

Sparekassen Sjælland – Fyn er en god langsigtet investeringsmulighed.

- Sparekassen Sjælland - Fyn udvider løbende filialnettet, idet man satser på at opnå vækst ved kundetilgang med større udlån og dermed højere indtjening. Man knytter sig tæt til kunderne og lokalsamfundene på Sjælland, i forstæderne til København og på Fyn. I Storkøbenhavn satser man nu også på at opnå vækst ved at åbne filial og erhvervscenter på Islands Brygge. Markedet i resten af Danmark serviceres via den digitale sparekasse.
- Forretningsomfanget vokser og i første kvartal har man budt velkommen til kunde nr. 150.000 (148.654 ultimo 2016). Udlånet er over de sidste 12 måneder vokset med 10 %, mens indlånet er vokset med 8 %. Udlån til boligkøb driver væksten.
- Økonomisk står Sparekassen stærkt med hensyn til solvens og likviditet. Overskudslikviditeten ønskes nedbragt og anvendt til udlån i større omfang, da det vil forbedre indtjeningen. Generelt er Sparekassen negativt påvirket af det lave renteniveau, hvilket dog modsat også har betydet lavere hensættelser og tab.
- Risikoprofilen er lav med en gearing (udlån + garantier målt i forhold til egenkapitalen) på kun 1:7,2.
- Egenkapitalen forrentes (vores estimat) i år med ca. 10 % efter skat.
- De ydre rammer i finanssektoren er vigtige for Sparekassen. Det gælder især adgangen til at kunne formidle realkreditlån via Totalkredit/Nykredit og fortsat eksistens af IT-plattformen Bankdata. Et eventuelt opbrud inden for dansk realkredit udgør en latent mulighed/trussel, der vil kunne klemme de mindre pengeinstitutter.
- Aktien handles til P/E(17E) 8,0, et direkte udbytteafkast på ca. 2,5 % og kurs/indre værdi 0,8. Der er tale om en markant lavere vurdering end de store bankers aktier, skønt disse må anses for at have en langt højere risikoprofil.

Anbefaling:

Aktuel Kurs: 134

Børs: MidCap

Markedsværdi: 1.746 mio. kr.

Antal aktier: 13,031 mio. styk

Næste regnskab: Q2 regnskab 17-08

Kort sigt: Køb (før: Hold)

Langt sigt: Køb

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 125 - 150 (før 120-140)

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 150 – 170 (før 140-160)

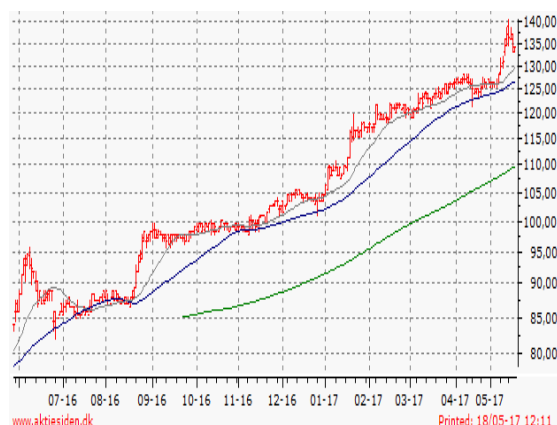
Tidligere anbefaling: Hold/Køb ved 127 (22-03-2017)



Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Sparekassen fastholder efter Q1 forventningerne til en basisindtjening på 290-330 mio. kr. (92 mio. kr. i Q1). Hensættelser påregnes fortsat at falde til max. 75 mio. kr. (kun 11 mio. kr. i Q1). Udlånet ventes udvidet via tilgang af kunder og generel øget aktivitet. Nye filialer vil blive åbnet i Greve, Helsingør og på Islands Brygge – sidstnævnte sted også et erhvervscenter. Det er fortsat intentionen, at der i Q4 vil blive fremlagt en 4-årig fremtidsorienteret strategiplan med henblik på at skabe fortsat fremgang for Sparekassen.

Kursgraf seneste 12 måneder



Kursudvikling siden børsnotering:

Høj 137 / Lav 83

Muligheder

Via åbning af filialer i nøje udvalgte byer skal forretningsomfanget udvides. Man satser på nærhedsprincippet ude i de lokale samfund, hvilket skal tiltrække private og mindre erhvervs-kunder. Samtidig er man også med fremme IT-mæssigt. Sparekassen har finansiell styrke til at udvide forretningsomfanget betydeligt ud fra den store likvide reserve på 6,5 mia. kr. Med en "Digital Sparekasse" skal kunder fra resten af landet kunne betjenes. Afkastet af likviditeten vil stige, når renterne løftes op på et mere normalt niveau end det nuværende.

Risici

Lave - og endog negative - renter vil kunne påvirke indtjeningen nedad. Risikoen for tab vil blive øget ved markant stigende renter. Manglende succes for offensiven rettet mod private og erhvervs-kunder kan ødelægge planen om at øge indtjeningen ved et højere aktivitetsniveau. Strukturudviklingen i branchen for banker og realkredit er vigtig. Fortsat adgang til at formidle realkreditlån via samarbejdet med Totalkredit (Nykredit) udgør et meget vigtigt punkt. Det samme gælder samarbejdet med Bankdata.

Facts om Sparekassen Sjælland – Fyn

- Sparekassen har hovedkontor i Holbæk. I årene efter Finanskrisen er den geografiske dækning blevet udvidet til at omfatte hele Sjælland og Fyn. I Storkøbenhavn er aktiviteten samlet i forstadsområderne. Aktiviteten på Fyn fremkom ved en overtagelse af Sparekassen Fyn (oprindeligt Sparekassen Faaborg). I oktober 2016 er aktiviteterne blevet samlet i moderselskabet, og firmanavnet er derfor ændret til Sparekassen Sjælland – Fyn.
- I 2015 blev Sparekassen omdannet til et aktieselskab og straks efter børsnoteret til kurs 99 i december måned.
- Sparekassen har 46 filialer – et tal der i år udvides til 49 med etablering i Greve, Helsingør og på Islands Brygge. Man råder samtidig over 3 erhvervscentre placeret i Holbæk, Næstved og Odense, hvortil i år er kommet et på Islands Brygge. Ultimo Q1 beskæftigede Sparekassen 573 fuldtidsansatte. Kundetilgangen fortsætter og rundede i Q1 kunde nr. 150.000. Cirka 30 % af kunderne er hjemhørende på Fyn.
- Sparekassen bygger på sunde værdier med lokal tilstedeværelse og kunderne i fokus – primært privatkunder og mindre erhvervs-kunder. 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 år for år, mens de store landsdækkende banker gør det stik modsatte ved at skære hårdt ned ude i landet.
- Produktmæssigt tilbydes alle normale bankydelse. Aktivitet med specielle finansielle kontrakter og betjening af 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 50/50 %.
- Fordelingen af udlån og garantier på kundetype i erhverv/private var 50/50 % ultimo 2016.
- På langt sigt er målet at udvide udlånet (og dermed indtjeningen), så det balancerer bedre med indlånet. Væksten i udlånet i de seneste 12 måneder er på 10 % - men reelt højere som følge af afvikling af uønskede engagementer. Væksten er i hovedsagen fremkommet fra udlån til boliger, og denne struktur ses også i andre danske banker men med lavere vækstrater. Fremgangen skal opnås ved øget salgsindsats og åbning af flere filialer, primært i Nordsjælland.
- En digital sparekasse er ved at blive færdigudviklet for at udnytte nye IT-muligheder, hvilket skal tiltrække en bredere kreds af kunder i de yngre generationer, ligesom kunder i Jylland kan føjes til. Nye digitale løsninger udvikles i tæt samarbejde med bl.a. Copenhagen Fin Tech Lab.
- Solvensmæssigt opfyldes kravet til kapital med 14,8 % totalt, med 12,6 % ud fra kernekapitalen og med 9,5 % ud fra den justerede egenkapital. Kapitalbehovet er opgjort til 9,2%.
- 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 pr. 31-12-2016: Fonden for Sparekassen Sjælland 6,5 %, AP Pension 6,4 %. Samarbejdspartneren Købstædernes Forsikring har selv oplyst at eje en aktiepost på under 5 %. Ultimo 2016 havde selskabet ca. 24.500 (2015: ca. 25.300) aktionærer. Da Sparekassen Fyn blev købt fra aktionærerne her, afspejler aktionærkredsen fortsat udgangspunktet med kunder bosiddende på Sjælland.

Sparekassen Sjælland – Fyn udvider forretningsomfanget

Basisaktiviteten med drift af sparekassen i Holbæk og omegn er i de seneste ti år blevet udvidet betydeligt. De gamle dyder om at have et tæt forhold til kunderne er dog fastholdt. I kølvandet på Finanskrisen etablerede man et brohoved på Sydsjælland med overtagelsen af en portefølje af sunde kunder fra Max Bank, Næstved. Siden fulgte en fuld overtagelse af Sparekassen Fyn til en meget fordelagtig pris. Det lave niveau afspejlede, at man købte alle aktiviteter, dvs. såvel de sunde som de svage kunder. De bogførte værdier i Sparekassen Fyn var nedskrevet voldsomt. Sparekassen Sjælland – Fyn har oparbejdet en stor underskudsaldo med en bogført skatteværdi på pt. 162 mio. kr. (plus 146 mio. kr., der ikke er aktiveret). Driften i det fynske datterselskab blev sidste år overdraget til moderselskabet.

Afviklingen af de problemramte engagementer er forløbet som forventet og er nu afsluttet. Sparekassens hensættelser ligger derfor på et meget lavt niveau på kun 11 mio. kr. i Q1, og tallet for hele året estimeres til max. 75 mio. kr. Her skal man nok bemærke ordvalget: maximalt. Hensættelsen i Q1 svarer til kun 0,1 % af det totale udlån. Landbrug er fortsat et erhverv med vanskelige forhold, men denne sektor udgør kun 7 % af det totale udlån (opgjort pr. 31-12-2016). Generelt bidrager stigende vækst, faldende arbejdsløshed, et positivt boligmarked og en ekstrem lav rente til at holde tabene nede. Samme tendens ses i hele finanssektoren.

Sparekassen har udnyttet sin stærke likviditets- og kapitalmæssige stilling til at udvide den lokale tilstedeværelse i en tid, hvor de store i branchen lukker ned og samler betjeningen af kunderne i store centre. Finansbranchen har atter normale forhold, og opkøb kan derfor ikke længere gennemføres på attraktive vilkår. Fremover vil strukturændringer foregå ved fusioner eller tilbud om overtagelse via opkøb. Sparekassens profil er dog dedikeret til at forblive selvstændig. For at fastholde denne position er det vigtigt at have adgang til formidling af realkreditlån på gode vilkår og om at råde over en stærk IT-plattform via Bankdata. På IT-området vil Sparekassen i år opnå besparelser på ca. 25 mio. kr. som følge af, at der er sket en sammenlægning af IT ved den fulde integration af Sparekassen Fyn. Sidste år var belastet af særlige poster ved denne store omlægning. Det er et faktum, at antallet af mindre pengeinstitutter over tid reduceres, og det kan på sigt føre til stigende priser for IT-servicering i centre, hvilket udgør en risiko for Sparekassen. Tilsvarende er man afhængig af udformningen af de valgte fælles løsninger.

Set over de seneste 12 måneder er udlånet udvidet med 10 %, mens indlånet er steget med 8 %. Det har reduceret Sparekassens likviditetsoverskud og vil gavne indtjeningen. Udlånsvæksten skyldes, at Sparekassen med åbning af filialer har kunnet tiltrække interessante nye kunder, hvorved især boligudlånet er vokset. Det er her danskernes behov for bankydelse findes. Alligevel står Sparekassen fortsat med et indlånsoverskud på 4,8 mia. kr., hvilket forsøges placeret med lavest mulig risiko i stats- og realkreditobligationer. Ledelsen søger bevidst at få dette likviditetsoverskud sat i arbejde, idet der her ligger en mulighed for at forbedre indtjeningen markant. Det lave renteniveau gavner klart ved at medføre små tab og hensættelser, men den modsatte side af mønten er udfordringer med at opnå tilfredsstillende indtjening på likviditetsoverskuddet. Udvidelse af långivningen skal nemlig foregå disciplineret for at undgå nye tab.

Kapitalforhold og likviditet

Sparekassens økonomiske styrke er et solidt kapitalgrundlag og en meget høj likviditet. Den samlede risikoeksponering er pr. 31-03-2017 opgjort til 16,2 mia. kr. Kapitalprocenten kan opgøres til 14,8 %, hvilket er 5,6 %-point over lovkravet på 9,2 %. Indregnes et bufferkrav på 1,3 %-point er overdækningen på 4,3 % eller 695 mio. kr. Kapitalgrundlaget må betegnes som robust. Pengeinstitut-sektoren er underlagt en række lovkrav, herunder krav til likviditeten (LCR). Dette nøgletal skal mindst ligge på 100 %, når loven er fuldt indfaset i 2018. Pr. 31-03-2017 var tallet i Sparekassen 194 % mod det aktuelle krav på 80 %. Sparekassen har således en markant likviditetsoverdækning, hvilket er en af komponenterne i den såkaldte Tilsynsdiamant, der også indregner summen af store engagementer, udlånsvækst, ejendomseksponering og stabil funding for samlet at kunne vurdere risikoprofilen. På alle punkter ligger Sparekassen Sjælland – Fyn langt over krav og normer. Den finansielle styrke har muliggjort, at der i Q1 er blevet indfriet et efterstillet kapitalindskud på 148 mio. kr. Derudover har man opnået tilladelse fra Finanstilsynet til senere på året at indfri endnu et kapitalindskud på 15 mio. kr. I forbindelse med indfrielsen har man optaget et nyt kapitalindskud på 50 mio. kr., hvilket er sket til en lavere rente end på de indfrielede indskud. Netto vil disse omlægninger medføre årlige besparelser på 10 mio. kr. med fuld effekt i 2018. Gearingsforholdet for udlån og garantier målt i forhold til egenkapitalen er på 1:7,2, hvilket er meget lavt og viser dermed en solid stilling. Det skal tilføjes at Sparekassen benytter de generelle metoder og ikke en avanceret model (store bankers metode), der ville kunne nedbringe størrelsen af den samlede risikomængde.

Sparekassen er klar til yderligere vækst med personlig service og nærvær i højsædet

Kapital- og likviditetsmæssigt er der masser af plads til vækst for gruppen af kernekunder. Ideen er at åbne filialer for at udnytte det tomrum, som de store bankers lukning af filialer efterlader uden for storbyerne. Danske Bank lukkede eksempelvis sidste år 10 % af sine filialer. Derfor prøver Sparekassen Sjælland - Fyn at profilere sig som et lokalt og nærværende pengeinstitut, der er positivt indstillet over for sine kunder og lokalsamfundet. Almindelige kunder skal føle, at de står i et tættere og mere ligeværdigt forhold end i store banker, samtidig med at Sparekassen er i stand til at klare ethvert behov for normale bankydelse. Kapaciteten i kapitalmæssig størrelse og inden for avancerede finansprodukter udgør derimod en begrænsning i evnen til at betjene helt store erhvervs-kunder. På dette punkt indtager ledelsen en pragmatisk holdning, idet man ikke vil eksponere sig mod virkelig store kunder. Maksimum for kreditengagementer er fastlagt til 75 mio. kr. for nye erhvervs-kunder. Linjen afspejler sig også i, at der slet ikke findes såkaldt store engagementer med et omfang, som overstiger 10 % af Sparekassens kapitalgrundlag.

Strukturen i virksomheden er stringent med fokus på ind- og udlån, likviditet og garantier som de afgørende regnskabsposter. Udlånet på 10,7 mia. kr. skal ses i forhold til 15,5 mia. kr. i indlån, og der er således en meget stor likvid reserve til rådighed. Dermed er der plads til en markant udvidelse af udlånet både solvensmæssigt og ud fra likviditeten. Det ekstremt lave renteniveau presser udviklingen i samme retning, da der vil kunne blive opnået en markant forbedring af indtjening ved aktivering af dette potentiale frem for passiv placering af pengene. Men ledelsen ønsker ikke at benytte lette løsninger i form af udvalgte store kortfristede erhvervsudlån eller repo-forretninger men en robust udvidelse af den egentlige kundebase med udsigt til langvarige aftaleforhold også for udlånene.

Langsigtet køb

Inden årets udgang vil Sparekassens ledelse fremlægge en 4-årig strategiplan med henblik på fortsat at skabe fremgang i virksomheden. Med børsintroduktionen, afslutning af kreditafviklingen og integration af datterselskabet på Fyn er man klar til en ny fase. For nærværende går det godt – men hensigten er altså, at det skal gå endnu bedre. Platformen skal udnyttes og udvikles. Geografisk dækkes den østlige halvdel af landet, hvor man snart er det eneste tilbageværende lokalt baserede pengeinstitut. Udvidelsen med en moderne Digital Sparekasse vil åbne adgang til også at dække kunder i Jylland. Aktien kan derfor sammenlignes med Spar Nord, Sydbank og de største pengeinstitutter i provinsen.

For 2017 estimerer vi et overskud pr. aktie (EPS) på 16,8 kr., hvorved aktien handler til en P/E 2017E (134:16,8) på 8,0. Fremgangen skyldes især lavere hensættelser på kreditter, altså lavere udgiftsposter. Skattebeløbet har også stor positiv betydning (udnyttelse af tidligere underskud). Det direkte afkast baseret på sidste års udbytte på 3,05. kr. (svarende til 25 % af årets nettoresultat) ligger på 2,3 %. Fremadrettet for 2017 forventer vi et udbytteafkast svarende til ca. 2,5 %, men dette tal ændres jo også i takt med børskursens udvikling. I modsætning til mange andre banker opkøber man ikke egne aktier for store beløb, idet rammen herfor er fastlagt til max. 2 % af aktiekapitalen. Kurs/indre værdi ligger på et meget lavt og derfor attraktivt niveau (134:164) på blot 0,8.

Normen for de store danske bankaktier er i øjeblikket P/E-tal på 12-14, hvilket indebærer, at Sparekassen Sjælland – Fyn handler med en discount på 30-40 % i forhold til "de store". Forskellen er også tydelig, når vi ser på kurs/indre værdi. Dette tal ligger på 1,4-1,5 for Nordea og Danske Bank, og 1,3-1,4 for Spar Nord og Sydbank. Sparekassen kan derimod erhverves til 82 øre for 1 kr. egenkapital. Denne discount (indregnede risikopræmie) synes ikke at være fair men alt for stor. Faktisk må risikoprofilen for Sparekassen formodes at være langt lavere end i de store banker. Eksempelvis udgør den korrigerede egenkapital målt i forhold til de samlede forpligtelser på balancen (såkaldt leverage ratio) i Danske Bank 4,1 %, mens tallet for Sparekassen ligger på 9,0 %.

Flere forhold taler for at Sparekassen Sjælland – Fyn kan blive en god langsigtet investeringsmulighed. Sparekassen må forventes at udvikle sig positivt ved den målrettede indsats for at opnå en høj organisk vækst. Aktivisering af den store likvide reserve via voksende udlån bliver kernepunktet i at forbedre indtjeningen. Et generelt løft i renteniveauet udgør en Joker med positiv værdi, da det vil forbedre afkastet af likviditeten, men hvornår vil det indtræffe? Kredittabene forventes at komme ind i en periode med lave tal, og årets guidance på maksimalt 75 mio. kr. forekommer meget forsigtig. Så længe renten er lav, vil der være små tab, men når en ny fase med højere rente indtræffer ændres de gunstige forhold. For indeværende år fastholder Sparekassen prognosen i sin Q1 rapport, dvs. en basisindtjening på 290-330 mio. kr. Langsigtet køb er fortsat vores konklusion.

Regnskabstal

mio. kr.	2013	2014	2015	2016	2017E
Nettorenter + udbytter	519	603	616	569	590
Gebyrer + andet netto	623	324	408	413	440
Driftsudgifter inkl. afskr.	548	613	644	696	740
Basisresultat	594	314	380	286	290
Nedskrivninger	1.460	257	150	107	35
Kursregulering mv.	-30	58	-94	49	35
Res. før skat	-895	115	136	228	290
Skat	152	4	8	-12	-15
Nettoresultat	-743	119	144	216	275
Hybridkapitaludgift			60	56	56
Aktionærers nettores.			84	160	219
Balance	20.099	19.322	18.730	19.859	20.500
Nettolikviditet	6.371	7.111	6.547	6.780	6.500
Udlån	10.906	9.981	9.763	10.474	11.200
Indlån	15.723	15.315	14.633	15.647	16.300
Immaterielle aktiver	186	174	162	150	140
Aktiveret skat	150	155	168	162	150
Efterstillede lån	1.282	1.148	995	996	900
Egenkapital	1.529	1.634	1.939	2.058	2.225
Garantier mv.	2.915	3.929	3.773	4.735	4.600

Seneste analyser:

Dato	Kurs	Anbefaling:	
		Kort sigt	Langt sigt
22-03-2017	127	Hold	Køb
22-11-2016	103	Køb	Køb
07-09-2016	100	Hold	Køb
17-06-2016	90	Hold	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 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.