

Sparekassen Sjælland-Fyn

Finans
Danmark

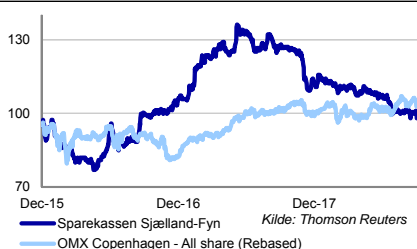
Denne rapport er en forkortet version af en rapport, der oprindeligt er publiceret på engelsk. I tilfælde af afvigelser mellem de to versioner er den engelske version gældende.

HOVEDDATA

Land	Danmark
Bloomberg	SPKSJF DC
Reuters	SPKSJF.CO
Aktiekurs (luk) (kr.)	100
Free float	84%
Markedsværdi (mia.)	EUR 0.23 / DKK 1.74
Hjemmside	www.spks.dk/
Næste rapportering	06 nov 2018

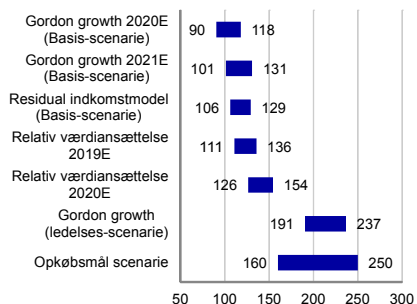
Kilde: Virksomhedsdata

KURSUDVIKLING



Kilde: Thomson Reuters

VÆRDIANSÆTTELSESMETODE



Kilde: Nordea estimater

ESTIMAT ÆNDRINGER

År	2018E	2019E	2020E
Indtægter i alt	0%	0%	0%
Omkostninger i alt	0%	0%	0%
Resultat før nedskrivninger på udlån	0%	0%	0%
Resultat før skat	0%	0%	0%
Udbytte per aktie	0%	0%	0%
Indtjening per aktie, justeret	0%	0%	0%

Kilde: Nordea estimater

Tid til at profitere på strategiske initiativer

Sparekassen Sjælland-Fyn har været meget igennem i de seneste år. Den har fusioneret med Sparekassen Faaborg i 2013 og rejst kapital via børsnoteringen i 2015 og aktieemissionen i 2018. Sparekassen har også reduceret sin kreditrisiko og udvidet sit filialnetværk. Alle disse projekter har i vores optik flyttet fokus væk fra omkostningerne. Vi mener derfor, at der er potentiale for at optimere på omkostningsniveauet, nu hvor filialekspansionen er afsluttet for denne omgang. Vi forventer, at de nyligt åbnede filialer i de kommende år vil tilføre yderligere vækst i indtægterne i takt med at disse modnes. Både omkostningseffektivitet og profitabilitet er vigtige dele i sparekassens nye strategi, 'Nye Veje', som blev lanceret i november 2017. Vi estimerer en fair værdi per aktie på 90-131 kr. i vores basis-scenarie afhængigt af, hvilken egenkapitalomkostning og normaliseret tabsprocent på udlån der antages.

Mere at hente fra filialnetværket

Med sine 49 privatfilialer har Sparekassen Sjælland-Fyn det stærkeste filialnetværk af alle banker i sit hjemmemarked. I 13 byer er sparekassen også det eneste pengeinstitut med en filial, hvilket, vi mener, kan løfte sparekassens forhandlingsstyrke på priser samt fastholdelsesgrad af kunder. Dette hjælper på både udlåns- og indtjeningsvæksten. Derudover argumenterer vi for at de 11 filialer, som sparekassen har åbnet siden 2015, ikke har nået deres optimale indtægtsniveau endnu, og derfor forventer vi yderligere indtægtsvækst i de kommende år. I 2019 estimerer vi ~2% vækst i de samlede indtægter alene fra disse 11 nyligt åbnede filialer.

Høj vækst i indtjeningen før nedskrivninger på udlån i 2017-21E

I vores basis-scenarie estimerer vi en årlig gennemsnitlig vækst i indtjeningen før nedskrivninger på udlån på 9%. Dette er opnåeligt af fire årsager: 1) Vi forventer yderligere indtægtsvækst fra nyligt åbnede filialer i takt med, at disse når deres optimale niveau. 2) Vi mener, at udlånsvæksten vil blive understøttet af en højere fastholdelse af kunderne pga. det store filialnetværk. 3) Vi ser mulighed for prisstigninger. 4) Omkostninger har ikke været et vigtigt fokusområde før nu, og derfor ser vi mulighed for omkostningsbesparelser. Udover dette forventer vi også færre tab på udlån fremadrettet pga. den højere andel af private lån end historisk.

Basis-scenariet kan vise sig at være for konservativt

I et positivt scenarie, hvor de finansielle målsætninger fra 'Nye Veje' strategien nås, estimerer vi, at den fair værdi per aktie kunne stige til 190-236 kr. Vi ønsker dog at se ledelsen levere resultater på denne strategi, før vi eventuelt vil inkludere mere optimistiske forventninger til indtjeningsvæksten. Hvis ledelsen ikke formår at løfte den nuværende profitabilitet, mener vi, at et opkøbs-scenarie kunne komme i spil. I dette scenarie ville vi forvente et opkøbstilbud på 160-250 kr. per aktie.

NØGLETAL

DKKm	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Indtægter i alt	1,090	978	1,043	1,073	1,060	1,189	1,252
Omkostninger i alt	660	694	710	769	818	828	847
Nedskrivningsprocent	-2.36%	-1.50%	-1.10%	-0.32%	-0.21%	-0.36%	-0.37%
Resultat før skat	175	136	228	273	222	320	359
Egenkapitalforrentning	11.4%	8.1%	5.4%	7.9%	3.9%	8.3%	8.6%
Afkast på justeret indre værdi	12.9%	8.9%	5.9%	8.5%	4.1%	8.7%	9.0%
Kurs/indre værdi	-	-	0.68	0.67	0.63	0.62	0.61
Kurs/indre værdi justeret	-	-	0.73	0.71	0.66	0.65	0.64
BIS III egentlig kernekapitalprocent	8.3%	10.0%	9.9%	10.7%	12.4%	12.6%	13.3%
Udbytte per aktie	n.a.	3.00	3.05	0.00	2.08	3.89	4.41
Udbytteprocent	-	3.08%	2.87%	0.00%	2.09%	3.90%	4.42%
Samlet pay-out ratio	n.a.	0.00	0.09	0.00	0.15	0.23	0.23

Kilde: Virksomhedsdata og Nordea estimater

Nordea Markets - Analytikere

Jakob Brink
Senior Analytiker, Sektorkoordinator

Mathias Nielsen
Analytiker

Introduktion til Sparekassen Sjælland-Fyn

Sparekassen Sjælland-Fyn er en lokalbank med stærke rødder på Sjælland og Fyn. Med sine 49 privatfilialer har banken det stærkeste filialnetværk af alle banker i dets hjemmemarked. Sparekassen har ~12 mia. kr. i bankudlån og mere end 156.000 kunder. I november 2017 offentliggjorde Sparekassen Sjælland-Fyn sin nye strategiplan, 'Nye Veje', der sætter fokus på at løfte omkostningseffektiviseringen og profitabiliteten samt at bygge en solid kapitalbase.

Sparekasse med lokale rødder

Sparekassen Sjælland-Fyn's historie går tilbage til 1825, hvor sparekassen blev stiftet lidt udenfor Holbæk, hvor banken i dag har sit hovedkontor. Sparekassens størrelse er over årene vokset gennem organisk vækst, filialåbninger og fusioner. Ved afslutningen af første halvår 2018 havde sparekassen 49 privatfilialer og fire erhvervscentre samt 634 ansatte.

Direktionen

Direktionen i Sparekassen Sjælland-Fyn udgøres af administrerende direktør, Lars Petersson, og sparekassedirektør, Bruno Riis-Nielsen. Sammen har de udgjort koncerndirektionen siden 2016.

Lars Petersson er født i 1967 og startede i sparekassen i 1986 som elev. Han har derudover en kandidat i ledelse fra 2008. I 2010 blev han udnævnt til adm. direktør for sparekassen, og han har været i spidsen for sparekassens turn-around efter store nedskrivninger på udlån efter finanskrisen. Det er værd at fremhæve, at han har sænket bankens ejendomseksponeringer markant.

Bruno Riis-Nielsen er født i 1953 og startede i sparekassen i 2014 som underdirektør med ansvaret for erhvervsområdet. I 2016 blev Bruno Riis-Nielsen udnævnt til sparekassedirektør, og han blev dermed en del af direktionen. Før Bruno Riis-Nielsen kom til Sparekassen Sjælland-Fyn, arbejdede han som konsulent ved Finanstilsynet. Han har også ledelseserfaring fra sin tid som adm. direktør for Totalbanken fra 1993-2003 samt tiden som adm. direktør for Lokalbanken fra 2003-2008, hvor banken blev købt af Svenska Handelsbanken.

Både Lars Petersson og Bruno Riis-Nielsen har også aktier i sparekassen. Lars Peterson har 11.590 aktier, og Bruno Riis-Nielsen har 8.024 aktier.

Lønpolitik

Sparekassens lønpolitik indeholder ikke variabel aflønning. Dog er der mulighed for, at bestyrelsen kan give et årligt ekstraordinært engangsvederlag på maksimalt 100.000 kr. pr. medarbejder, og maksimalt 2,5 mio. kr. i alt pr. år for alle bankens medarbejdere. I både 2016 og 2017 modtog Lars Petersson dette vederlag. Dette skal ses i lyset af Lars Peterssons faste løn på ca. 5 mio. kr. årligt, samt Bruno Riis-Nielsens faste løn på ca. 3 mio. kr. Vi noterer os derfor, at der ikke er noget stort økonomisk incitament ved at nå deres egne målsætninger i 'Nye Veje' strategien, pga. af den manglende variable aflønning.

Sparekassens historie

Siden grundlæggelsen i 1825 har sparekassen udvidet forretningsomfanget igennem fusioner og mindre opkøb af andre banker og udlånsporteføljer. Over de seneste årtier har banken været i et udfordrende marked samt finanskrisen. Dette har medført et behov for at rejse yderligere kapital gennem børsnoteringen i 2015 og aktieemissionen i april 2018. I de seneste år har der også været meget fokus på at udvide filialnetværket.

BEGIVENHEDER I SPAREKASSEN SJÆLLAND-FYNS HISTORIE

År	Begivenhed
1825	Sparekassen blev grundlagt i Mørkøv i Nordvestsjælland
1897	Sparekassen åbnede sin først filial i Holbæk, hvor banken i dag har hovedsæde
1984-1989	Sparekassen fusionerede med tre andre mindre sparekasser, Sparekassen Trundholm, Grevinge Sparekasse og Kirke Helsingø Sparekasse
2000	Sparekassen havde 15 filialer og en balancesum på 3,2 mia. kr.
2007	Sparekassen åbnede sin først filial i hovedstadsområdet
2008	Sparekassen overtog Haarslev Sparekasse
2010	Ved udgangen af 2010 havde sparekassen 20 filialer og en balancesum på 15,3 mia. kr.
2011	Sparekassen købte den grønne del af den krakkede Max Bank. Efter transaktionen steg antallet af filialer til 27
2012	Sparekassen købte en kundeportefølje af Finansiell Stabilitet
2013	Sparekassen Sjælland købte Sparekassen Faaborg og ændrede navnet til Sparekassen Fyn
2015	Sparekassen blev børsnoteret på Københavns fondsbørs
2016	Integrationen af Sparekassen Fyn blev fuldført, da Sparekassen Fyns kunder flyttes til Bankdatas datacentral
2017	Den nye strategiplan 'Nye Veje' lanceres
2018	Sparekassen gennemførte en aktieemission for bringe kapital op på ønsket niveau som en del af eksekveringen af 'Nye veje' strategien

Kilde: Virksomhedsdata and Nordea

Vellykket aktieemission

I april 2018 gennemførte Sparekassen Sjælland-Fyn succesfuldt en aktieemission på kurs 105 kr. pr. aktie. Dette medførte et nettoprovenu på 437 mio. kr. I forbindelse med aktieemissionen havde Sparekassen Sjælland-Fyn modtaget en garantistillelse fra Sydbank, som ville købe alle ubenyttede tegningsretter. Denne garanti blev ikke benyttet, da emissionen var fuldt tegnet. Aktieemissionen løftede kapitalprocenterne med 2,4 procentpoint i Q2 2018.

Ejerforhold

Sparekassen har været børsnoteret på Københavns Fondsbørs siden 2015. Den har en bred aktionærkreds med ca. 26.000 aktionærer, hvor kun tre ejer mere end 5%: Sydbank, AP Pension og Købstædernes Forsikring. Fonden for Sparekassen Sjælland har lige under 5% efter aktieemissionen. Sparekassens vedtægter indeholder et ejerloft på 10%, hvor en aktionær, der ønsker en ejerandel på over 10% af aktierne, skal have forhåndsgodkendelse fra bestyrelsen. Dette kan besværliggøre processen for en eventuel køber af sparekassen, der ønsker langsomt at udbygge sin ejerandel. Derudover har sparekassen også en stemmeretsbegrænsning, hvilket medfører, at en aktionær maksimalt kan repræsentere stemmer for 7,5% af aktiekapitalen.

Udbyttepolitik

Sparekassens officielle udbyttepolitik er på nuværende tidspunkt at udbetale 25% af årets resultat efter skat og betaling af renter på hybrid kernekapital. Dette er også på niveau med udbytteforholdene i 2015 og 2016 på henholdsvis 27% og 25%. I 2017 afveg sparekassen fra deres udbyttepolitik ved ikke at udlodde udbytte pga. aktieemissionen i april 2018, som var nødvendig for at få kapitalprocenterne op på ønsket niveau.

Sparekassens forsvarsmekanismer mod overtagelse kan mindske købsinteressen

Overvejelser ved investering i Sparekassen

Siden finanskrisen har Sparekassen Sjælland-Fyn været på en turbulent rejse. Sparekassen har kæmpet med en høj andel af ejendomsudlån, hvilket medførte store nedskrivninger på udlån i forbindelse med krisen. I 2010 blev Lars Petersson udnævnt som adm. direktør og påbegyndte en otteårig rejse med at sænke kreditrisikoen, opbygge kapital og udvide forretningen gennem filialåbninger samt fusioner og køb af andre banker. Denne rejse er ovre nu, og Sparekassen Sjælland-Fyn er derfor klar til at profitere fra de initiativer, der er blevet taget over de seneste otte år. Vi ser mulighed for, at sparekassen kan løfte profitabiliteten fra stigende indtægter fra nyligt åbnede filialer, indtægtsinitiativer, omkostningsbesparelser samt færre tab på udlån fremadrettet pga. den lavere kreditrisiko end tidligere. Baseret på vores estimater viser de forskellige værdiansættelsesmetoder en fair værdi per aktie på 90-131 kr. i vores basis-scenarie, afhængigt af hvilken egenkapitalomkostning og normaliseret tabsprocent på udlån, der antages. Vi ser også muligheden for et scenarie, hvor Sparekassen Sjælland-Fyn bliver et opkøbsmål. I dette scenarie ville vi forvente et overtagelsestilbud mellem 160-250 kr. per aktie.

11 nyligt åbnede filialer vil tilføre vækst i indtægterne i de kommende år

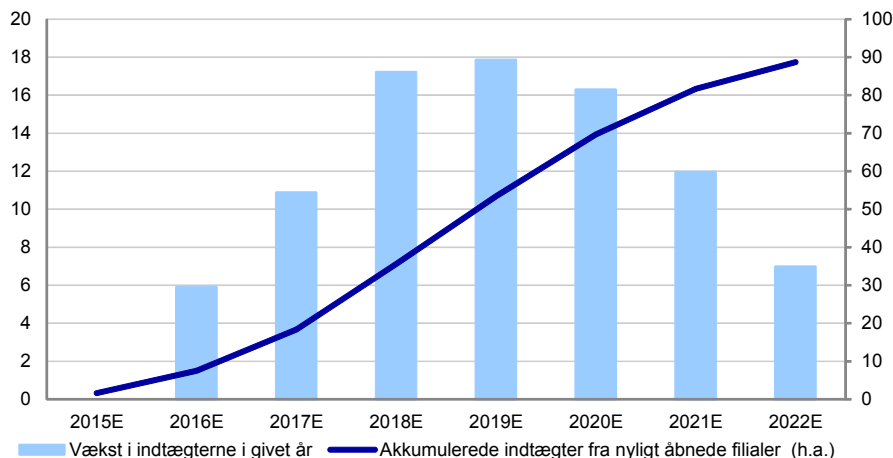
Indtægtsvækst fra nyligt åbnede filialer

Ud af Sparekassens 49 filialer er 11 af dem åbnet siden 2015. Da disse 11 filialer endnu ikke har nået deres fulde potentiale, men forventes at modne over de kommende fem år estimerer vi, at disse filialer vil tilføre 6% vækst i indtægterne i perioden 2017-2021. Disse filialer er allerede bemandede i dag, og derfor vil en stor del af de stigende indtægter hjælpe direkte på profitabiliteten.

Vi forventer den største vækst i indtægterne fra de nyligt åbnede filialer i 2019E

I 2019E kan 1,6% indtægtsvækst for hele sparekassen henføres alene til de nyligt åbnede filialer

INDTÆGTSTILFØRSEL FRA NYLIGT ÅBNEDE FILIALER, MIO. KR.: BASIS-SCENARIE



Kilde: Virksomhedsdata og Nordea estimater

Filialnetværket: En konkurrencefordel

I de senere år er Sparekassen Sjælland-Fyn gået imod strømmen og har åbnet filialer i et marked, hvor særligt de større banker har lukket filialer. Som et resultat af denne ekspansion har sparekassen nu med sine 49 privatfilialer det største filialnetværk af alle banker på Sjælland og Fyn. Yderligere er Sparekassen Sjælland-Fyn også repræsenteret som det eneste pengeinstitut med en filial i 13 byer. Vi finder det sandsynligt, at dette kunne være en fordel for sparekassen i et dansk bankmarked, hvor konkurrencen er intensiveret i de senere år. Filialnetværket kunne også være med til at holde en højere fastholdelsesgrad af kunder end konkurrenterne, da man i disse 13 byer skal køre til en anden by, hvis ikke man vil have Sparekassen Sjælland-Fyn som bank. Højere fastholdelse af kunderne vil understøtte nettoudlånsvæksten, da den forventelige afgang af kunder og udlån derfor vil være mindre.

Største filialnetværk af alle banker på Sjælland og Fyn

Eneste fysisk repræsenteret bank i 13 byer

Prisjusteringer på vej

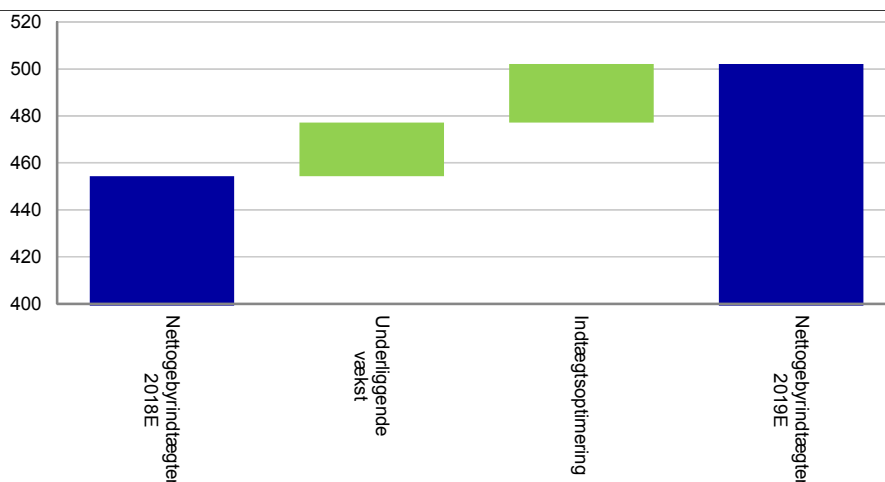
Gebyrerne er blevet løftet fra 1. september 2018

Rentestigninger på problemfyldte lån er sandsynligvis næste skridt

Blandt andet pga. de senere års filialekspansion, finder vi det sandsynligt, at Sparekassen Sjælland-Fyn har holdt priserne lavere end konkurrenterne. Derfor mener vi også, at der er plads til prisstigninger uden, at sparekassen taber deres konkurrenceevne. Nu hvor filialekspansionen er afsluttet for denne gang, kunne det være rette tidspunkt at implementere disse prisjusteringer. Vi har også allerede set, at gebyrerne er blevet hævet pr. 1. september 2018, hvilket vi forventer giver ca. 6% vækst i gebyrindtægterne i 2019E. Udover dette kommer den underliggende vækst på 5% i gebyrindtægterne pga. af væksten i antal kunder. Vi mener stadig, at der er råderum for flere justeringer, som f.eks. på de dårlige kunder, som har haft en nedsat rentesats efter finanskrisen og nu er i bedring. Vi estimerer ca. 5% vækst i nettorenteindtægterne fra denne manøvre i 2019.

Prisstigninger på gebyrer fordobler væksten i 2019E netto gebyrindtægterne

NETTOGEBYRINDTÆGTSBRO 2019E

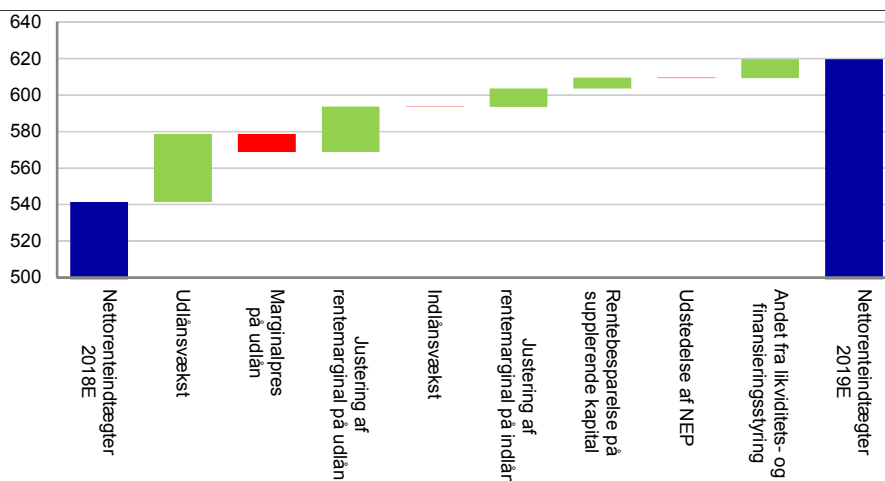


Kilde: Virksomhedsdata og Nordea estimater

Halvdelen af væksten i 2019E nettorenteindtægterne kommer fra udlånsvækst

Det andet store bidrag til væksten i nettorenteindtægterne i 2019E kommer fra højere renter på problemfyldte lån

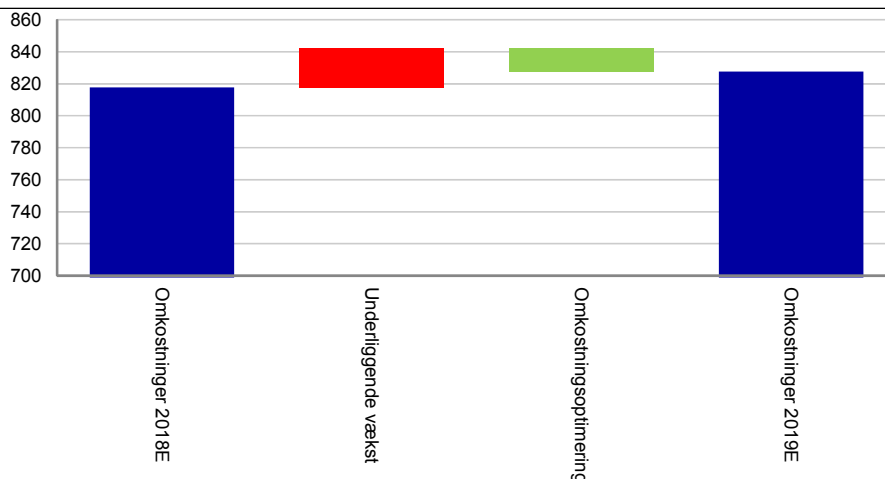
NETTORENTEINDTÆGTSBRO 2019E



Kilde: Virksomhedsdata og Nordea estimater

Potentiale for omkostningsbesparelser

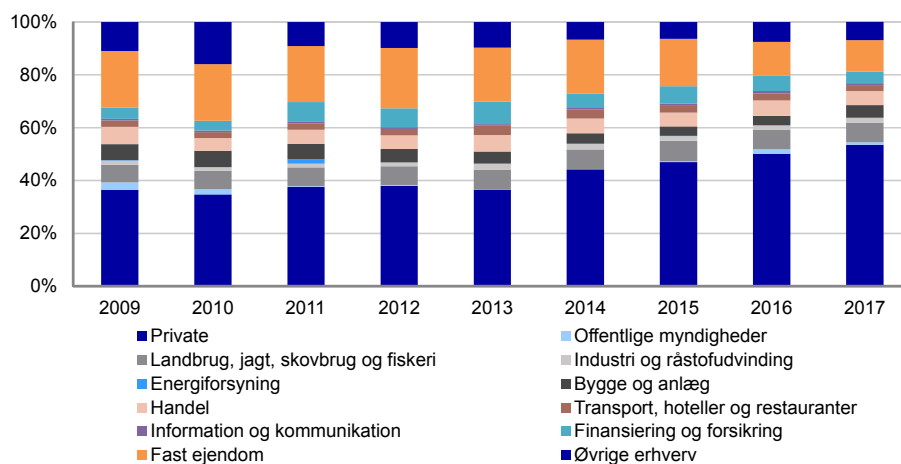
Sparekassen Sjælland-Fyns omkostninger/indtægter ratio var på 75% i 2017, hvilket er 17 procentpoint over gennemsnittet for de danske banker, vi har analyseret. En af forklaringerne på dette er efter vores opfattelse, at ledelsen ikke har fokuseret på omkostningerne, men derimod på at bringe sparekassen tilbage på sporet igen. Dette giver potentiale for at skære i omkostningerne, hvor der stadig er lavt-hængende frugter, som ikke er taget ud af omkostningerne endnu, i modsætning til andre danske banker, hvor der har været fokus på at skære ind til benet i de senere år. Øget effektivitet er også en del af sparekassens nye finansielle målsætninger, og ledelsen virker stålsatte på at nå disse mål, selvom vi finder målsætningerne meget ambitiøse. I 2019 estimerer vi, at sparekassen delvist kan modvirke den underliggende inflation i omkostningerne på 3% vha. en række mindre omkostningsinitiativer. Dette efterlader en forventet stigning i omkostningerne på 1,8% i 2019E.

OMKOSTNINGSBRO 2019E

Kilde: Virksomhedsdata og Nordea estimer

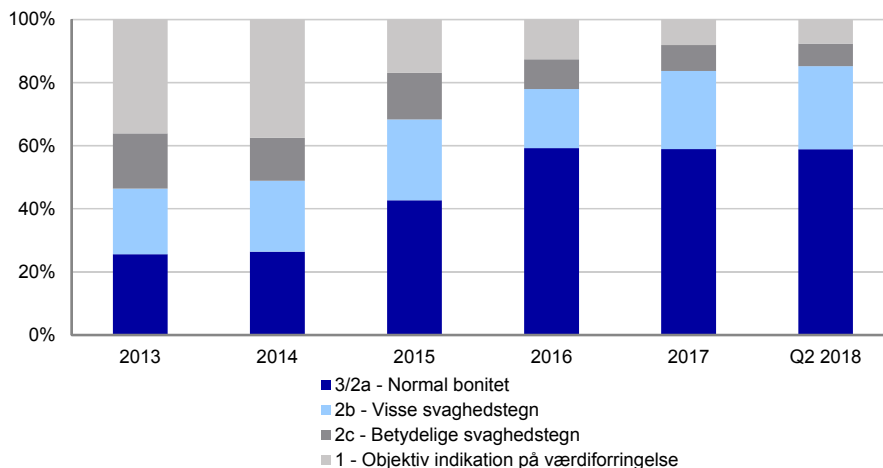
Lavere kreditrisiko fra forberedt lånebog

Forud for finanskrisen var hovedparten af sparekassens udlån til erhvervs kunder, og ejendomsudlån udgjorde mere end 20% af sparekassens totale udlån. Siden finanskrisen har dette billede ændret sig, og ved udgangen af 2017 var andelen af ejendomsudlån næsten halveret sammenlignet med udgangen af 2009. Ligeledes har de seneste års filialekspansion medført en stigning i andelen af privatudlån på 17 procentpoint siden 2009, og privatudlån udgør nu ca. 54% af sparekassens udlån. Stigningen i andelen af privatudlån ser også ud til at forsætte, da 70% af bankens nye udlån i det første halvår af 2018 var privatudlån. Andelen af problematiske udlån med enten betydelige svaghedstegn eller objektiv indikation på værdiforringelse er også faldet fra 54% i 2013 til 15% ved udgangen af første halvår 2018. Andelen af kunder med en normal kreditbonitet eller bedre er også steget 33 procentpoint i den samme periode, hvilket indikerer en bedre lånebog. Dog noterer vi os, at Finanstilsynet i en tilsynsrapport fra juli 2018 konkluderede, at sparekassen havde større risikovillighed end andre banker, hvilket kan lede til at højere tab på udlån end i de andre banker. Af samme årsag benytter vi også en normaliseret tabsprocent på 70-90 bp i forbindelse med værdiansættelsen af sparekassen, hvilket er 20-40 bp over det, som vi normalt ville bruge for en sammenlignelig bank. Vi bemærker også, at sparekassen har en højere rentemarginal end andre banker, hvilket kan skyldes større risikoappetit, men dette kunne også skyldes en bedre forhandlingsstyrke overfor kunderne pga. det stærke filialnetværk.

UDLÅN OG GARANTIER FORDELT PÅ BRANCHER

Kilde: Virksomhedsdata og Nordea

UDLÅN OG GARANTIER FORDELT EFTER FINANSTILSYNETS BONITETSKATEGORIER



Kilde: Virksomhedsdata og Nordea

'Nye Veje': En ambitiøs strategiplan

Sparekassens nye strategiplan, 'Nye Veje', blev annonceret i november 2017. Strategiplanen indeholder fire finansielle mål, som vi finder meget ambitiøse, og derfor har vi heller ikke indregnet at disse nås i vores estimer i basis-scenariet. I vores ledelses-scenarie har vi løftet vores estimer fra udgangspunktet i basis-scenariet således at målsætningerne nås i 2021.

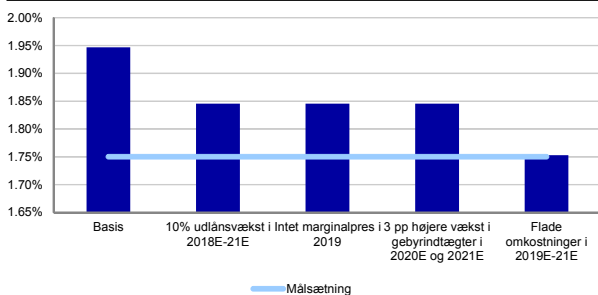
OVERSIGT OVER FINANSIELLE MÅLSÆTNINGER

	2021 målsætninger	Nuværende (Q2 18)	2021 Nordea estimat
Øget effektivitet	Personale- og administrationsomkostninger på 1,75% af forretningsomfang	2.13%	1.95%
Solid rentabilitet	Egenkapitalforrentning efter skat* på 9-11%	6.17%	9.03%
Høj indtjening pr. omkostningskrone	Indtjening/omkostninger på minimum 1,70	1.29	1.48
Et robust fundament (del 1)	Egentlig kernekapitalprocent på minimum 13%	12.4%	14.1%
Et robust fundament (del 2)	Kapitalprocent på minimum 17%	16.4%	17.7%

Kilde: Virksomhedsdata og Nordea estimer

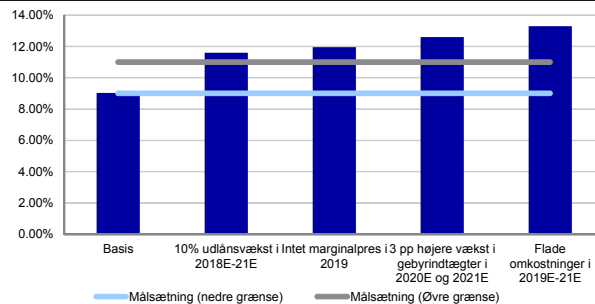
*) Egenkapitalforrentning efter normaliseret skat

PERSONALE- OG ADM.-OMKOSTNINGER PÅ 1,75% AF FORRETNINGSOMFANG



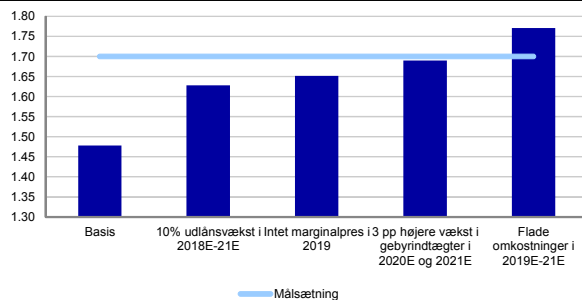
Kilde: Virksomhedsdata og Nordea estimer

EGENKAPITALFORRENTNING EFTER NORMALISERET SKAT PÅ 9-11%



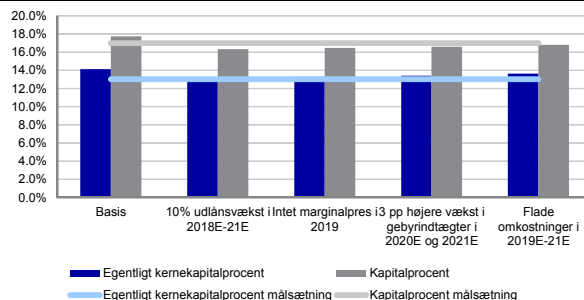
Kilde: Virksomhedsdata og Nordea estimer

INDTJENING/OMKOSTNINGER PÅ MINIMUM 1,7



Kilde: Virksomhedsdata og Nordea estimer

KAPITALPROCENTER PÅ 13% OG 17%



Kilde: Virksomhedsdata og Nordea estimer

Potentielt opkøbsmål hvis profitabiliteten ikke løftes

Hvis Sparekassen Sjælland-Fyn ikke forbedrer sin profitabilitet som der forsøges med 'Nye Veje'-strategien, så udelukker vi ikke, at sparekassen kan komme i spil som en mulig opkøbskandidat. Vi mener, at Sparekassen Sjælland-Fyn godt kunne være et attraktivt aktiv for andre danske banker. I vores optik ville de jyske banker, Jyske Bank, Spar Nord og Sydbank være dem, som kunne være mest interesseret i at udbygge deres tilstedeværelse på Sjælland og Fyn. Af disse tre banker, mener vi, at Sydbank er den mest sandsynlige køber, fordi den allerede ejer 5-9,99% af aktierne i Sparekassen Sjælland-Fyn. Vi estimerer omkostningssynergier i området 170-200 mio. kr. grundet filialoverlap og overlappende backofficefunktioner, og for Jyske ser vi også mulige indtægtssynergier ved hjemtagning af de nuværende 26 mia. kr. i Totalkreditlån til Jyske Realkredit. Derudover så indregner vi en optimering af sparekassens nuværende risikoeksponeringer, som ligger markant over de andre banker set i forhold til udlånssummen. På en 100% overtagelsespræmie til den nuværende kurs, estimerer vi derfor et forventet investeringsafkast på 14-18% for Jyske, Spar Nord og Sydbank. Til sammenligning så estimerer vi, at Ringkjøbing Landbobank havde et forventet investeringsafkast på 12-13%, da den købte Nordjyske Bank, hvor aktionærerne accepterede budet på en overtagelsespræmie på 60%.

AFKASTSBEREGNINGER PÅ OPKØB AF SPAREKASSEN SJÆLLAND-FYN, DKKm

	Jyske	Spar Nord	Sydbank
CET1, Q2 18	30,319	7,379	8,820
Sparekassen Sjælland-Fyn goodwill	131	131	131
Opkøbsgoodwill	1,040	1,040	1,040
Udmeldelsesgebyr til data central	0	326	0
CET1, Q2 18 pro-forma	29,148	5,882	7,649
REA, Q2 18	187,804	51,941	56,961
Sparekassen Sjælland-Fyn Q2 18 REA	18,009	18,009	18,009
REA model justeringer	-7,119	-7,119	-7,119
REA, Q2 18 pro-forma	198,694	62,831	67,850
CET1 ratio, Q2 18	16.1%	14.2%	15.5%
CET1 ratio, pro-forma	14.7%	9.4%	11.3%
Kapitalbehov	2,929	3,044	2,858
Profit fra Sparekassen Sjælland-Fyn, 2020E	263	263	263
Synergier:			
- Skattefradrag på sektoraktier	6	14	7
- Omkostningssynergier	198	174	177
- Indtægtssynergier	50	-30	-30
- Rentebesparelse på supplerende kapital	6	6	6
Justeret profit der tillægges, 2020E	524	428	424
ROI	17.9%	14.0%	14.8%

Kilde: Virksomhedsdata og Nordea estimer

På en 100% overtagelsespræmie til den nuværende kurs estimerer vi, at en eventuel køber vil få et afkast på ca. 14-18%

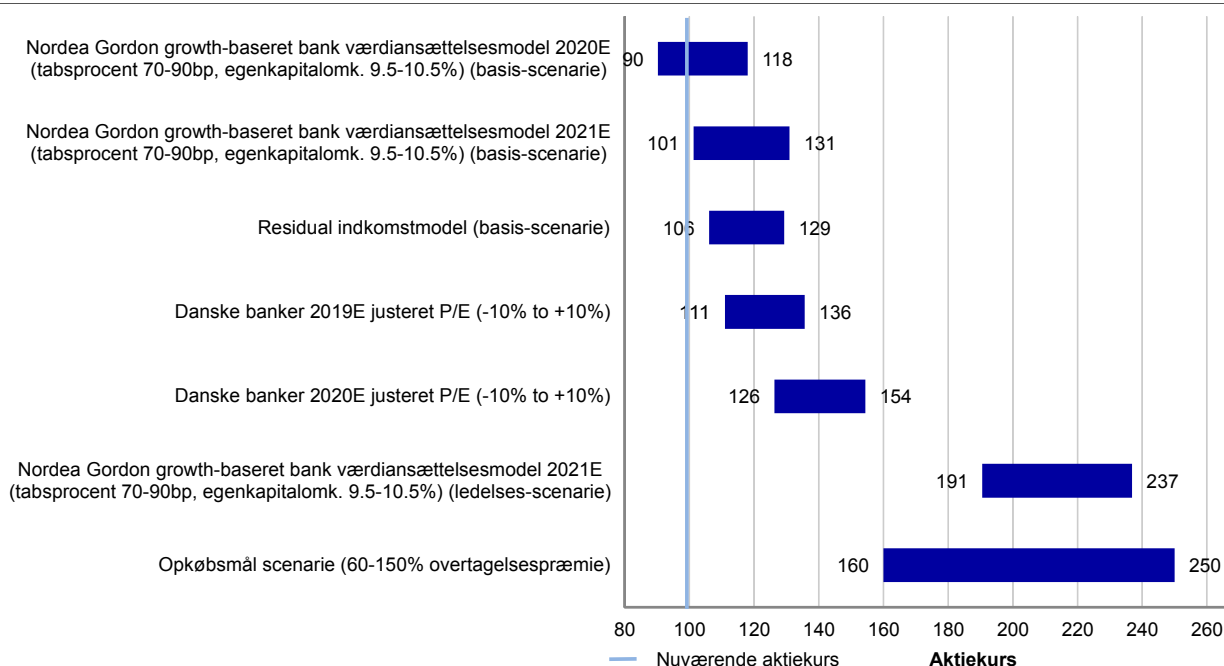
Værdiansættelse

Sparekassen Sjælland-Fyn handler på en 2019E justeret P/E ratio på 7,5x, 19% under gennemsnittet for de danske banker i vores analyseunivers. I vores basis-scenarie lander vi på en fair værdi per aktie på 90-131 kr. I vores ledelses-scenarie, hvor alle finansielle målsætninger nås, estimerer vi en fair værdi per aktie på 190-236 kr. Derudover så finder vi et overtagelsestilbud på 160-250 kr. muligt, såfremt Sparekassen Sjælland-Fyn bliver et opkøbsmål.

Fair værdi mellem 90-131 kr. i basis-scenarie

Ved at bruge forskellige værdiansættelsesmetoder, inklusiv vores egen Nordea Gordon growth-baseret bank værdiansættelsesmodel, på vores basis-scenarie estimerer, udleder vi på en fair værdi på 90-131 kr. per aktie. Hvis sparekassen i stedet skulle handle +/- 10% ift. den gennemsnitlige justerede P/E ratio i 2019E og 2020E på de danske banker, som vi har uafhængig dækning af, så ville Sparekassen Sjælland-Fyn skulle handle mellem 111-154 kr. per aktie. Hvis sparekassen når alle sine finansielle målsætninger, som vi antager i vores ledelses-scenarie, så viser vores Gordon growth-baseret bank værdiansættelsesmodel en fair værdi på 191-237 kr. per aktie. Afslutningsvis finder vi, at et overtagelsestilbud mellem 160-250 kr. er muligt, hvis banken bliver et opkøbsmål.

VÆRDIANSÆTTELSESMETODER OG FAIR VÆRDI PER AKTIE



Kilde: Virksomhedsdata og Nordea estimater

Nordea Gordon growth-baseret bank værdiansættelsesmodel

Vores foretrukne værdiansættelsesmodel er vores Nordea Gordon growth-baseret bank værdiansættelsesmodel. Modellen er baseret på at udregne den berettiget pris-til-egenlig kernekapital ratio ud fra det justerede afkast på den egentlige kernekapital. Profitten bliver justeret for engangsposter, renteudgifter på hybrid kernekapital og både skattesatsen og tabsprocent på udlån normaliseres. Normalt baserer vi vores model på 2020-estimer, og en lignende tilgang på Sparekassen Sjælland-Fyn giver en fair værdi på 90-118 kr. per aktie under antagelse af egenkapitalomkostning på 9,5-10,5% samt en normaliseret tabsprocent på 70-90 bp. Vi noterer os dog også, at ved at basere vores værdiansættelse på 2020-estimer, så reflekterer værdiansættelsen ikke den fulde værdi af de strategiske tiltag der først afsluttes i 2021 som en del af 'Nye Veje' strategien. På denne baggrund inkluderer vi derfor en lignende model, hvor vi beregner værdien på vores 2021-estimer i stedet. Denne model viser en fair værdi per aktie på 101-131 kr., hvilket som forventet giver et løft i værdiansættelsen på ca. 11%

(11-13 kr.) sammenlignet med værdiansættelsen på 2020-estimerne, da vi nu inkluderer tiltag, som løfter profitabiliteten i 2021.

GORDON GROWTH MODEL SENSITIVITET - BASIS SCENARIO 2020E

		Normaliseret tabsprocent						
		-0.50%	-0.60%	-0.70%	-0.80%	-0.90%	-1.00%	-1.10%
Egenkapitalomk.	8.50%	156	147	139	131	123	114	106
	9.00%	143	135	128	120	113	105	98
	9.50%	132	125	118	111	104	97	90
	10.00%	122	116	110	103	97	90	84
	10.50%	114	108	102	96	90	84	78
	11.00%	107	101	96	90	85	79	74
	11.50%	100	95	90	85	80	74	69

Kilde: Virksomhedsdata og Nordea estimer

GORDON GROWTH MODEL SENSITIVITET - BASIS SCENARIO 2021E

		Normaliseret tabsprocent						
		-0.50%	-0.60%	-0.70%	-0.80%	-0.90%	-1.00%	-1.10%
Egenkapitalomk.	8.50%	171	163	154	145	137	128	120
	9.00%	157	149	142	134	126	118	110
	9.50%	145	138	131	124	116	109	102
	10.00%	135	128	122	115	108	102	95
	10.50%	126	120	114	107	101	95	89
	11.00%	118	112	107	101	95	89	83
	11.50%	111	106	100	95	89	84	79

Kilde: Virksomhedsdata og Nordea estimer

Residual indkomstmodellen

En anden værdiansættelsesmodel, der ofte er benyttet på banker, er residual indkomstmodellen. Her er udgangspunktet den nuværende egentlige kernekapital justeret for kapitalfradraget på år-til-dato profit. Derefter fratrækker man kapitalomkostninger, dvs. egenkapitalomkostningsprocenten ganget med den egentlige kernekapital i starten af perioden, fra profitten fremadrettet. Til sidst diskonteres dette med egenkapitalomkostningen for at udlede nutidsværdien. Ved at benytte residual indkomstmodellen på vores estimer i basis-scenariet, finder vi en fair værdi per aktie på 106-129 kr.

RESIDUAL INDKOMST MODEL SENSITIVITET - BASIS SCENARIO

		Normaliseret tabsprocent						
		0.50%	0.60%	0.70%	0.80%	0.90%	1.00%	1.10%
Egenkapitalomk.	8.50%	159	154	149	144	138	133	128
	9.00%	148	143	139	134	129	124	119
	9.50%	138	134	129	125	120	116	111
	10.00%	129	125	121	117	113	109	105
	10.50%	121	118	114	110	106	102	98
	11.00%	114	111	107	104	100	96	93
	11.50%	108	104	101	98	94	91	88

Kilde: Virksomhedsdata og Nordea estimer

Fair værdi per aktie på 190-236 kr. hvis finansielle målsætninger nås

Hvis vi bruger vores Nordea Gordon growth-baseret bank værdiansættelsesmodel på estimerne i ledelse-scenariet, hvor vi antager, at sparekassen når alle sine finansielle målsætninger, så lander vi på en fair værdi på 190-236 kr.

GORDON GROWTH MODEL SENSITIVITET - LEDELSESCENARIO 2021E

		Normaliseret tabsprocent						
		-0.50%	-0.60%	-0.70%	-0.80%	-0.90%	-1.00%	-1.10%
Egenkapitalomk.	8.50%	299	290	280	271	261	251	242
	9.00%	274	266	257	248	239	230	222
	9.50%	253	245	237	229	221	213	205
	10.00%	234	227	220	212	205	197	190
	10.50%	218	211	204	197	191	184	177
	11.00%	204	197	191	185	178	172	165
	11.50%	191	185	179	173	167	161	155

Kilde: Virksomhedsdata og Nordea estimer

Relativ værdiansættelse

Sparekassen Sjælland-Fyn handler på en 2019E justeret P/E ratio på 7,5x, ~19% under de andre danske banker i vores analyseunivers. På vores 2020-estimer handler sparekassen med 23% rabat til de andre banker målt på justeret P/E. Den nuværende aktiekurs svarer til en 2019E kurs/indre værdi på 0,60x, ~34% under de andre danske banker. 2019E udbytteprocenten på 3,6% er 25% under de andre danske banker pga. den lavere payout ratio som følge af, at sparekassens nuværende kapitalprocenter er under ledelsens målsætninger.

DANSKE BANKER: RELATIV VÆRDIANSÆTTELSE

30/08/2018	Markedsværdi			Kurs			Daglig			Absolut kursudvikling			Konsensus 2018E EPS rev.		
	(EURm)	Lok. valuta	vol EURm	FV	Potentiale	Rating	-1M	-3M	-12M	-3M	-6M	-12M			
Sparekassen Sjælland-Fyn	234	99.8	0.04	-	-	Ingen rating	0.0%	-6.5%	-20.6%	-	-	-			
Danske	23,128	192.0	52.0	-	-	-	2.2%	-7.2%	-21.2%	-7.9%	-10.4%	8.9%			
Nordea	37,113	9.3	45.9	-	-	-	1.6%	11.5%	-17.4%	1.9%	-3.1%	-1.1%			
Jyske Bank	3,961	326.6	11.2	-	-	-	-9.3%	-5.6%	-12.7%	4.4%	8.1%	-11.4%			
Sydbank	1,974	189.5	5.6	-	-	-	-20.0%	-13.5%	-21.7%	-11.6%	-3.2%	10.9%			
Spar Nord	1,034	62.6	0.7	-	-	-	-9.1%	-10.4%	-21.9%	0.3%	0.8%	-4.5%			
Ringkjøbing	1,429	338.0	1.6	-	-	-	-6.6%	-8.4%	3.7%	1.6%	1.5%	-0.5%			
BankNordik	151	111.0	0.05	-	-	-	-1.3%	0.0%	-8.3%	-	-	-			
Gns. danske banker	8,628		15				-5.3%	-5.0%	-15.0%	-1.9%	-1.0%	0.4%			
	Kurs/indtjening før tab på udlån			P/E justeret			P/E			P/E, konsensus					
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E			
Sparekassen Sjælland-Fyn	5.3x	4.1x	4.2x	18.1x	7.5x	6.5x	12.0x	6.4x	5.7x	-	-	-			
Gns. danske banker	7.2x	6.8x	6.3x	10.9x	9.3x	8.6x	9.4x	9.0x	8.3x	9.8x	9.7x	8.9x			
	Egenkapitalsforrentning			Afkast på indre værdi justeret			Kurs/indre værdi			Kurs/indre værdi justeret					
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E			
Sparekassen Sjælland-Fyn	8.3%	10.4%	10.8%	8.8%	10.9%	11.3%	0.64x	0.59x	0.55x	0.66x	0.62x	0.57x			
Gns. danske banker	11.0%	10.3%	10.6%	10.6%	10.6%	10.9%	0.95x	0.90x	0.86x	1.02x	0.97x	0.93x			
	Udbytteprocent			Aktietilbagekøbsprocent			Udbytte payout ratio			Egentlig kernekapitalprocent					
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E			
Sparekassen Sjælland-Fyn	2.1%	3.6%	3.9%	0.0%	0.0%	0.0%	15%	23%	23%	12.4%	12.6%	13.3%			
Gns. danske banker	4.5%	4.9%	5.3%	2.7%	2.7%	2.7%	40.3%	46.5%	47.3%	16.3%	16.5%	16.6%			
	Indtjening per aktie justeret, vækst			Udlånsvækst			Omkostninger/indtjening justeret			Tabsprocent på udlån					
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E			
Sparekassen Sjælland-Fyn	-46%	87%	13%	7.0%	7.0%	4.0%	85%	71%	69%	-0.20%	-0.34%	-0.36%			
Gns. danske banker	-3.2%	13.5%	7.6%	11.0%	3.7%	3.2%	62%	59%	57%	-0.09%	-0.01%	0.02%			

Kilde: Virksomhedsdata og Nordea estimer

Risikofaktorer

Nedenfor diskuterer vi de risikofaktorer, som vi mener, kan påvirke sparekassens resultater og lede til resultater, der afviger markant fra vores estimater. Dette er ikke en udtømmende liste af risikofaktorer, som investorer bør overveje, men nærmere en liste over de risici, vi mener, er mest relevante at fremhæve.

- Sparekassen Sjælland-Fyn er eksponeret mod generelle økonomiske tendenser og forhold i de områder, hvor de er repræsenteret. Hvis økonomien lider under en større nedtur i en længere periode, kunne dette medføre højere arbejdsløshed og dårligere resultater for virksomhederne. Dette kunne have negativ effekt på både kreditkvalitet og bankens muligheder for at vokse.
- Sparekassen Sjælland-Fyn benytter en tredjepart som datacentral, Bankdata, hvilket kunne gøre dem sårbare for stigende IT-omkostninger, der delvist kunne være ude af deres hænder.
- Sparekassen er afhængig af sine IT-systemer til at styre og betjene kunders konti, og til at gennemføre betalinger. Et stort IT nedbrud kunne derfor have negativ effekt på sparekassens fremtidige drift.
- Sparekassen Sjælland-Fyn deltager i et konkurrencepræget marked, hvilket øger risikoen for marginalpres i forbindelse med fastholdelse og tiltrækning af nye kunder.
- Sparekassen Sjælland-Fyn er afhængig af dygtige medarbejdere, hvilket kunne lede til øget lønpres, hvis konkurrencen om disse medarbejdere stiger.
- Sparekassen har et stort filialnetværk, hvilket gør dem sårbare for nye konkurrerende teknologier, der kunne erstatte behovet for en fysisk filial.
- Ny regulering kunne have negative konsekvenser for omkostningerne, hvis dette ville øge den administrative byrde.
- Nye kapitalkrav kunne øge risikoen for sparekassens fremtidige eksistens, da sparekassens nuværende kapitalposition er svagere end hos andre danske banker.

Rapporterede tal og estimater

KVARTALSVISE NØGLETAL

AKTIEDATA

DKKm	Q1 17	Q2 17	Q3 17	Q4 17	Q1 18	Q2 18	Q3 18E	Q4 18E
Indtjening per aktie	4.66	3.69	4.12	2.94	5.02	1.17	1.53	1.86
Indtjening per aktie, justeret	4.05	3.53	3.58	1.84	1.97	1.28	1.26	1.51
Indre værdi per aktie	161.59	162.25	166.37	170.94	167.60	151.71	153.24	155.11
Indre værdi per aktie, justeret	150.26	151.15	155.52	160.38	157.27	144.15	145.68	147.54
Udbytte per aktie	-	-	-	-	-	-	-	-
Udbytte pay-out ratio	-	-	-	-	-	-	-	-
Aktietilbagekøb (per aktie)	-	-	-	-	-	0.00	0.00	0.00
Samlet pay-out ratio	-	-	-	-	-	-	-	-
Aktiekurs ved periodens afslutning	129.50	126.00	126.50	114.50	107.30	102.50	98.00	98.00
Markedsværdi	1,688	1,642	1,648	1,492	1,398	1,781	1,703	1,703
Udvandet antal aktier ved periodens afslutning (mio.)	13	13	13	13	13	17	17	17

VÆRDIANSÆTTELSE

(x)	Q1 17	Q2 17	Q3 17	Q4 17	Q1 18	Q2 18	Q3 18E	Q4 18E
P/E (annualiseret)	6.9	8.5	7.7	9.7	5.3	21.9	16.0	13.1
P/E (justeret)	8.0	8.9	8.8	15.6	13.6	20.1	19.4	16.2
Kurs/indre værdi	0.80	0.78	0.76	0.67	0.64	0.68	0.64	0.63
Kurs/indre værdi justeret	0.86	0.83	0.81	0.71	0.68	0.71	0.67	0.66
Udbytteprocent	-	-	-	-	-	-	-	-
Samlet direkte afkast	-	-	-	-	-	-	-	-

KAPITALPROCENTER

%	Q1 17	Q2 17	Q3 17	Q4 17	Q1 18	Q2 18	Q3 18E	Q4 18E
BIS II Trans. egentlig kernekapitalprocent	-	-	-	-	-	-	-	-
BIS II Trans. kapitalprocent	-	-	-	-	-	-	-	-
BIS III egentlig kernekapital	1,541	1,639	1,627	1,818	1,703	2,176	2,176	2,285
BIS III REA	16,206	16,205	16,853	16,973	16,686	18,009	18,296	18,485
BIS III egentlig kernekapitalprocent	9.5%	10.1%	9.7%	10.7%	10.2%	12.1%	11.9%	12.4%
BIS III kernekapitalprocent	12.6%	13.2%	12.6%	14.0%	13.7%	16.8%	16.6%	14.2%
BIS III kapitalprocent	14.7%	15.3%	14.6%	16.3%	16.1%	19.8%	19.5%	16.4%
Justeret egenkapital/aktiver	9.9%	9.5%	9.7%	9.7%	9.4%	10.7%	10.7%	10.8%
Justeret egenkapital/udlån	18.3%	17.7%	17.8%	17.9%	17.6%	20.8%	20.6%	20.5%
Gearingsratio	7.8%	7.9%	7.8%	8.5%	7.8%	9.3%	9.2%	9.6%

KREDITKVALITET

DKKm	Q1 17	Q2 17	Q3 17	Q4 17	Q1 18	Q2 18	Q3 18E	Q4 18E
Værdiforringede lån	-	-	-	-	-	-	-	-
Nedskrivnings-/hensættelsessaldo	1,338	1,197	975	1,143	1,341	1,137	1,132	1,126
Dækningsratio	-	-	-	-	-	-	-	-
Nedskrivnings-/hensættelsessaldo / udån i alt	12.51%	10.76%	8.57%	9.78%	11.52%	9.46%	9.19%	9.01%
Værdiforringede lån / udlån i alt	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Nedskrivningsprocent	0.41%	0.35%	0.09%	0.38%	0.41%	-0.26%	0.33%	0.32%
Vækst i nedskrivnings-/hensættelsessaldo (år/år)	-	-	-	-	-22%	-23%	2%	-17%
Vækst i værdiforringede lån (år/år)	-	-	-	-	-	-	-	-

PROFITABILITET

Justeret for engangsposter	Q1 17	Q2 17	Q3 17	Q4 17	Q1 18	Q2 18	Q3 18E	Q4 18E
Egenkapitalforrentning	10.4%	9.0%	9.0%	4.5%	4.8%	4.0%	3.8%	4.3%
Afkast på justeret indre værdi	11.2%	9.7%	9.7%	4.9%	5.1%	4.2%	4.0%	4.6%
O/I	70.3%	73.2%	74.6%	83.8%	81.2%	91.3%	84.8%	83.4%
Nettorentemarginal	4.59%	4.74%	4.64%	4.56%	4.09%	4.10%	3.99%	4.35%

INDTÆGTSFORDELING

Justeret for engangsposter	Q1 17	Q2 17	Q3 17	Q4 17	Q1 18	Q2 18	Q3 18E	Q4 18E
Nettorenteindtægter	45%	48%	49%	52%	49%	52%	48%	51%
Nettogebyrindtægter	47%	44%	47%	44%	52%	56%	47%	45%
Nettoreultat fra finansielle transaktioner	7%	5%	3%	2%	-2%	-9%	3%	3%
Nettoforsikringsresultat	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Andre driftsindtægter	2%	3%	1%	1%	2%	2%	2%	2%

Kilde: Virksomhedsdata and Nordea estimater

KVARTALSVIS RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE**RESULTATOPGØRELSE**

DKKm	Q1 17	Q2 17	Q3 17	Q4 17	Q1 18	Q2 18	Q3 18E	Q4 18E
Nettorenteindtægter	130	136	137	139	129	136	136	140
Nettogebyrindtægter	122	112	118	104	123	126	114	114
Nettoresultat fra finansielle transaktioner	18	13	7	6	29	-21	8	8
Nettoforsikringsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0
Andre driftsindtægter	4	8	4	16	4	4	5	5
Indtægter i alt	275	269	265	264	285	245	263	267
Personale og adm. omkostninger	161	173	171	187	176	186	186	194
Andre driftsudgifter	5	5	5	4	5	4	4	4
Afskrivninger	17	12	12	17	11	16	16	16
Omkostninger i alt	183	191	187	208	191	206	206	214
Resultat før nedskrivninger på udlån	91	78	78	56	94	39	57	53
Nedskrivninger på udlån	11	9	3	11	12	-8	10	10
Andet	1	0	-1	3	1	1	1	1
Resultat før skat	81	69	74	49	83	48	48	44
Skat	7	7	6	-4	2	12	1	1
Ophørte aktiviteter	0	0	0	0	0	0	0	0
Minoritetsinteresse	0	0	0	0	0	0	0	0
Periodens resultat	75	62	68	53	80	36	46	43

BALANCE

DKKm	Q1 17	Q2 17	Q3 17	Q4 17	Q1 18	Q2 18	Q3 18E	Q4 18E
Kassebeholdning / interbank	377	362	347	357	360	360	360	360
Udlån	10,695	11,121	11,371	11,681	11,642	12,022	12,309	12,498
Immaterielle aktiver	148	145	141	138	135	131	131	131
Aktiver i alt	19,814	20,776	20,954	21,487	21,704	23,362	23,649	23,838
Gæld til kreditinstitutter og centralbanker	349	429	370	439	337	377	377	377
Indlån	15,542	16,287	16,370	16,589	16,846	17,503	17,699	17,419
Supplerende kapital	368	353	353	403	403	531	533	415
Minoritetsinteresse	0	0	0	0	0	0	0	0
Aktiekapital	2,106	2,114	2,168	2,228	2,184	2,636	2,663	2,695
Passiver i alt	19,814	20,776	20,954	21,487	21,704	23,362	23,649	23,838
Udlån til indlån	69%	68%	69%	70%	69%	69%	70%	72%
Bankudlån til indlån	69%	68%	69%	70%	69%	69%	70%	72%
LCR	-	-	-	-	-	-	-	-
NSFR	-	-	-	-	-	-	-	-

VÆKST (ÅR/ÅR)

Justeret for engangsposter	Q1 17	Q2 17	Q3 17	Q4 17	Q1 18	Q2 18	Q3 18E	Q4 18E
Nettorenteindtægter	-6%	-3%	2%	0%	-2%	-4%	-5%	4%
Nettogebyrindtægter	16%	7%	21%	-8%	1%	12%	-3%	10%
Indtægter i alt	2%	17%	-4%	4%	-10%	-11%	-3%	8%
Personale og adm. omkostninger	5%	6%	9%	-2%	9%	10%	9%	7%
Omkostninger i alt	10%	6%	4%	1%	4%	11%	10%	7%
Resultat før nedskrivninger på udlån	-14%	60%	-21%	25%	-43%	-71%	-42%	11%
Resultat før skat	31%	228%	8%	128%	-51%	-52%	-53%	10%
Periodens resultat	31%	228%	8%	128%	-51%	-52%	-53%	10%
Udlån	10%	13%	13%	12%	9%	8%	8%	7%
Indlån	7%	5%	6%	6%	8%	7%	8%	5%
Aktiver	6%	5%	7%	8%	10%	12%	13%	11%
REA vækst (BIS II Trans.)	-	-	-	-	-	-	-	-
REA vækst (BIS III)	12%	5%	11%	7%	3%	11%	9%	9%

Kilde: Virksomhedsdata and Nordea estimerer

ÅRLIGE NØGLETAL**AKTIEDATA**

DKKm	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
Indtjening per aktie	n.a.	n.a.	12.23	15.41	8.34	15.57	17.64	18.96
Indtjening per aktie, justeret	n.a.	n.a.	8.29	13.00	5.53	13.38	15.15	16.28
Indre værdi per aktie	n.a.	n.a.	157.93	170.94	155.11	168.21	183.08	199.08
Indre værdi per aktie, justeret	n.a.	n.a.	146.44	160.38	147.54	160.64	175.52	191.52
Udbytte per aktie	n.a.	n.a.	3.05	0.00	2.08	3.89	4.41	4.74
Udbytte pay-out ratio	n.a.	n.a.	9%	0%	15%	23%	23%	23%
Aktietilbagekøb (per aktie)	n.a.	n.a.	n.a.	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Samlet pay-out ratio	n.a.	n.a.	9%	0%	15%	23%	23%	23%
Aktiekurs ved periodens afslutning	n.a.	98.00	107.00	114.50	98.00	104.86	112.20	120.05
Markedsværdi	n.a.	n.a.	1,394	1,492	1,703	1,822	1,949	2,086
Udvandet antal aktier ved periodens afslutning (mio.)	0	0	13	13	17	17	17	17

VÆRDIANSÆTTELSE

(x)	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
P/E (annualiseret)	-	-	8.7	7.4	11.8	6.7	6.4	6.3
P/E (justeret)	-	-	12.9	8.8	17.7	7.8	7.4	7.4
Kurs/indre værdi	-	-	0.68	0.67	0.63	0.62	0.61	0.60
Kurs/indre værdi justeret	-	-	0.73	0.71	0.66	0.65	0.64	0.63
Udbytteprocent	-	-	1.4%	0.0%	1.9%	3.7%	3.9%	3.9%
Samlet direkte afkast	-	-	1.4%	0.0%	1.9%	3.7%	3.9%	3.9%

KAPITALPROCENTER

%	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
BIS II Trans. egentlig kernekapitalprocent	-	-	-	-	-	-	-	-
BIS II Trans. kapitalprocent	-	-	-	-	-	-	-	-
BIS III egentlig kernekapital	1,207	1,472	1,576	1,818	2,285	2,469	2,701	2,950
BIS III REA	14,459	14,721	15,858	16,973	18,485	19,601	20,289	20,866
BIS III egentlig kernekapitalprocent	8.3%	10.0%	9.9%	10.7%	12.4%	12.6%	13.3%	14.1%
BIS III kernekapitalprocent	11.6%	13.0%	12.9%	14.0%	14.2%	14.3%	15.0%	15.7%
BIS III kapitalprocent	14.7%	15.5%	15.6%	16.3%	16.4%	16.4%	17.0%	17.7%
Justeret egenkapital/aktiver	7.5%	9.5%	9.6%	9.7%	10.8%	11.3%	12.1%	13.0%
Justeret egenkapital/udlån	14.6%	18.2%	18.2%	17.9%	20.5%	20.9%	21.9%	23.2%
Gearingsratio	6.2%	7.9%	7.9%	8.5%	9.6%	10.0%	10.7%	11.5%

KREDITKVALITET

DKKm	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
Værdiforringede lån	-	-	-	-	-	-	-	-
Nedskrivnings-/hensættelsessaldo	2,755	1,908	1,361	1,143	1,126	1,103	1,081	1,060
Dækningsratio	-	-	-	-	-	-	-	-
Nedskrivnings-/hensættelsessaldo / udån i alt	27.60%	19.54%	13.00%	9.78%	9.01%	8.25%	7.77%	7.40%
Værdiforringede lån / udlån i alt	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Nedskrivningsprocent	-2.36%	-1.50%	-1.10%	-0.32%	-0.21%	-0.36%	-0.37%	-0.40%
Vækst i nedskrivnings-/hensættelsessaldo (år/år)	-12%	-31%	-29%	-16%	-1%	-2%	-2%	-2%
Vækst i værdiforringede lån (år/år)	-	-	-	-	-	-	-	-

PROFITABILITET

Justeret for engangsposter	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
Egenkapitalforrentning	11.4%	8.1%	5.4%	7.9%	3.9%	8.3%	8.6%	8.5%
Afkast på justeret indre værdi	12.9%	8.9%	5.9%	8.5%	4.1%	8.7%	9.0%	8.9%
O/I	60.6%	71.0%	74.8%	75.3%	85.0%	70.9%	68.8%	67.4%
Nettorentemarginal	6.27%	6.10%	4.89%	4.39%	3.95%	4.62%	4.65%	4.66%

INDTÆGTSFORDELING

Justeret for engangsposter	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
Nettorenteindtægter	60%	62%	51%	48%	50%	51%	52%	52%
Nettogebyrindtægter	33%	43%	44%	45%	50%	45%	45%	45%
Nettoreultat fra finansielle transaktioner	5%	-6%	5%	4%	-1%	2%	2%	2%
Nettoforsikringsresultat	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Andre driftsindtægter	1%	2%	0%	2%	2%	2%	1%	1%

Kilde: Virksomhedsdata and Nordea estimater

ÅRLIGE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE**RESULTATOPGØRELSE**

DKKm	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
Nettorenteindtægter	511	654	602	551	542	541	620	656	679
Nettogebyrindtægter	288	365	418	421	457	478	526	552	569
Nettoresultat fra finansielle transaktioner	-31	55	-58	47	43	24	25	26	26
Nettoforsikringsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Andre driftsindtægter	373	15	15	24	31	18	18	18	19
Indtægter i alt	1,141	1,090	978	1,043	1,073	1,060	1,189	1,252	1,293
Personale og adm. omkostninger	500	577	613	644	691	743	752	771	781
Andre driftsudgifter	30	47	50	14	19	17	17	18	18
Afskrivninger	48	36	31	52	59	58	58	58	58
Omkostninger i alt	578	660	694	710	769	818	828	847	857
Resultat før nedskrivninger på udlån	564	429	284	333	304	243	361	405	436
Nedskrivninger på udlån	1,460	257	150	107	33	24	45	50	55
Andet	1	3	3	2	3	4	4	4	4
Resultat før skat	-895	175	136	228	273	222	320	359	384
Skat	-152	-4	-8	12	16	17	27	31	33
Ophørte aktiviteter	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Minoritetsinteresse	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Periodens resultat	-743	180	144	216	257	205	292	328	351

BALANCE

DKKm	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
Kassebeholdning / interbank	328	572	623	384	357	360	360	360	360
Udlån	10,906	9,981	9,763	10,474	11,681	12,498	13,373	13,908	14,325
Immaterielle aktiver	186	174	162	150	138	131	131	131	131
Aktiver i alt	20,099	19,322	18,730	19,859	21,487	23,838	24,713	25,248	25,665
Gæld til kreditinstitutter og centralbanker	370	308	319	429	439	377	377	377	377
Indlån	15,723	15,315	14,633	15,647	16,589	17,419	18,290	18,838	19,404
Supplerende kapital	1,282	596	465	466	403	415	415	415	415
Minoritetsinteresse	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aktiekapital	1,529	1,631	1,939	2,058	2,228	2,695	2,923	3,181	3,459
Passiver i alt	20,099	19,322	18,730	19,859	21,487	23,838	24,713	25,248	25,665
Udlån til indlån	69%	65%	67%	67%	70%	72%	73%	74%	74%
Bankudlån til indlån	-	-	-	-	-	-	-	-	-
LCR	-	-	-	-	-	-	-	-	-
NSFR	-	-	-	-	-	-	-	-	-

VÆKST (ÅR/ÅR)

Justeret for engangsposter	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
Nettorenteindtægter	4%	28%	-8%	-18%	-2%	-2%	25%	6%	4%
Nettogebyrindtægter	15%	27%	15%	1%	8%	5%	10%	5%	3%
Indtægter i alt	50%	-5%	-10%	-1%	4%	-4%	21%	5%	3%
Personale og adm. omkostninger	13%	15%	6%	7%	4%	9%	1%	2%	1%
Omkostninger i alt	17%	14%	5%	4%	5%	8%	1%	2%	1%
Resultat før nedskrivninger på udlån	109%	-24%	-34%	-14%	2%	-42%	136%	13%	8%
Resultat før skat	-4233%	-120%	-22%	2%	57%	-43%	142%	13%	7%
Periodens resultat	-3852%	-124%	-20%	-25%	57%	-43%	142%	13%	7%
Udlån	18%	-8%	-2%	7%	12%	7%	7%	4%	3%
Indlån	34%	-3%	-4%	7%	6%	5%	5%	3%	3%
Aktiver	18%	-4%	-3%	6%	8%	11%	4%	2%	2%
REA vækst (BIS II Trans.)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
REA vækst (BIS III)	12%	2%	2%	8%	7%	9%	6%	4%	3%

Kilde: Virksomhedsdata and Nordea estimer

Ansvarsfraskrivelse og vigtig information

Materialets oprindelse

Dette materiale er udarbejdet af: Nordea Bank AB (publ), herunder filialerne Nordea Danmark, filial af Nordea Bank AB (publ), Sverige, Nordea Bank AB (publ), filial i Finland og Nordea Bank AB (publ), filial i Norge (tilsammen "Nordea"), via enheden Nordea Markets.

Nordea Bank AB (publ) er underlagt tilsyn af det svenske finanstilsyn, og filialerne er underlagt tilsyn af det svenske finanstilsyn og finanstilsynsmyndighederne i de respektive lande.

Materialets indhold

Dette materiale er alene udarbejdet af Nordea Markets.

Vurderinger eller forslag fra obligations- og aktieanalysefunktionerne i Nordea Markets kan afvige fra hinanden og fra vurderinger fremsat af andre enheder i Nordea. Årsagen til dette kan typisk være forskellige tidshorisoner, metoder, sammenhænge eller andre faktorer.

Oplysningerne i dette materiale skal ikke ses som og udgør ikke investeringsrådgivning og skal ej heller ses som et tilbud om eller en opfordring til køb eller salg af finansielle instrumenter. Oplysningerne i materialet tager ikke højde for bestemte modtageres investeringsformål, økonomiske situation eller behov. Det tilrådes altid at indhente relevant og konkret professionel rådgivning, inden der træffes investerings- eller kreditbeslutninger.

Vurderinger og ratings er baseret på en eller flere værdiansættelsesmetoder, herunder pengestrømsanalyse, anvendelse af multipler og adfærdstekniske analyser af underliggende markedsbevægelser i kombination med overvejelser om markedsforholdene og tidshorizonten. Væsentlige forudsætninger, der ligger til grund for prognoser eller ratings i refererede eller gengivne analyser fremgår af analysedataet fra de respektive navngivne kilder. Offentliggørelsesdatoen fremgår af det refererede eller gengivne analysedata. Vurderinger og estimater kan blive opdateret i efterfølgende udgaver af materialet, forudsat at det relevante selskab/den relevante udsteder behandles på ny i sådant materiale.

Materialets gyldighed

Alle vurderinger og estimater i materialet er, uanset kilde, givet i god tro og gælder kun pr. den anførte dato og kan ændres uden videre.

Ingen individuel investerings- eller skatterådgivning

Materialet er udelukkende generel og foreløbig information til investorer og skal ikke ses som grundlag for investeringsbeslutninger. Materialet er udarbejdet af Nordea Markets som generelt informationsmateriale til personlig brug for de investorer, for hvem det er gjort tilgængeligt. Materialet skal ikke opfattes som en personlig anbefaling af bestemte finansielle instrumenter eller strategier og udgør således ikke individuel investeringsrådgivning tilpasset den enkelte investor. Materialet tager ikke højde for den enkelte investors økonomiske situation, nuværende aktiver eller passiver, kendskab til og erfaring med investeringer, investeringsformål og investeringshorisont samt risikoprofil og præferencer. Investorer skal især sikre sig, at den påtænkte investering er egnet i forhold til vedkommendes økonomiske og skattemæssige situation og investeringsformål. Investorer bærer risikoen for potentielle tab i forbindelse med en investering.

Før investor handler på baggrund af oplysningerne i dette materiale, anbefales det at indhente rådgivning i den valgte jurisdiktion om (men ikke begrænset til) de økonomiske, juridiske, skattemæssige eller lovgivningsmæssige konsekvenser af en investering.

Oplysningerne i materialet skal ikke opfattes som rådgivning om de skattemæssige konsekvenser ved at foretage visse investeringer. Enhver potentiel investor skal foretage sin egen vurdering af de skattemæssige og andre økonomiske konsekvenser af en investering.

Kilder

Dette materiale kan være baseret på eller indeholde information som eksempelvis estimater og værdiansættelser fra: Nordea Markets' analytikere eller repræsentanter, offentligt tilgængelig information, information fra andre enheder i Nordea eller andre navngivne kilder.

I det omfang materialet eller rapporten er baseret på eller indeholder information fra andre kilder ("Andre kilder") end Nordea Markets ("Ekstern information"), har Nordea Markets skønnet, at de Andre kilder er pålidelige, men hverken Nordea, andre med forbindelse til eller tilknyttet Nordea eller nogen anden person garanterer eller har noget ansvar for nøjagtigheden, tilstrækkeligheden eller fuldstændigheden af den Eksterne information.

Ansvarsbegrænsning

Nordea eller andre associerede eller tilknyttede selskaber påtager sig intet ansvar for så vidt angår nogen beslutning om køb, salg eller bibeholdelse af en investering foretaget af en investor på baggrund af dette materiale. I intet tilfælde vil Nordea eller andre associerede og tilknyttede selskaber være ansvarlig for direkte eller indirekte tab, utilsigtede tab eller særlige tab eller følgeskader (uanset om dette burde kunne være forudset eller ej), der måtte opstå som følge af oplysningerne i dette materiale.

Risikooplysninger

Risikoen ved at investere i visse finansielle instrumenter, inklusive instrumenterne omtalt i dette materiale, er generelt høj, eftersom deres markedsværdi bliver påvirket af en lang række forskellige faktorer, herunder de operationelle og finansielle vilkår for det relevante selskab, vækstmuligheder, ændringer i rentesatser, det økonomiske og politiske klima, valutakurser, skift i markedsfølelse og forventninger osv. Hvor en investering eller et værdipapir er denomineret i en anden valuta end investors referencevaluta, vil ændringer i valutakurser kunne have en negativ effekt på værdien af eller kursen på samt indtægter af eller fra investeringen for investor. Den historiske udvikling er ikke nødvendigvis en indikation for den fremtidige udvikling. Estimater for den fremtidige udvikling er baseret på forudsætninger, der måske ikke holder. Ved investering i enkeltaktier kan investor helt eller delvist tabe det investerede beløb.

Interessekonflikter

Læsere af dette materiale skal være opmærksomme på, at Nordea har modtaget betaling fra selskabet nævnt i materialet for at udarbejde rapporten. Betalingen er ikke afhængig af materialets indhold.

Nordea, tilknyttede selskaber eller medarbejdere i Nordea må udføre ydelser for, indgå forretninger med, have lange eller korte positioner i eller på anden måde have interesser i værdipapirer (herunder derivater) i ethvert selskab, der omtales i materialet.

For at begrænse eventuelle interessekonflikter og imødegå misbrug af intern viden er analytikerne i Nordea Markets underlagt interne regler for hensigtsmæssig etisk adfærd, håndtering af intern viden og ikke-offentliggjort analysedata, kontakt til andre enheder i Koncernselskaberne og egne værdipapirhandlere. De interne regler er udarbejdet i overensstemmelse med gældende lovgivning og relevante branchestandarder. Formålet med de interne regler er eksempelvis at sikre, at ingen analytikere misbruger eller foranlediger, at andre misbruger fortrolig information. Det er Nordea Markets' politik, at der ikke er sammenhæng mellem indtjeningen fra kapitalmarkedsaktiviteter og individuel aflønning af analytikere. Nordea og filialerne er medlem af nationale børsmæglerforeninger i hvert af de lande, hvor Nordea har hovedkontor. De interne regler er udarbejdet i overensstemmelse med anbefalinger udstedt af børsmæglerforeningerne. Dette materiale er udarbejdet i overensstemmelse med Nordeas politik for interessekonflikter, som kan ses på www.nordea.com/mifid.

Distributionsbegrænsninger

De værdipapirer, der omtales i materialet, er ikke nødvendigvis godkendt til salg i visse jurisdiktioner. Dette materiale er ikke tiltænkt og må ikke distribueres til privatkunder i Storbritannien eller USA. Dette materiale er alene tiltænkt og må kun distribueres til godkendte investorer, investorer med ekspertviden eller institutionelle investorer i Singapore, som kan kontakte Nordea Bank, Singapore Branch, 3 Anson Road, #22-01, Springleaf Tower, Singapore 079909.

Materialet må distribueres af Nordea Bank Luxembourg S.A., 562, rue de Neudorf, L-2015 Luxembourg, som er underlagt tilsynsmyndigheden Commission de Surveillance du Secteur Financier.

Dette materiale må distribueres af Nordea Bank, Singapore Branch, som er underlagt tilsynsmyndigheden Monetary Authority of Singapore.

Dette materiale må distribueres til institutionelle investorer i Storbritannien af Nordea Bank AB, London Branch, 6th Floor, 5 Aldermanbury Square, London, EC2V 7AZ, som er autoriseret af tilsynsmyndigheden Finansinspektionen i Sverige og underlagt begrænset tilsyn af Financial Conduct Authority og Prudential Regulation Authority i Storbritannien. Enkeltheder vedrørende omfanget af dette tilsyn af Financial Conduct Authority og Prudential Regulation Authority kan fås ved henvendelse til Nordea.

Mekanisk, fotografisk eller anden gengivelse af hele materialet eller dele heraf er ikke tilladt ifølge gældende lov om ophavsret.

Analytikers aktiebeholdning

Aktie- og obligationsanalytikerne i Nordea Markets ejer ingen aktier i de selskaber, de dækker. Analytikere eller associates har ingen beholdninger eller anden tilknytning.

Fair value og følsomhed

Vi beregner fair value-kursen efter afvejning af DCF, DDM, SOTP, aktivbaseret og andre standardmetoder for værdiansættelse. Vores fair value-kurser er følsomme over for ændringer i forudsætningerne for værdiansættelsen, hvor vækst, marginer, skattesatser, nøgletal for arbejdskapital, nøgletal for investment-to-sales og kapitalomkostninger normalt er de mest følsomme. Det skal bemærkes, at vores fair value-kurser ændrer sig uforholdsmæssigt, hvis forudsætningerne for værdiansættelsen ændres. Det skyldes den ikke-linære udformning af de anvendte standardmodeller for værdiansættelse (nævnt ovenfor). Som en konsekvens af de standardmodeller for værdiansættelse, som vi anvender, kan ændringer på 1-2 %-point i en enkelt forudsætning for værdiansættelsen ændre den afledte fair value med op til 30% eller mere. Alt analysemateriale er produceret på ad hoc-basis efter behov og opdateres, når omstændighederne kræver det.

Markedsføringsmateriale

Dette analysemateriale er udarbejdet som markedsføringsmateriale. Materialet er bestilt og betalt af det selskab, som materialet omhandler, og er ikke udarbejdet i overensstemmelse med reglerne for uafhængig investeringsanalyse. Materialet er heller ikke underlagt forbud om handel forud for offentliggørelsen af materialet. Analytikerne i Nordea Markets må i henhold til interne retningslinjer ikke eje aktier i de selskaber/sektorer, de dækker.

Anbefalingsstruktur

Dette materiale indeholder ingen anbefalinger, og derfor finder dette afsnit ikke anvendelse.

Market making-forpligtelser i aktier og derivater og andre betydelige finansielle interesser

Nordea Markets har ikke market making-forpligtelser i Sparekassen Sjælland-Fyn.

Investment banking-transaktioner

I lyset af Nordeas position på markedet bør læserne antage, at banken i øjeblikket (eller i de kommende tre måneder og frem) kan være involveret i eller søge involvering i fortrolige investment banking-transaktioner med selskabet/selskaber omtalt i dette materiale.

Udsteders gennemgang

Analysen har været forelagt Sparekassen Sjælland-Fyn med henblik på verifikation af faktuelle oplysninger. Sparekassen Sjælland-Fyn har ikke kendskab til eller påvirket værdiansættelsen. Verifikationen har ført til ændringer af faktuelle oplysninger i rapporten.

Afslutningsdato

7 september 2018, 20:54 CET