

**2019 blev et år med en flot og stigende indtjening. Kursmæssigt gav det et afkast til aktionærerne inkl. udbytte på 14,6 %. For 2020 forventer ledelsen et resultat på niveau med i 2019, dvs. før skat på 230-270 mio. kr. (252 i 2019). Udbyttet hæves fra 2,5 til 3,0 kr. Aktien handles til P/E på 8,5 og K/I på 0,6. Markant højere indtjening er målet i strategiplanen.**

- Sparekassen er midtvejs i gennemførelsen af strategiplanen "NYE VEJE", der dækker årene 2018-2021. Planen følges og sigter mod at opnå vækst, øget effektivitet, højere indtjening pr. omkostningskrone, sikre god rentabilitet og et robust fundament kapitalmæssigt. Planen vil reelt give besparelser på ca. 100 mio. kr. årligt, og der er desuden allerede opnået en positiv effekt på 38,5 mio. kr. fra omlægning af den ansvarlige kapital. Det blev muligt takket være den store aktietegning i 2018, og kapitalstrukturen er nu bragt endelig på plads.
- Omkostningerne styres stramt. Cirka 10 % af medarbejderne er fratrukket ved naturlig afgang og pensionering i 2019, men ikke desto mindre har man formået at løfte forretnings- og aktivitetsomfanget.
- Indtjeningen har i 2019 været positivt påvirket af et meget stort omfang af realkredit-låneomlægninger, hvilket har medført stigende gebyrindtægter. Det gavner samtidig kundernes risikoprofil. I 2020 forventes omfanget at normalisere sig.
- Solvensmæssigt har Sparekassen en høj kapitalprocent på 20,1 %.
- Målsætningen for egenkapitalens forrentning efter skat i 2021 er 9-11 % (2019: 7,2 %). Indtjening pr. aktie skal med andre ord bringes op i et niveau (udregnet med afsæt i 2019) på 15-19 kr. i løbet af de næste to år mod 11,7 i 2019. Planen betyder, at indtjeningen vil stige markant med fuld effekt i 2022 via vækst og effektivisering.
- Aktien handles til P/E på 8,5 (99/11,7) og kurs/indre værdi på 0,6 (99/164,7). Det er billigt.
- Udbyttebetalingen for 2019 foreslås hævet til 3,0 kr. (2,5). Bestyrelsen har tidligere indikeret, at man overvejer at revurdere udlodningspolitikken til en kombination af udbytte og køb af egne aktier. Det vil være aktionærvenligt og fornuftigt, da kurs/indre værdi ligger nede på 0,6. Årsregnskabet indeholder dog intet herom.
- Vi mener, at aktien er undervurderet men skal samtidig pointere, at aktien næppe vil kunne stige markant hurtigere end den generelle udvikling for banksektoren i Danmark. Tingene hænger sammen, uanset hvor billig en aktie kan forekomme.

## Anbefaling:

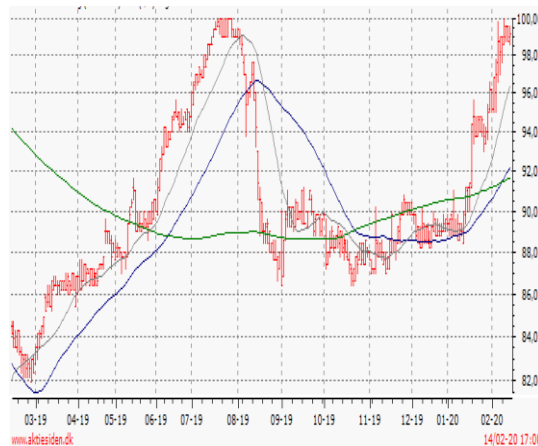
Aktuel Kurs: 99  
 Børs: MidCap  
 Markedsværdi: 1.720 mio. kr.  
 Antal aktier: 17,375 mio. styk  
 Næste regnskab: Q1-regnskab den 11-05-2020

Kort sigt: Køb (uændret)  
 Langt sigt: Køb (uændret)  
 Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 95 - 110 (før 85-100)  
 Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 110 - 130 (før 100-130)  
 Tidligere anbefaling: Køb/Køb ved 88 (20-11-2019)



## Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

I 2020 forventer Sparekassen et resultat før skat på 230-270 mio. kr. (252 mio. kr. i 2019). Guidance for 2019 blev hævet to gange. Det forudsættes, at dansk økonomi viser vækst i år men på et lidt lavere niveau end i 2019. Nedskrivningerne forventes også i år at være lave men let stigende i forhold til 2019.



Kursudvikling seneste 12 måneder:

Høj 100,0 / Lav 83,0

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. Filialmæssigt dækker man det meste af Sjælland og Fyn. I 2019 gennemførtes en sammenlægning af seks filialer i København til tre, hvorefter der er fem filialer i København. På Fyn blev fire filialer sammenlagt med andre. Til gengæld blev der oprettet fem nye områdecentre på Sjælland. Ultimo 2019 råder Sparekassen derfor over 42 filialer og ni områdecentre (Islands Brygge, Roskilde, Ringsted, Slagelse, Køge, Næstved, Holbæk, Hillerød og Odense City) samt to erhvervscentre i Holbæk og Odense City.
- Sparekassen beskæftiger 561 medarbejdere (622 ultimo 2018), og man servicerer mere end 160.000 kunder.
- Lokal tilstedeværelse med filialer benyttes til at øge forretningsomfanget, fastholde og tiltrække nye kunder, hvilket er lykkedes flere år i træk. Sparekassen ønsker med sit nærhedsprincip at udvikle lokalområderne til gavn for borgerne, kunderne og Sparekassen selv.
- 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), og det er i omfang nået op på 29,8 mia. kr. Realkreditlån til landbrug formidles via DLR (omfang 10,3 mia. kr.), 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, der er opbygget for at kunne servicere kunder via digital fjernbetjening. Med Den Digitale Sparekasse åbnes der desuden bedre 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 politik om ikke at tildele aktieoptioner til bestyrelse og ledelse.
- Den 03-12-2015 blev sparekassen børsnoteret til kurs 99. I april 2018 gennemførtes en stor aktietegning (3:1 til kurs 105), hvilket tilførte et nettoprovenu på 437 mio. kr. Den ansvarlige kapital blev herefter omlagt og reduceret, hvilket har givet en markant rentebesparelse.
- Ejerforhold pr. 31-12-2019: AP Pension Livsforsikringsaktieselskab, Sydbank A/S og Købstædernes Forsikring Gensidig har hver en aktiepost i intervallet 5,00-9,99 %. Ultimo 2019 havde selskabet ca. 27.000 aktionærer (2018: ca. 27.000; 2017: 26.000; 2016: 24.500). 92 % af aktierne ejes af danske investorer. 8 % ejes af udlandet. 24.000 af Sparekassens kunder er oplyst til at eje aktier.

## 2019: Et af de bedste resultater i Sparekassens historie

2019 var det andet fulde år af den i 2017 igangsatte fire-årige strategiplan "NYE VEJE". På alle parametre leverer Sparekassen på planen, der har til formål at forbedre lønsomheden og styrke kapitalgrundlaget. Det ser vi nærmere på i et efterstående afsnit.

Året var præget af høj aktivitet omkring realkreditlån-omlægninger, og det har givet markant højere gebyr- og provisionsindtægter (+18%). Samlet steg posten netto rente- og gebyrindtægter med 11 % til 1.113 mio. kr. Nedskrivninger på udlån ligger fortsat lavt men er dog øget til 17 mio. kr. (4 mio. kr. året før). Sparekassen har foretaget rest af- og nedskrivninger på et immaterielt aktiv, og det vil derfor medføre en lavere udgift i de kommende år.

Kursreguleringer er bogført til -44 mio. kr. (+21 i 2018), hvilket primært skyldes beslutningen om i højere grad at placere overskudslikviditet i obligationer for at håndtere de negative renter i Nationalbanken. Visse obligationer er købt til over pari og er siden blevet indfriet. Sparekassen har som mange andre pengeinstitutter indført negative renter, der primært er rettet mod erhvervs-kunder. Tiltaget er i december udvidet til at omfatte foreninger og med virkning fra januar i år også pensionsmidler og indlån for private, der ikke har en NEM-konto tilknyttet deres kundeengagementet. Sparekassens indlånsoverskud ligger ultimo 2019 på 6,5 mia. kr., efter at indlån i årets løb er vokset med 3 % og udlånet ligger fladt.

Et af strategimålene er at øge effektiviteten, og i årets løb er det også lykkedes. Udgifterne til personale og administration er nemlig faldet med 3 % til 726 mio. kr. Det er sket ved en reduktion af medarbejderstaben på næsten 10 %, hvilket udelukkende er opnået ved naturlig afgang og pensioneringer. Medarbejdertallet ventes også at falde i 2020 via naturlig afgang. Filialstrukturen er desuden blevet tilpasset med færre filialer, og det har bidraget til lavere udgifter. Der er således godt styr på omkostningerne, selvom udgifter til IT er steget. Det skyldes lovgivningskrav om øget indsats mod hvidvask m.m.

I Københavns-området er seks filialer blevet lagt sammen til tre. Det skyldes en ny beslutning om at reducere indsatsen her som følge af prisudviklingen på boliger. Finanstilsynets skærpede krav til nye låntagere kombineret med et højt priseniveau medfører, at Sparekassen (ligesom alle andre pengeinstitutter) må forvente lavere aktivitet i de kommende år fra ny boligfinansiering.

Omlægning til puljeindlån udvikler sig stærkt med en tilvækst på hele +35 % til 1,8 mia. kr. i omfang. Antallet af kundedepoter er vokset fra 9.558 til 10.555. Balancen er vokset med +6 %. Det samlede forretningsomfang (udlån + indlån + indlån i puljeordninger + efterstillet kapitalindskud + egenkapital + kapitalgrundlag) er opgjort til 39.426 mio. kr., hvilket også er en fremgang på +6 %. Netto er der opnået et overskud efter skat på 227 mio. kr. (+9 %). Aktionærernes andel af overskuddet andrager 202 mio. kr. (+37 %).

Resultat pr. aktie er på 11,7 kr., hvoraf det indstilles til beslutning på Generalforsamlingen den 04-03 at deklarerer et udbytte på 3,0 kr. (op fra 2,5). Restbeløbet overføres til reserverne.

Resultatet for 2019 er tilfredsstillende. Det samme gælder udviklingen i sparekassens aktiekurs, der i årets løb er steget fra 80,4 til 89,6 ultimo. Dertil kommer udbyttet på 2,5 kr. Det har givet aktionærerne et afkast på 14,6 %. Aktieopturen er fortsat her primo 2020.

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

Strategiplanen blev annonceret i november 2017 og løber frem til og med 2021. De første tiltag var en styrkelse af Sparekassens kapital via en emission gennemført i Q1 2018 og udstedelse af ny hybrid kernekapital og supplerende kapital til lavere rentesatser. Det har sikret betydelige rentebesparelser og styrket kapitalberedskabet (solvensen).

"NYE VEJE" indeholder fire finansielle målsætninger, der skal være opnået ved udgangen af 2021. Midlerne til at opnå målene baseres på syv strategiske spor. Succeskriteriet ligger i kombinationen af vækst og indtjeningsevne, hvor kreditstyring også indgår (især evnen til at forhindre nye 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 en markant forbedring af indtjeningen. Markedsandelen skal øges væsentligt. Tal for direkte udlån, formidlede realkreditlån og antallet af kunder er key performance indicators (KPI'er) for at følge med resultaterne 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 i forhold til udgangspunktet i 2017. Målet skal opnås som en kombination af stop for nye filialer, færre nyansættelser plus naturlig afgang, forbedret administrativ håndtering og øget salgsindsats. Herigennem skal indtjeningen øges. Målet er opnåeligt, men det kræver stor indsats af personalet og en positiv attitude. Nøgletallet forbedres løbende fra 2,11 % ultimo 2017 til 2,09 % ultimo 2018 og 1,9 % opgjort ultimo 2019.

**Solid rentabilitet:** Egenkapitalforrentningen efter skat skal som mål ligge på 9-11 %. For 2018 var tallet på 7,2 % og fik samme niveau i 2019 med 7,2 %. Den relativt store aktietegning i 2018 vil trække dette nøgletal ned i den første tid, idet aktiviteten ikke straks vokser tilsvarende (indfasning). Øget aktivitet og effektivitet skal løfte rentabiliteten opad til det ønskede niveau.

**Høj indtjening pr. omkostningskrone:** Målet er at bringe nøgletallet op til 1,70 kr. via effektivisering, omkostningsstyring og optimering af indtjeningen. Ultimo 2018 var tallet 1,25 kr., hvilket ultimo 2019 er steget til 1,37 kr. Det går den rigtige vej.

**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 14,0 % ultimo 2019. Den samlede kapitalprocent skal efter planen være på mindst 17 % - og dette tal er nu nået op på hele 20,1 %.

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 små og mellemstore erhvervs-kunder. Fem nye erhvervscentre er netop etableret.
- 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 kundediialog (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 som ramme med henblik på at kunne skabe vækst.

## Sparekassens kapitalforhold og likviditet

Et vigtigt element i strategiplanen "NYE VEJE" er at forbedre sparekassens kapitalforhold og kapitalberedskabet. Og det er lykkedes. Sparekassens samlede solvensmæssige risikoeksponering er pr. 31-12-2019 opgjort til 17.343 mio. kr., hvilket er et fald på 296 mio. kr. fra ultimo 2018. Faldet skyldes en omlægning af fordelingen i fondsbeholdningen, hvilket har reduceret markedsrisikoen, ligesom kreditrisikoen er faldet med 247 mio. kr. – begge dele trækker derfor risikoeksponeringen ned.

Sparekassen har godt styr på risikoeksponeringen trods tilgang af mange nye kunder. Her spiller en intern regel en rolle, idet der er fastsat en maksimal grænse på 75 mio. kr. for en ny kundes kreditter og garantier.

Kapitalgrundlaget udgør 3.480 mio. kr., og kapitalprocenten er steget fra 17,7 % ultimo 2018 til 20,1 %. Kernekapitalprocenten opgøres til 16,2 % og den egentlige kernekapitalprocent til 14,0 %. Kapitalbehovet er opgjort til 9,4 %, hvilket medfører en kapitalmæssig overdækning på 10,6 % eller 1.842 mio. kr. De kombinerede bufferkrav er på yderligere 3,5 %, således at den samlede overdækning udgør 7,1 % eller 1.235 mio. kr. Bufferkravet øges i 2020 til 4,5 %.

NEP-kravene (nedskrivningsegne passiver), som er under indfasning og træder fuldt i kraft pr. 01-01-2023, indebærer en stramning af reguleringen af banker. Formålet er 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. NEP-kravet opgøres som summen af solvensbehovet, det kombinerede bufferkrav og et NEP-tillæg. For Sparekassen er NEP-kravet opgjort til 19,1 % svarende til 14,4 % af de samlede forpligtelser og kapitalgrundlaget. Dette tal er altså endnu strammere end solvensreglen. Umiddelbart burde der ikke være behov for optagelse af særlige lån med NEP-klausuler, og dermed vil man kunne undgå en merrenteudgift hertil. Sparekassen overholder med god margin de nye NEP-krav, der vil blive indfaset gradvist og få fuld effekt fra 01-01-2023.

Strukturen i den samlede risikoopgørelse i forbindelse med solvensberegningen domineres af kreditter med 83 %, mens markedsrisici står for 6 %, 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 fortsat interessant punkt er eksponeringen over for kunder i landbruget på 1,5 mia. kr., hvilket ultimo 2019 svarer til 8,6 % af udlån og garantidebitorer. Omfanget af realkreditlån formidlet via DLR er dog meget stort, idet tallet er nået op på 10,25 mia. kr.

## 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 31.12.2019	Koncernen 31.12.2018
Summen af store engagementer i procent af den egentlige kernekapital	< 175 %	76,5 %	96,1 %
Udlånsvækst p.a.	< 20 %	0,4 %	5,5 %
Ejendomseksponering af udlån og garantier	< 20 %	11,0 %	12,8 %
Likviditetspejlemærke	> 100 %	383 %	318 %
Funding ratio Udlån / arbejdende kapital fratrukket obligationer med restløbetid under 1 år	< 1,00	0,50	0,53

Udviklingen i Sparekassens kvalitet af udlån og garantier fremgår af nedenstående opstilling fra årsregnskabet. Tendensen med en forbedring af kundernes bonitet fortsætter. Af sparekassens udlån og garantier ligger 9,3 % af lånene i kategori 2c eller 1 mod 13,3 % for et år siden. Samme positive udvikling ses på landbrugskunder, hvor 14,8 % af lånene ligger i de to svageste kategorier mod 20,7 % for et år siden. Andelen af de svageste kunder (Finanstilsynets bonitetskategori 1: OIK-kunder) er reduceret 20 kvartaler i træk.

## Bonitetskategorier

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

	2019		2018		2017		2016		2015	
	DKK mio.	%	DKK mio.	%	DKK mio.	%	DKK mio.	%	DKK mio.	%
3 / 2a - Udlån og garantier med normal bonitet	10.768	56,8	10.249	58,5	9.965	59,0	9.011	59,3	5.791	42,7
2b - Udlån og garantier med visse svaghedstegn	6.424	33,9	4.942	28,2	4.174	24,7	2.850	18,7	3.486	25,7
2c - Udlån og garantier med væsentlige svaghedstegn	1.058	5,6	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	704	3,7	1.197	6,8	1.366	8,1	1.914	12,6	2.300	16,9
<b>Total</b>	<b>18.954</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

	2019		2018		2017	
	DKK mio.	%	DKK mio.	%	DKK mio.	%
3 / 2a - Udlån og garantier med normal bonitet	713	46,1	572	39,4	539	43,1
2b - Udlån og garantier med visse svaghedstegn	605	39,1	579	39,9	396	31,7
2c - Udlån og garantier med væsentlige svaghedstegn	176	11,4	163	11,2	154	12,3
1 - Udlån og garantier med objektiv indikation på kreditforringelse	52	3,4	139	9,5	162	12,9
<b>Total</b>	<b>1.546</b>	<b>100,0</b>	<b>1.453</b>	<b>100,0</b>	<b>1.251</b>	<b>100,0</b>



## Sparekassen Sjælland – Fyn er en god langsigtet placeringsmulighed

2019 blev i hele pengeinstitut-sektoren præget af uhørt høj aktivitet med låneomlægninger og dermed stigende gebyrindtægter. Kunderne har benyttet det ekstremt lave renteniveau til at omlægge til lav fast rente. Det giver luft i de private husholdninger, der kan øge forbruget og opsparingen eller nedbringe lån. For Sparekassen er kundernes opsparing dog en udfordring, idet der jo skal betales 0,75 % for placering af overskudslikviditet i Nationalbanken. Denne udfordring søger Sparekassen Sjælland – Fyn at imødegå ved at benytte sig af realkreditobligationer, ved at indføre negative renter på kundekonti og ved at aktivere kundernes passive indeståender via investeringer i puljeordninger. Sidstnævnte er en ren win-situation for sparekassen, og det er lykkedes at øge kundernes omfang i puljeordninger fra 1.313 mio. kr. ultimo 2018 til 1.771 mio. kr. ultimo 2019. Så længe aktiemarkedet udvikler sig godt, er det en god løsning for både kunderne og Sparekassen.

Generelt nyder Sparekassen ligesom kunderne godt af konjunkturerne. Prisen på fast ejendom stiger, og tab på lån kan derfor holdes nede på et meget lavt niveau. Selv landbruget oplever bedre tider, og det er vigtigt for Sparekassen Sjælland – Fyn, der har en risikomæssig eksponering på 1,5 mia. kr. vedrørende langbrugskunder.

Ud af Sparekassens 27.000 aktionærer er de 24.000 kunder. Mange er gået ind som aktionærer i forbindelse med børsnoteringen i december 2015 – dengang til kurs 99. Disse aktionærer kan nu glæde sig, da kursen er tilbage ved udgangspunktet. Der er generelt bedring i sigte for aktionærer i danske pengeinstitutter. Kursniveauet på sektorens aktier har været presset uhørt langt ned, og det er fortsat tilfældet for Sparekassen Sjælland – Fyn. En aktie kan således nu og her købes til en P/E (99:11,7) på blot 8,5, og indre værdi (egenkapitalværdien pr. aktie) kan erhverves med en discount (99:164,7) på 40 %. Altså betaler man kun 0,6 kr. for 1 kroners egenkapital i Sparekassen. Niveauet er lavt, og branchen som helhed er presset langt ned i børsværdi i disse år. Det er især storbankernes involvering i en række skandalesager, der belaster branchens renommé. Sparekassen betaler en pris herfor – og det gælder også de skærpede lovgivningskrav til bekæmpelse af hvidvask m.m. Det belaster Sparekassen, selv om man slet ikke er involveret i transaktioner af en sådan art. Aktivitet med avancerede finansielle aftaler og betjening af store professionelle kunder overlader man til de store forretningsbanker, så også på det punkt må risikoprofilen betegnes som lav.

Sparekassen lever med god afstand op til alle de lovmæssige krav til kapitaldækning. Der er tilgang af nye kunder, men udfordringen overalt er lav lånelyst. Billige realkreditlån er tidens kredittkilde. Indlånsoverskuddet vokser derfor år for år, og det er en udfordring henset til lavrenteforholdene. Samtidig giver det dog også rygvind i form af små tab på udlån.

Strategiplanen "NYE VEJE" forløber godt og er på rette spor. Det skal forbedre indtjeningen yderligere i de kommende år. For indeværende år spiller ledelsen forsigtigt ud med et resultat før skat på 230-270 mio. kr. (252 mio. kr. i 2019). Guidance er baseret på fortsat vækst i dansk økonomi, men på et lavere niveau end i 2019. Det samme gælder for konverteringer af realkreditlån. Guidance er så tilpas bred, at målet bør kunne indfries. I 2019 opjusterede Sparekassen to gange. Det bliver næppe muligt i 2020 - om end spændet i Guidance i løbet af året må forventes at blive indsnævret.

Umiddelbart efter præsentationen af årsregnskabet har Sparekassen øget sin beholdning af aktier i Lollands Bank til 9,55 %. Ledelsen pointerer, at der er tale om en investering, men udefra set kunne det ligne en indledende fase med henblik på køb af denne bank. Geografisk passer Sparekassen godt med Lollands Bank. Et opkøb burde være håndterbart, men det vil kræve velvillighed hos Lollands Bank, hvis aktionærer for 1½ år siden afviste at være til salg.

Sparekassen Sjælland – Fyn anser vi for at være en god langsigtet placeringsmulighed. Afkastfasen fra "NYE VEJE" planen får voksende vægt, og det forløber jo godt. Sammenlægningen af filialer i 2019 viser, at man ikke bider sig fast i tidligere ideer om filialstrukturen men forstår at tilpasse sig til udviklingen i markedsforholdene. Pointen er, at man æder sig ind på de store bankers kundekreds og dermed vokser fra en profil som regional sparekasse til en bredere dækning af landet (selv om Jylland endnu ikke betjenes direkte men håndteres via den digitale sparekasse). Risikoen må anses for at være lavere end i mange andre pengeinstitutter. Kursudviklingen på aktien kører dog for tiden nærmest synkront med de andre danske banker. De centrale nøgletal P/E 8,5 og K/I på 0,6 viser, at Sparekassen prifsættes for lavt.

## 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 kundeforhold. Der er derfor mulighed for mersalg fremadrettet, herunder indskud i investeringspuljer, der giver gode indtægter (asset management). Man tilbyder kunderne alle normale bankprodukter men afstår bevidst fra aktivitet med avancerede finansprodukter (lav risiko i tilfælde af uro på finansmarkedet).

### Svagheder

Tilgang af nye kunder indebærer 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 høje acceptkrav for nye udlånskunder er vigtig. Beslutningen om fortsat at holde nye engagementer under grænsen på maksimalt 75 mio. kr. betyder fravalg af en del lukrative kundeforhold.

### Muligheder

Strategiplanen "NYE VEJE" vil løfte indtjeningen. Planen er at opnå større effektivitet og derved mere tid til kundedialog med henblik på mersalg og højere indtjening. Skift til investerings- og pensionspuljeordninger rummer betydelige fordele.

### Trusler

Sparekassen er afhængig af de økonomiske konjunkturforskel i Danmark – og naturligvis i særdeleshed på Sjælland og Fyn. Man vil derfor blive negativt påvirket ved en eventuel økonomisk afmatning eller direkte recession. "Worst case" scenario vil være kollaps af en boligboble fulgt af markante prisfald på fast ejendom eller en ny krise inden for landbrugssektoren.

### Regnskabstal

mio. kr.	2016	2017	2018	2019	2020E
Nettorenter + udbytter	569	570	565	590	610
Gebyrer + andet netto	413	440	435	531	470
Driftsudgifter inkl. afskr.	696	750	795	811	780
Basisresultat	286	260	205	310	300
Nedskrivninger	107	33	3	17	30
Kursregulering mv.	49	46	29	-42	10
Res. før skat	228	273	230	251	280
Skat	-12	-16	-22	-24	-30
Nettoresultat	216	257	208	227	250
Hybridkapitaludgift	-56	-56	-60	-25	-25
Aktionærernes nettoresultat	160	201	148	202	225
Balance	19.859	21.487	23.857	25.359	27.000
Nettolikviditet	6.780	6.689	8.017	9.048	9.000
Udlån	10.474	11.681	12.174	12.217	12.700
Indlån	15.647	16.589	18.223	18.700	19.500
Immaterielle aktiver	150	138	125	91	65
Aktiveret skat	162	163	176	164	150
Efterstillede lån	996	988	840	1.059	1.059
Egenkapital	2.058	2.228	2.697	2.851	3.025
Garantier mv.	4.735	5.213	5.357	6.738	6.000

**Seneste analyser:**

<b>Dato</b>	<b>Kurs</b>	<b>Anbefaling:</b>	
		<b>Kort sigt</b>	<b>Langt sigt</b>
20-11-2019	88	Køb	Køb
15-08-2019	91	Køb	Køb
22-05-2019	89,5	Køb	Køb
22-02-2019	85,6	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.