog fortsat viser pæn vækst. Strategiplanen "Nye Veje" skal udføres, og det er en stor opgave. Succeskriteriet er kombinationen af vækst og indtjeningsevne, hvor kreditstyring også indgår (evnen til at stoppe dårlige kunder i at komme ind). Indtjeningen skal fremkomme ved effektivisering af salg og administration, så hver medarbejder bliver i stand til at håndtere flere transaktioner og derved øge indtægterne. Implicit er der altså indbygget et krav til at opnå pæn og vedvarende vækst for at denne balancegang kan føre til forbedret indtjening. Kort fortalt skal markedsandelen forbedres væsentligt, og tal 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. Pr. 30-09 ligger dette tal på 2,08 %. Målet skal opnås som en kombination af stop for nye filialer, færre nyansættelser i de kommende år end hidtil, 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 rentabilitet.
- 2) Solid rentabilitet: Egenkapitalforrentningen skal efter skat ligge på 9-11 % mod 7,4 % pr. 30-09 (9,4 % i 2017). Det vil kræve et markant løft i indtjeningen, hvilket kan opnås, såfremt punkt 1 og punkt 3 efterleves.
- 3) Høj indtjening pr. omkostningskrone: Nøgletallet ønskes forbedret til 1,70 kr. mod 1,28 kr. pr. 30-09.
- 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 13,4 % inklusiv årets akkumulerede resultat (svarer til +0,9 %). Tallet vil blive styrket i takt med forbedringen i indtjeningen. Den samlede kapitalprocent skal efter planen være på mindst 17 %, og dette tal er nu takket 17,7 % (heraf +0,9 % fra årets resultat).

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 erhvervskunder (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 sikre mere 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, da der er tilføjet supplerende regler. Kapitalprocenten er ultimo Q3 opgjort til 16,8, hvoraf den egentlige egenkapital dækker 12,5 %. Hertil kommer årets akkumulerede resultat, der svarer til ekstra +0,9 %. Kapitalkravet (individuelle) er blevet opgjort til 9,6 % plus et bufferkrav på yderligere 1,9 %, således at dette tal samlet bliver på 11,5 %. Det er dette tal, som udgør det strammeste krav ved solvensberegning. Den kapitalmæssige overdækning kan opgøres til 916 mio. kr. i absolutte tal.

Strukturen i den samlede risikoopgørelse domineres af kreditter med 84 %, mens markedsrisici står for 6 % og operationelle forhold udgør 10 %.

Hvis man beregner nøgletallet gearing (egenkapital i forhold til udlån og garantier), har Sparekassen et meget lavt niveau, nemlig kun 6,4 x baseret på den samlede egenkapital. Beregnet ud fra den justerede egenkapital (fraregnet immaterielle aktiver, udskudt skat og store aktieposter) er tallet 8,0 x. Likviditetsoverskuddet (Indlån - Udlån) er på hele 5,4 mia. kr. Det ekstremt lave renteniveau indebærer imidlertid, at denne glimrende styrkeposition ikke i øjeblikket er værdsat, da cash-reserven ikke kan bidrage 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 dog 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 udgør 8,8 % af udlån og garantidebitorer pr. 30-09.

Tilsynsdiamanten

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

De fem målepunkter og de aktuelle opgørelser:

Pejlemærke	Grænseværdi	Koncernen 30.09.2018
Summen af store eksponeringer (nyt pejlemærke)	< 175 % af den egentlige kernekapital	99,9 %
Summen af store engagementer (gammelt pejlemærke)	< 125 %	0,0 %
Udlånsvækst p.a.	< 20 %	5,7 %
Ejendoms eksponering	< 25 % af udlån og garantier	13,9 %
Likviditetsoverdækning	> 100 %	268,0 %
Stabil funding	< 1,00 Udlån / arbejdende kapital fratrukket obligationer med restløbetid under 1 år	0,53

Udviklingen i Sparekassens udlån og garantier fremgår af nedenstående opstilling fra det seneste kvartalsregnskab. 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

	30.09.2018		30.06.2018		2017		2016		2015	
	DKK mio.	%	DKK mio.	%	DKK mio.	%	DKK mio.	%	DKK mio.	%
3 / 2a - Udlån og garantier med normal bonitet	10.205	59,7	10.194	58,9	9.965	59,0	9.011	59,2	5.791	42,7
2b - Udlån og garantier med visse svaghedstegn	4.476	26,2	4.559	26,3	4.174	24,7	2.850	18,7	3.486	25,7
2c - Udlån og garantier med betydelige svaghedstegn	1.281	7,5	1.235	7,1	1.389	8,2	1.434	9,4	1.994	14,7
1 - Udlån og garantier med objektiv indikation på værdiforringelse	1.138	6,7	1.316	7,6	1.366	8,1	1.914	12,6	2.300	16,9
Total	17.100	100,0	17.305	100,0	16.894	100,0	15.209	100,0	13.571	100,0

Fordeling - Landbrugssektoren

	30.09.2018		30.09.2017	
	DKK mio.	%	DKK mio.	%
3 / 2a - Udlån og garantier med normal bonitet	645	42,8	605	46,3
2b - Udlån og garantier med visse svaghedstegn	586	38,9	349	26,7
2c - Udlån og garantier med betydelige svaghedstegn	160	10,6	178	13,7
1 - Udlån og garantier med objektiv indikation på værdiforringelse	118	7,8	174	13,3
Total	1.508	100,0	1.306	100,0

Vurdering af Sparekassen Sjælland – Fyn som investering

Resultatmæssigt har Sparekassen udviklet sig godt, og man har klaret de gentagne skærper af regler for hensættelser og solvens. Væksten i indtægterne har dog været lavere end for udgifterne som følge af åbningen af filialer og udvidelse af kapaciteten i hele organisationen. Derfor er det klogt, at man holder en pause med vækstambitionerne og i stedet satser på at udnytte det forøgede forretningsvolumen optimalt for at opnå højere indtjening. Nu er det ejerne (aktionærerne), som får første prioritet – og det er jo deres penge, som udgør eksistensgrundlaget for Sparekassen. Set ud fra en investeringsmæssig synsvinkel åbner det et positivt perspektiv.

Planen for at øge indtjeningen er fastlagt. Nu skal den udføres i praksis, så der kan fremkomme et betydeligt løft i indtjeningen. Upside potentialet er klart til stede i form af en eksisterende sund forretning med udsigt til fremgang, men udnyttelsen af forretningsmulighederne vil afhænge af en række interne og eksterne forhold: Vækst og indtjening skal op inklusive den faktiske effektivisering udført ved et dynamisk fremadrettet forløb, der skal fortsat være adgang til samarbejde med Totalcredit og DLR, hvortil kommer en række eksterne parametres påvirkning: renteniveaues udvikling, konjunkturløbet (kredittab), branchens strukturudvikling og endelig forholdene omkring regulering/kontrol (Finanstilsynet og oppe over de fælles EU-regler).

I de kommende år skal Sparekassen øge sin markedsandel og fokusere på tilgang af almindelige kunder med lav risikoprofil. Flere erhvervskunder er vigtige for at øge renteindtægterne fra udlån, men det indebærer også risiko for tab. Årene med udrulningen af strategiplanen frem til 2021 tegner således til at blive karakteriseret af indhøstning af resultater og dermed højere indtjening. Det er hovedopgaven. Men risikoen på kreditter skal også holdes nede.

Indeværende år påvirkes af de store forandringer af kapitalforholdene, og afkastet herfra opnås først i de kommende år. For ledelsen har det stor betydning, at selve egenkapitalen nu er blevet så stor, at det individuelle kapitalkrav kan dækkes alene hermed. Det giver større handlefrihed fremover. Næste år vil give en regulær besparelse på 35 mio. kr. fra ændringerne af hybridkapital og supplerende lånekapital, hvilket udgør en sikker gevinst.

Indtjeningen pr. aktie (EPS) i 2018 estimerer vi til 10,7 kr. P/E ligger dermed på 8,9 (95/10,7). Den tilførte egenkapitals påvirkning vil primært komme fra den omtalte rentebesparelse på 35 mio. kr., da resten af effekten langsomt vil tage fart på grund af det lave renteniveau. Isoleret set vil denne forandring kunne forbedre EPS (Indtjening pr. aktie) i 2019 med 1,7 kr.

P/E(2018E) tallene for Danske Bank (135) og Nordea (57,8) estimerer vi til henholdsvis 7,3 og 9,6. Begge aktier er faldet kraftigt i år i værdi på børsen, og nedturen tog for alvor fart i Q3 efter rapporten om hvidvask i Danske Bank og medieomtale af udbyttesvindler, der involverer en række af de største banker i Europa. De to store bankers forrentning af egenkapitalen ligger på hhv. 11 og 10 % i indeværende år (NB: Danske Bank er her kun belastet med 1,5 mia. kr. i særlig udgift vedrørende Estland-affæren). Indre værdi af Sparekassen er på 154, hvorved kurs/indre værdi forholdet ligger på 0,6. Danske Bank er prissat til kurs/indre værdi 0,8 og Nordea handles til 1,0, altså betydeligt højere.

Hvis mediestormen om lovovertrædelser ikke hurtigt ebber ud, kan mellemgruppen af danske banker pludselig få en enestående chance for at kapre kunder på stribe fra de to store banker. Jyske Bank og Nykredit har næppe været involveret i denne form for aktivitet og kan dermed ride stormen af. En stor bølge af efterspørgsel hos sunde kunder er præcis den gave Sparekassen kan ønske sig. I relation til solvensdækning rummer sådanne kundeforhold lav risiko, og der er plads til en meget stor udvidelse af både udlån og realkreditgarantier, som vil udgøre en stor del af disse mulige nye kunders behov for bankydelse.

Konklusionen for Sparekassens aktie er køb på både kort og langt sigt. Aktien skal dog "fordøje" den store emission fra april i form af en såkaldt distributionsfase, hvor aktierne gradvis skifter hænder og placeres hos mere langsigtede ejere, så det løse flow atter drænes væk. Når det sker, kan børskursen på ny stige. Sikkerheden i denne vurdering er størst på langt sigt, hvor tidsfaktoren vil give rygvind. Der kan jo også indtræffe pludselige og helt uventede "eksogene stød", som den nedtur der netop nu udfolder sig for de absolut største nordiske banker. Selv om påvirkningen af mellemgruppen og de små banker har været moderat, så skubbes hele kursniveauet alligevel nedad under en sådan bølge af turbulens.

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, og det er fortrinsvis private og mindre/mellemstore virksomheder. Det åbner op for mersalg af bankservices fremover. Sparekassen tilbyder alle normale bankprodukter men afstår helt bevidst fra specielle finansielle produkter, hvor uro på finansmarkederne pludselig ville kunne påføre Sparekassen tab.

Svagheder

Den høje vækst i antal 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 kunder er vigtig. Beslutningen om at holde nye engagementer under en grænse på maksimalt 75 mio. kr. betyder fravalg af en del lukrative kundeengagementer.

Muligheder

Med strategiplanen "Nye Veje" er der lagt en ramme for en målrettet positiv udvikling frem til 2021. Hvis ledelsens retningslinjer udføres og fungerer, er der udsigt til et markant løft i indtjeningen. Hovedpunktet i planen er at opnå større effektivitet, og det skal give mere tid til kundedialog med henblik på mersalg og derved mulighed for 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 konjunkturer 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 med 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	2018E
Nettorenter + udbytter	603	616	569	570	580
Gebyrer + andet netto	324	408	413	440	460
Driftsudgifter inkl. afskr.	613	644	696	750	800
Basisresultat	314	380	286	260	240
Nedskrivninger	257	150	107	33	40
Kursregulering mv.	58	-94	49	46	40
Res. før skat	115	136	228	273	240
Skat	4	8	-12	-16	-20
Nettoresultat	119	144	216	257	220
Hybridkapitaludgift		-60	-56	-56	-50
Aktionærers nettores.		84	160	201	170
Balance	19.322	18.730	19.859	21.487	24.500
Nettolikviditet	7.111	6.547	6.780	6.689	7.300
Udlån	9.981	9.763	10.474	11.681	12.300
Indlån	15.315	14.633	15.647	16.589	17.700
Immaterielle aktiver	174	162	150	138	126
Aktiveret skat	155	168	162	163	180
Efterstillede lån	1.148	995	996	988	790
Egenkapital	1.634	1.939	2.058	2.228	2.720
Garantier mv.	3.929	3.773	4.735	5.213	5.300

Seneste analyser:

Dato	Kurs	Anbefaling:	
		Kort sigt	Langt sigt
24-08-2018	100	Køb	Køb
29-05-2018	107	Køb	Køb
27-03-2018	108	Køb	Køb
24-11-2017	111	Afvent 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.