

December 2022

BANK RAPPORT

Bankernes robusthed



Denne rapport er offentliggjort d. 7. december 2022 kl. 17:00. Dette er ikke en opfordring til at købe, ikke at købe, sælge eller ikke at sælge. Rapporten må ikke distribueres i noget land, hvor distribution ifølge gældende love er forbudt. HC Andersen Capital tager ikke ansvar for korrektheden af indholdet i dette materiale, men har i udarbejdelsen af rapporten vurderet at de anvendte kilder er pålidelige. HC Andersen Capital modtager betaling fra BankNordik, Djurslands Bank, Skjern Bank, Sparekassen Sjælland-Fyn og Vestjysk Bank for en Digital IR/Corporate Visibility abonnementsaftale. Se disclaimer på den sidste side.

OVERSIGT



Side	Emne
1-2	Bankernes robusthed
3	Seneste analyser og sammenfatning?
4	Aktuel værdiansættelse

One-pagers

6	BankNordik
7	Djurslands Bank
8	Skjern Bank
9	Sparekassen Sjælland-Fyn
10	Vestjysk Bank
11	Kilder
12	Kontakt og Disclaimer

Bankernes robusthed

Med det meste af året passeret må de fleste formentlig erkende, at 2022 ikke blev det investeringsår, de havde ønsket sig ved årets begyndelse. Krigen i Ukraine, fortsatte Corona-nedlukninger, flaskehalse i forsyningskæderne, rekordhøje energipriser og ikke mindst en galoperende inflation har betydet, at væksten er kommet ned i 2022. Centralbankerne har så hævet renten for at bekæmpe inflationen, hvilket har reduceret vækstudsigterne yderligere. Derfor har de fleste aktivklasser inkl. obligationer og aktier også haft det svært, og har over en bred kam givet negative afkast hen over året.

OECD ser markant vækstnedgang – men ikke recession

På kanten til et nyt år er der tradition for, at investeringsbankerne og forskellige økonomiske samarbejdsorganisationer som f.eks. IMF, OECD m.fl. udgiver sine (opdaterede) forventninger til det kommende år. Sidstnævnte peger i sine seneste rapport fra november 2022¹ på, at vi i 2023 godt nok ikke løber ind i en global recession (defineret som to på hinanden følgende kvartaler med nedgang i BNP) i OECD's hovedscenarier, men at verden står overfor en markant vækstnedgang som følge af den voksende inflation og det største energichok siden 70'erne. Af rapporten fremgår det, at der er store regionale forskelle til vækstforventningerne i de kommende år, og specielt de vestlige økonomier som USA og Europa balancerer i perioder faretruende tæt på nulvækst, imens vækstlokomotiverne som Kina og Indien fortsat vokser, men med betydelig lavere vækstrater end tidligere.

En ny afmatning vil også påvirke bankerne

Ingen kender naturligvis omfanget af den afmatning, vi efter alt at dømme står overfor – hverken hvor længe eller hvor omfattende en given nedtur vil være. Oftest er det også først når vi er ude på den anden side af en krise, vi dels kan bedømme dens omfang, og dels vurdere hvor godt vi var forberedt, og hvordan den blev håndteret. Der er heller ingen kriser der er ens, men for at bruge et indenfor finansverdenen lidt fortærsket citat af Mark Twain, så siges det ofte at: *"History never repeats itself, but it does often rhyme"*. Med udsigt til en generel afmatning ind i 2023 og potentiel risiko for en recession, vil det være naturligt at stille spørgsmålet, om de danske banker og sparekasser er forberedt og gearret til en kortere eller længere periode med økonomisk afmatning. Specielt set i lyset af den seneste større globale recession – nemlig Finanskrisen i 2008 – som var specielt hård ved bankerne.

Årsager til Finanskrisen

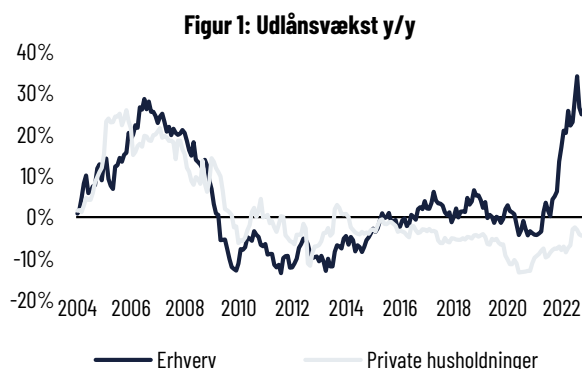
Forskellige undersøgelser har retrospektivt kigget på hvorfor Finanskrisen blev så omfattende i Danmark på noget der i første omgang var et amerikansk problem med sub-prime lån. En af de større og mere omfattende rapporter kom fra det såkaldte Rangvid-udvalg² som pointerer, at der ikke kan peges på én enkeltstående årsag eller skurk, men at krisen var en kombination af mange internationale og nationale faktorer. Men noget af det, der går igen i rapportens konklusioner er, at perioden op til Finanskrisen var præget af en meget udbredt optimisme generelt i samfundet, som også smittede af på de finansielle institutioner, bl.a. med udslag i en markant udlånsvækst i årene op til krisen – der i høj grad var finansieret med udenlandsk kapital, da bankerne havde indlånsunderskud. Samtidig gjorde en række regulatoriske tiltag i EU-regi, at kapitalkravene indirekte blev lempet blandt de danske banker. Det betød, at de var mindre polstret, end de ellers ville have været.

Rangvid-udvalgets rapport peger som nævnt på en lang række faktorer og årsager, som enkeltvis eller i samspil, var medvirkende til at Finanskrisen blev så omfattende. For at simplificere tager vi i det følgende dog alene udgangspunkt i udlånsvæksten og kapitaliseringen blandt de danske banker.

Udlånsvækst

For at se nærmere på udlånsvæksten i dag kontra i perioden op til Finanskrisen har vi benyttet os af Nationalbankens månedlige udlånsopgørelser fra bankerne opdelt på Erhverv (ekskl. finansielle virksomheder) og Private husholdninger.

Af figur 1 ses en tydelig accelereret udlånsvækst i årene 2004-2007 – både hvad angår Erhverv og Private husholdninger. Det stemmer meget godt overens med Rangvid-udvalgets rapport om en overoptimisme generelt i samfundet, der således altså slog igennem i forhold til udlånet til både virksomheder og selskaber samt private husholdninger.



Kilde: ³Nationalbankens Statistikbank

Af figuren ses ligeledes et brat fald i udlånsvæksten under Finanskrisen i årene 2008-09, og i de efterfølgende år er der ligefrem negativ vækst, altså decideret faldende udlånsvolumen. Udviklingen fra 2015 er flad til svag positiv på Erhverv, imens den negative tendens fortsætter på de Private husholdninger. Den initiale reaktion på Corona-udbruddet er et mindre fald på Erhverv, og et større fald på Private husholdninger. Ved indgangen til 2022 begynder vi at se et betydeligt løft i udlånsvæksten til Erhverv som indtil videre topper i august 2022 med en stigning på 34%. Til gengæld har udlånsvæksten i forhold til Private husholdninger været svagt faldende i samme periode.

Det betydelige løft i udlånet på Erhverv kan skyldes flere faktorer: 1) Behov for kortere eller længere kreditter og lån hos særligt små og mellemstore virksomheder, som kan have benyttet sig af forskellige af Statens Corona-hjælpepakker, samt udskydelse af moms og skat, som har skullet betales tilbage i løbet af 2022. 2) En øget lagerombygning hos en række virksomheder, som har oplevet store udfordringer i forhold til både forsyningskæderne og transportkapacitet. 3) Et volatil og mindre risikovilligt marked for udstedelse af virksomhedsobligationer og lignende gælds-instrumenter på det såkaldte Debt Capital Market (DCM), som kan have fået større virksomheder, som måske normalt benytter sig af obligationsudstedelser til at søge imod de større banker for mere traditionelle lån og kreditter. 4) Sidst, men ikke mindst, kan det ikke afvises, at en del af den øgede långivning er gået til generelle investeringer i virksomhederne udover den ovennævnte lageropbygning.

Antager vi, at ovennævnte faktorer er gode forklaringer på udlånsvæksten i 2022, er den altså drevet af andre forhold end op til Finanskrisen, hvor det var af mere spekulativ og overoptimistisk karakter, der i høj grad var centreret om ejendomsmarkedet. Væksten det seneste år er således mindre bekymrende, men bør observeres nøje – specielt hvis udlånet i stor grad er sket for at understøtte virksomheder, som er udfordret efter Corona-pandemien. Samtidig er det også værd at bemærke, at der i denne ombæring ikke er sket et øget udlån til Private husholdninger fra bankerne.

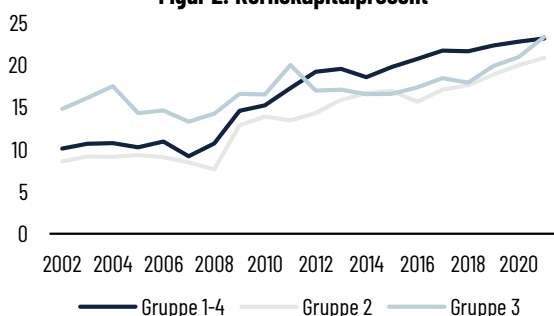
Bankernes robusthed

Kapitalisering

Et andet forhold, der ofte vil være afgørende for bankernes robusthed i en krise, er hvor godt kapitaliserede bankerne er ved indgangen til den økonomiske afmatning. I Rangvid-udvalgets rapport fremgik det netop, at en lempeligere regulering udsigtet havde svækket bankernes polstring og robusthed.

Af figur 2 fremgår kernekapitalprocent (Tier 1 Capital Ratio), der er et mål for pengeinstituttets kernekapital i forhold til de risikovægtede poster, dvs. primært udlån, der tildeles en individuel vægt ud fra kreditrisikoen. Kernekapitalen består hovedsageligt af egenkapital og hybrid kernekapital, samt en række øvrige poster der typisk er af mindre betydning. Et højere tal er alt andet lige bedre end et lavere, da ratioen er udtryk for, hvor meget kernekapital pengeinstituttet har til at absorbere tab på udlån.

Figur 2: Kernekapitalprocent



Kilde: ⁴Finanstilsynets Nøgletalsdatabase og ⁵Finanstilsynets Størrelsesgruppering

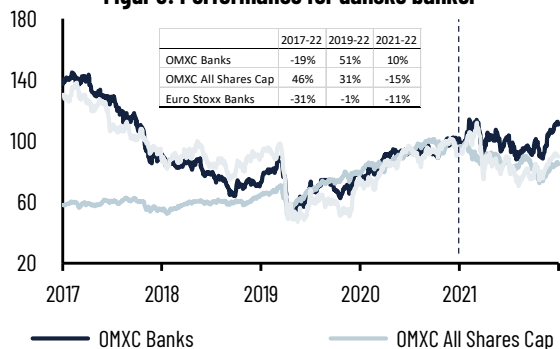
Som det fremgår, var denne på et lavpunkt i årene op til Finanskrisen - både hvad angår sektoren som helhed målt via Gruppe 1-4 pengeinstitutterne i de pågældende år, og i særdeleshed for de daværende pengeinstitutter i Gruppe 2. Dengang indgik banker såsom Amagerbanken, Fionia Bank, Forstædernes Bank og Roskilde Bank, der i stort set hele perioden frem til 2008 lå med encifrede kernekapitalprocenter, og hvor ingen eksisterer som selvstændige banker i dag.

Det billede har helt klart ændret sig i dag, hvor sektoren som helhed målt som Gruppe 1-4, samt både Gruppe 2 og Gruppe 3 handler med en kernekapitalprocent over 20%. Ud fra det valgte nøgletal tyder alt således på at de danske banker i dag er betydeligt bedre kapitaliserede end det var tilfældet ved indgangen til Finanskrisen.

Er en begyndende afmatning så priset ind?

Kigger vi på, hvad aktiemarkedet har priset ind i bankaktierne, er der dog ikke noget, der tyder på, at vi står overfor en større konjunkturmæssig nedtur. Som det fremgår af figur 3, har et indeks af børsnoterede banker på OMX Nasdaq Copenhagen klaret sig relativt bedre både på 1 og 3 års horisont relativt til markedet.

Figur 3: Performance for danske banker



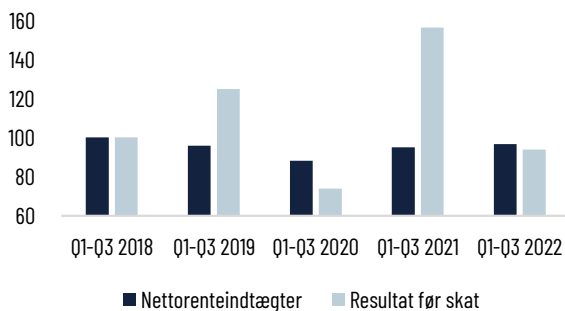
Kilde: ⁵Refinitiv Database

Note: Index 100 = 6/12-2021

Ser vi til gengæld på en 5 års horisont, har hverken de danske bankaktier eller de store europæiske banker leveret et attraktivt afkast relativt til det danske marked. Så umiddelbart er der ikke noget her, der indikerer, at bankaktierne er løbet foran markedet - snarere har man hentet noget af det tabte tilbage efter en årrække, hvor bankaktier bestemt ikke har været en interessant investering.

En forklaring på den gode udvikling det seneste år er, at bankerne som helhed faktisk har forbedret deres indtjening siden bunden i 2020, hvor store Corona-hensættelser trak resultat før skat ned, som illustreret i figur 4, hvor data stammer fra de 15 banker vi har med i vores peer group senere i tabel 1 på side 7. Det har været beslutningen om at opkræve negative renter, der gradvist har forbedret nettorenteindtægterne i 2021, og som har haft yderligere positiv effekt i 2022. Trods dette løft falder resultat før skat dog i Q1-Q3 2022 som følge af negative kursreguleringer, der også er en afledt effekt af netop stigende renter. Fra september/oktober i år har de fleste banker dog afskaffet de negative renter, men tjener nu på en forbedret rentemarginal som ventes at løfte tallene yderligere ind i 2023. Samtidig slår den betydelige udlånsvækst, som vi så ovenfor, igennem i form af en øget udlånsvolumen til en alt andet lige højere rente end på den eksisterende lånebog.

Figur 4: Resultat før skat og NII (Q1-Q3 2018-22)



Kilde: ⁵Refinitiv Database

Note: Index 100 = Q1-Q3 2018

Rentestigningerne er tveæggede

De markante rentestigninger, som vi har set igennem 2022, er i princippet tveægget for bankerne.

På den ene side er det, at kunne vinke farvel til negative renter og vende tilbage til den traditionelle bankmodel i forhold til rentemarginalen, alt andet lige, positivt for bankerne. Specielt da alt tyder på, at udlånsrenterne i første omgang er steget med en større faktor og hastighed end indlånsrenterne, ligesom udlånsvolumen også er kommet op, hvilket vi så tidligere.

På den anden side kommer rentestigningerne også som en konsekvens af den betydelige inflation og et ønske om at nedbringe væksten fremadrettet samt reducere den overophedning, vi har været vidne til. Det kan sætte nogle af bankers kunder under pres, når økonomien skal ned i gear, og finansieringsomkostningerne skal op - specielt efter en periode med Corona-nedlukninger, der har tæret på reserverne hos en del erhvervsvirksomheder. Derfor vil vi efter alt at dømme også se antallet af konkurser gå op - både indenfor erhverv, men også blandt privatkunder, der i særdeleshed rammes af rekordhøje energipriser, faldende ejendomspriser og på lidt længere sigt også risikoen for ledighed.

Seneste analyser og sammenfatning

Hvad siger de seneste analyser?

En række tilsynsmyndigheder og brancheforeninger holder til dagligt øje med finanssektoren i Danmark, og følger den tæt med god og detaljeret adgang til data og statistikker.

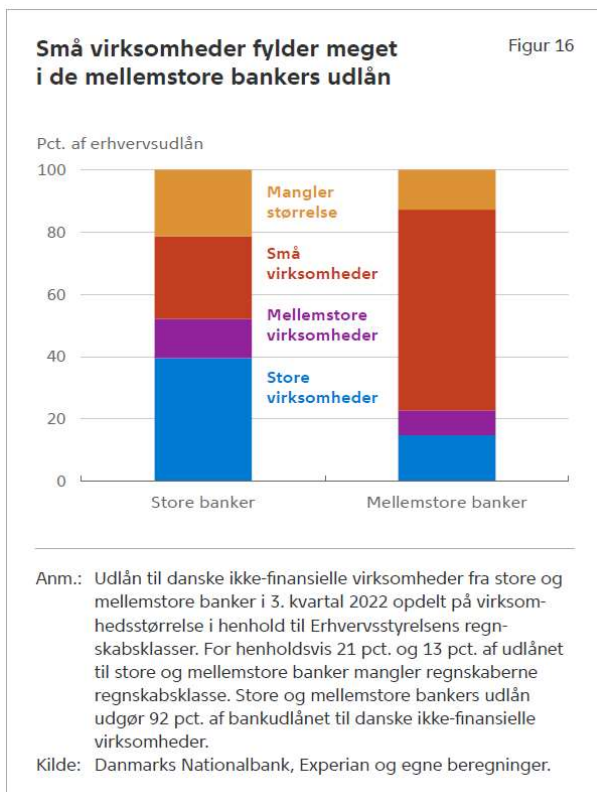
To af disse - Nationalbanken og brancheforeningen Finans Danmark - har her i december 2022 været ude med analyser på, hvor robust banksektoren er overfor en konjunkturafmatning i de kommende år.

Nationalbanken udgav d. 1. december 2022 sin halvårige Finansiell Stabilitet analyse med titlen "Turbulente tider kræver fokus på risikostyring", hvor bankerne stresstesttes i forskellige scenarier med misligholdte lån og faldende ejendomspriser⁷.

De primære konklusioner i rapporten er:

- En forventning om større kredittab i den kommende tid som følge af højere renter og inflation og udbredelsen af risikable låntyper
- At en hård recession, der bl.a. indbefatter et akkumuleret fald i BNP på 6,5% og et akkumuleret fald i boligpriserne på 27,2% over en 3-årig periode (2023-25), kan udfordre enkelte af de Systemiske Institutter (SIFI)
- At særligt de mellemstore banker forventes at kunne få tab på udsatte virksomheder, da det specielt er de små virksomheder, der udfordres af stigende priser og renter, og da denne gruppe udgør en større andel af udlånet hos de mellemstore banker

Sidstnævnte punkt illustreres i rapporten ved nedenstående figur, hvor det tydeligt ses at de små virksomheder udgør en relativt stor andel hos de mellemstore banker.



Kilde: ⁷Nationalbanken - Finansiell Stabilitet - "Turbulente tider kræver fokus på risikostyring"

Finans Danmark, der er en interesseorganisation for danske banker og andre finansielle aktører, og dermed ikke har samme uafhængighed som f.eks. Nationalbanken eller Finanstilsynet, har d. 5. december 2022 udgivet en række analyser⁸. Her ses der bl.a. nærmere på, hvad den høje inflation og stigende renter betyder for en dansk familie, ligesom der også foretages en analyse af bankernes robusthed og modstandskraft.

I sidstnævnte analyse har Finans Danmark set nærmere på, hvor meget de største banker og realkreditinstitutter (de såkaldte Systemiske Institutter - SIFI) kan modstå over en 3-årig lavkonjunktur. Disse har en samlet buffer inkl. fremtidig estimeret basisindtjening over de 3 år på DKK 355 mia. Først når denne buffer er tabt vil disse institutter komme i konflikt med solvenskravet på 8%. Herefter vil der være yderligere buffer på DKK 345 mia. fra solvenskravet og de såkaldte NEP-instrumenter (seniorgæld der tager tab før anden gæld), før indskyderne vil lide tab. Dermed er der samlet buffere for DKK 700 mia.

Til sammenligning nævnes, at Rangvid-rapporten opgjorde nedskrivningerne i perioden 2008-2012 i forbindelse med Finanskrisen til DKK 174 mia. Analysen fra Finans Danmark konkluderer måske ikke så overraskende, de danske banker er robuste og har stor modstandskraft. Analysen synes dog primært at se nærmere på de største banker og realkreditinstitutter, og billedet kan måske se anderledes ud for mindre og mellemstore pengeinstitutter.

Sammenfatning

Ud fra bankernes aktiekursperformance det seneste år tyder det umiddelbart ikke på, at en større global afmatning er under opsejling. På den korte bane, dvs. de næste par kvartaler, vil vi formentlig også se en stigning i bankernes basisindtjening drevet af stigende renter, der har positiv effekt på nettorenteindtægterne.

Dog er vi, som de fleste finansielle aktører pointerer, på vej ind i en økonomisk afmatning drevet af bl.a. inflation, høje energipriser, og stigende renter. Det kommer også til at ramme bankernes kunder, men selvom udlånet til specielt erhvervs kunderne er gået op, som vi så ovenfor, så er det formentlig ikke drevet af samme spekulative karakter som op til Finanskrisen. Samtidig så vi, at bankerne er bedre polstret end under Finanskrisen, og bør kunne modstå en periode med lavere vækst og større kredittab.

De analyser der på det seneste er udgivet fra Nationalbanken og Finans Danmark påpeger en række forhold der skal holdes øje med ind i 2023, bl.a. øgede kredittab, men ingen af dem synes at hæve et rødt flag. Nationalbanken, som i denne sammenhæng må anses som den mest uafhængige af de to, kommer dog frem til at nogle SIFI institutter kan blive udfordret ved en hård recession. Men generelt synes bankerne, at have en relativ solid polstring, hvor der skal store bevægelser til før det bliver kritisk.

Aktuel værdiansættelse

Vores peer group

Afslutningsvis vil vi tage et kig på den aktuelle værdiansættelse af de mindre og mellemstore børsnoterede pengeinstitutter efter de seneste regnskaber for 3. kvartal 2022. Vi har opdateret vores peer group der består af samtlige børsnoterede pengeinstitutter, der indgår i Finanstilsynets Gruppe 2 og 3. Dog har vi udeladt Ringkjøbing Landbobank, da den markedsværdimæssigt overgår de øvrige pengeinstitutter markant. Til gengæld har vi inkluderet BankNordik, som vi har et samarbejde med, og som ellers indgår i gruppen af Færøske banker.

Samlet er der 15 børsnoterede banker og sparekasser i denne peer group. Der foreligger kun analytikerestimer på et fåtal af pengeinstitutterne i vores peer group, så vi opererer alene med realiserede regnskabstal fra de seneste regnskaber kombineret med aktuelle kurser og markedsværdier.

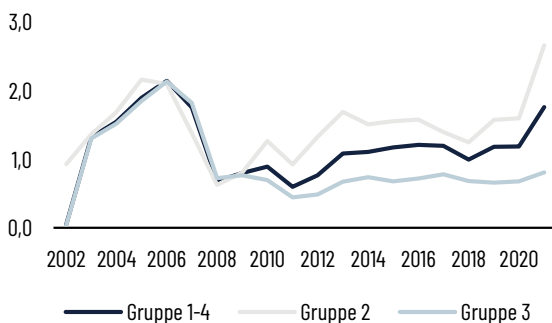
Primære nøgletal

De to primære nøgletal i vores peer group er børskurs/indre værdi pr. aktie (K/I) og børskurs/resultat pr. aktie (P/E).

K/I er baseret på den aktuelle kurs og bankens indre værdi fra det senest tilgængelige regnskab. Indre værdi eller bogført værdi er et andet udtryk for egenkapital pr. aktie, så nøgletallet er udtryk for, hvad man som investor betaler for 1 kroners egenkapital. Da egenkapital opgøres relativt præcist i banker og efter forholdsvis ensartede principper, er det ofte det foretrukne nøgletal til sammenligning af banker. Hvis K/I ligger under 1, f.eks. på 0,5 betyder det, at der betales 50 øre for 1 kroners egenkapital. Med andre ord vil markedet kun betale halvdelen af det, som bankens indre værdi opgøres til, og vil ofte være et signal om, at markedet tvivler på fremtidsudsigterne for det pågældende pengeinstitut, - eller sektoren som helhed - hvis det er bredt gældende med en stor rabat på K/I. Omvendt vil K/I over 1 signalere, at markedet vil betale mere end den indre værdi, og altså lægger en præmie på egenkapitalen som et udtryk for positive forventninger til den fremtidige indtjening i den pågældende bank eller sektoren som helhed.

Historisk har danske børsnoterede pengeinstitutter siden 2003 frem til og med 2021 handlet på en gennemsnitlig kurs/indre værdi på 1,23 med den højeste observation på 2,14 i 2006 op til Finanskrisen, og den laveste på 0,60 i 2011 i kølvandet på Finanskrisen. For Gruppe 2 og 3 hedder gennemsnittet henholdsvis 1,50 og 0,96.

Figur 5: K/I (Børskurs/indre værdi pr. aktie)



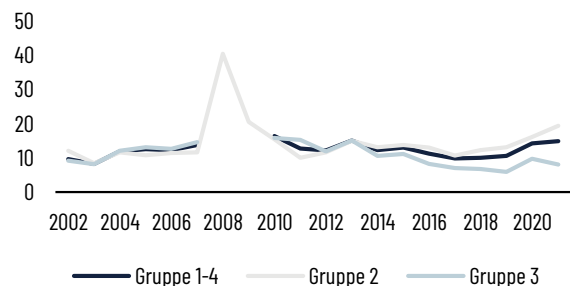
Kilde: ⁴Finanstilsynets Nøgletalsdatabase og ⁶Finanstilsynets Størrelsesgruppering

P/E er formentlig mere velkendt for de fleste og måler populært sagt, hvad man som investor betaler for en 1 kroners overskud. P/E beregnes typisk ikke ved selskaber med negativ indtjening og vil derfor kunne antage værdier fra 0 op til uendeligt. P/E-værdier over f.eks. 20 eller 30 vil typisk været udtryk for en bank med meget lav indtjening eller en relativ høj prissætning.

Det kan skyldes en række forskellige forhold - måske er banken nystartet, eller har i en periode en ekstraordinær lav indtjening, der af aktiemarkedet måske kun anses som midlertidigt og dermed ikke til fulde er priset ind i aktiekursen.

Historisk har danske børsnoterede pengeinstitutter siden 2003 frem til og med 2021 handlet på en gennemsnitlig P/E på 13,2x med den højeste observation på 102x i 2009 på toppen af Finanskrisen og den laveste på 8,2x i 2003 (i figuren nedenfor ses dog bort fra Gruppe 1-4 og Gruppe 3 i 2008 og 2009 hvor P/E var negativ eller ekstraordinær høj grundet de meget store tab i sektoren). For Gruppe 2 og 3 hedder gennemsnittet henholdsvis 14,6x og 10,8x (sidstnævnte eksklusiv 2008 og 2009 med negative P/E værdier).

Figur 6: P/E (Børskurs/resultat pr. aktie)



Kilde: ⁴Finanstilsynets Nøgletalsdatabase og ⁶Finanstilsynets Størrelsesgruppering

Pengeinstitutterne i vores peer group, jf. tabel 1 på næste side, ligger markedsværdimæssigt lige under DKK 1 mia. (målt på medianen) med Vestjysk Bank og Sparekassen Sjælland-Fyn som de største (bemærk at Ringkjøbing Landbobank med en markedsværdi på næsten DKK 25 mia. er udeladt i tabellen). Den klart mindste bank i vores univers her er Hvidbjerg Bank med en markedsværdi på blot DKK 174 mio.

Af tabellen fremgår det, at pengeinstitutterne i vores peer group generelt har givet et fladt afkast år-til-dato (eksklusiv udbytter), og altså isoleret set ikke har givet den store forrentning af pengene. Dog er det relative afkast mere interessant, da det danske aktiemarked som helhed er faldet med 13% målt via KAXCAP, mens C25 tilsvarende er i minus med ca. 12,5% år-til-dato. På 3 år har afkastet (eksklusiv udbytter) været lidt over +70% målt medianen imod +34% for det brede marked og knap 40% på OMXC25.

Aktuel værdiansættelse

Målt på K/I med tal fra det netop offentliggjorte regnskaber for Q3 2022 handler vores peer group med en median på 0,83 og altså med en rabat til indre værdi i bankerne. Historisk har bankerne, som det fremgik tidligere, gennemsnitligt handlet på et højere niveau end det. I bunden finder vi banker som Nordfyns Bank og Djurslands Bank, imens Lån & Spar Bank handler tæt på sin indre værdi.

Medianen på P/E efter Q3 2022 lyder på 10,3x hvilket igen er under gennemsnittet for gruppen af banker. Her finder vi de laveste P/E værdier ved BankNordik og Skjern Bank, mens Danske Andelskassers Bank handler på P/E 37,7x. Det skal formentlig ses i lyset af en større nedgang i EPS i år der muligvis ikke er modsvaret af et tilsvarende aktiekursfald – måske fordi der i august 2021 blev afgivet et overtagelsestilbud på banken i kurs DKK 10,35 pr. aktie, der godt nok ikke blev accepteret, men som kan sætte et bundniveau for aktien.

Udbyttemæssigt bærer de seneste udbetalinger for regnskabsåret 2021, der for de flestes vedkommende blev udbetalt i marts 2022, præg af, at en række banker har prioriteret opbygning af kapital med ingen eller forholdsvis små udbytter. Højdespringeren BankNordik har som bekendt udbetalt nogle forholdsvis høje ekstraordinære udbytter det seneste års tid efter at banken i 2021 frasolgte sine danske bankaktiviteter og efterfølgende har været betydeligt overkapitaliseret.

Tabel 1: Mindre og mellemstore danske børsnoterede pengeinstitutter

BANK/SPAREKASSE	Aktuel kurs	MCAP DKK mio.	YtD Performance	3 års Performance	K/I Q3 2022	P/E Q3 2022	Div. Yield 2021
BankNordik P/F	126,00	1.212	5,4%	86,8%	0,69	6,3	11,25%
Danske Andelskassers Bank A/S	10,05	1.876	-6,1%	50,0%	0,96	37,7	2,89%
Djurslands Bank A/S	328,00	886	-2,4%	36,7%	0,65	7,3	2,59%
Fynske Bank A/S	128,00	974	-0,8%	70,7%	0,81	15,1	2,21%
Groenlandsbanken A/S	585,00	1.058	-2,2%	8,3%	0,83	10,7	6,84%
Hvidbjerg Bank A/S	103,00	174	-3,7%	87,3%	0,86	6,6	0,00%
Kreditbanken A/S	4.060,00	686	-3,8%	32,7%	0,85	14,2	1,23%
Laan & Spar Bank A/S	665,00	2.312	6,4%	48,4%	0,99	13,4	1,50%
Lollands Bank A/S	550,00	597	-4,2%	79,7%	0,86	10,9	2,73%
Moens Bank A/S	204,00	410	-0,5%	73,6%	0,79	10,3	0,98%
Nordfyns Bank A/S	215,00	355	-12,3%	79,2%	0,63	12,2	0,00%
Skjern Bank A/S	117,50	1.138	13,5%	90,1%	0,91	6,3	2,55%
Sparekassen Sjælland-Fyn A/S	185,50	3.233	12,4%	108,0%	0,91	8,9	3,23%
Totalbanken A/S	134,00	440	1,5%	64,2%	0,83	8,7	0,00%
Vestjysk Bank A/S	3,13	3.879	-8,4%	-4,9%	0,72	8,6	0,00%
Simpelt gennemsnit		1.282	-0,3%	60,7%	0,82	11,8	2,53%
Medianen		974	-2,2%	70,7%	0,83	10,3	2,21%
OMXC ALL SHARES CAP / OMXC25 CAP			-13%/ -12,5%	33,8%/ 39,6%			

Note: Tabellen indeholder alle børsnoterede pengeinstitutter i Finanstilsynets Gruppe 2 og 3 eksklusiv Ringkjøbing Landbobank, imens BankNordik er tilføjet

Kilde: Refinitiv, data pr. 6/12-2022

Disclaimer: HC Andersen Capital modtager betaling fra BankNordik, Djurslands Bank, Skjern Bank, Sparekassen Sjælland-Fyn og Vestjysk Bank for en Digital IR/Corporate Visibility abonnementsaftale.

BankNordik

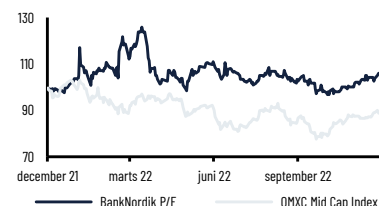
Marked: OMXC Mid Cap

Ticker: BNORDIK

Aktiekurs (DKK): 126

Markedsværdi (DKK): 1.212

Aktieinformation



YTD: +5,4% 1 år: +4,8%
1 måned: +5,0% 3 år: +86,8%

Note: Graferne er rebased på index 100 d. 7/12-2021
Kilde: Refinitiv

Regnskabstal

(DKKm)	2020	2021	2022E*
Basisindtægter	387,1	407,1	N/A
Basisudgifter	238,3	235,9	N/A
Basisresultat	148,8	171,2	N/A
Resultat før skat**	129,4	238,3	N/A
Årets resultat**	103,2	193,4	140-170
Egenkapital	2.271	2.036	N/A
Udlån	7.608	7.624	N/A
Aktiver i alt	17.290	11.790	N/A

Note: * Bankens egen guidance
Kilde: Refinitiv og BankNordik

** Fra fortsættende aktiviteter

Nøgletal

	2020	2021	Q3 2022
P/E (x)	8,8	5,9	6,3*
P/B (x)	0,38	0,52	0,69
ROE (%)	7,6	12,6	N/A
Udbytte / aktie (ord.)	5,0	14,2	N/A
Udbytteafkast (%)	3,3%	11,2%	N/A
Kapitalprocent	26,4	27,5	26,4
Kernekapitalprocent	24,1	26,0	25,0
CET 1 kapitalprocent	22,6	23,8	22,9

Note: * Baseret på seneste 4 kvartaler og aktuel kurs
Kilde: Refinitiv og BankNordik

Selskabsbeskrivelse

BankNordik er en færøsk bank, der kan dateres tilbage til 1906 under navnet Føroya Banki. Banken er noteret på Nasdaq OMX Copenhagen, og har base i Thorshavn. På Færøerne og Grønland består udbuddet af bank- og pensionsydelse, mens forsikringsydelser også er en del af udbuddet på Færøerne. Bankaktiviteterne er organiseret under navnet BankNordik, mens forsikrings- og ejendomsmæglervirksomhed markedsføres under henholdsvis Trygd og Skyn varemærkerne.

Efter at have erhvervet 12 filialer fra danske Sparbank i 2010 skiftede banken navn til BankNordik, og i 2011 overtog banken de sunde dele af Amagerbanken. I 2021 blev de danske bankaktiviteter frasolgt, og i dag fokuseres udelukkende på Færøerne og Grønland.

Seneste nyt

Nedjustering - Ved det seneste Q3 2022 måtte BankNordik nedjustere sine helårsforventninger, og venter nu et årsresultat på DKK 140-170 mio. fra tidligere DKK 160-190 mio. Årsagen er de negative kursreguleringer, der har ramt de fleste banker i år, og som for mange var særdeles hårde i Q3 2022.

Den egentlige bankdrift udvikler sig fornuftigt på både rente- og gebyrindtægter. Således landede de samlede driftsindtægter i kvartalet på DKK 110 mio., hvilket er 10% bedre end samme kvartal sidste år. Omkostningerne stiger en smule, men samlet blev det til et driftsresultat på DKK 60 mio. sammenholdt med DKK 53 mio. sidste år.

Til gengæld betød de negative kursreguleringer i kvartalet, at resultat efter skat landede på DKK 20 mio., hvilket er en halvering sammenholdt med de DKK 41 mio. sidste år.

Ny administrerende direktør - I forbindelse med årsregnskabet for 2022, der ud fra bankens historie ventes offentliggjort i februar 2023, vil BankNordiks nuværende CEO Árni Ellefsen fratænde sin stilling i banken og vil blive afløst af Turið F. Arge. Hun kom til banken i 2007 og har haft en række ledende stillinger, senest som forretningsdirektør, og har siden 2015 været en del af direktionen i BankNordik.

Kommende regnskab: FY 2022 - 24. februar 2023

De positive argumenter

Stærk position på Færøerne med en anslået markedsandel på 40-45%, og hvor markedet domineres af to aktører - BankNordik og Betri Bank. På Grønland har man ligeledes en betydelig position, men dog kun med en markedsandel på anslået 20%, mens GrønlandsBANKEN her sidder på den primære del af markedet. Med andre ord bør der være mulighed for en stabil forretning på Færøerne, imens der på Grønland kan være nogle vækstmuligheder.

BankNordik har de seneste år udbetalt nogle attraktive udbytter - både ordinære og ikke mindst ekstraordinære efter frasalget af de danske aktiviteter. Banken har en målsætning om at udbetale 50% af årets overskud. Under antagelse af, at BankNordik realiserer et resultat i midten af sit guidance-interval, altså DKK 155 mio. og udbetaler 50%, svarer det til et udbytte på omkring DKK 77,5 mio. eller ca. DKK 8 pr. aktie. Ved det aktuelle kursniveau bliver det til et yield på omkring 6,3%.

Trods en foreløbig positiv performance i år handler BankNordik umiddelbart på en lavere valuation, både på P/E og P/B relativt til en større gruppe af mindre og mellemstore børsnoterede danske pengeinstitutter, jf. tabellen side 7.

De negative argumenter

BankNordik er med sit fokus på Færøerne og Grønland, og med bankens betydelige position på disse markeder med relativt små økonomier, ekstra sårbar i tilfælde af en større nedgang i disse. Sektormæssigt udgør fast ejendom, bygge- og anlægsvirksomhed samt fiskeri m.fl. de største eksponeringer.

Generelt er der få ekspansions- og vækstmuligheder for BankNordik i de to geografier, man er eksponeret imod - specielt på Færøerne er det svært at se, hvordan banken skal kunne løfte sin markedsandel betydeligt fra de nuværende niveauer. Det er anderledes på Grønland, hvor den nuværende markedsandel er noget lavere.

I lighed med andre banker vil der altid være en regulatorisk risiko forbundet med BankNordik. Det er generelt forventet i markedet, at BankNordik vil returnere yderligere kapital i de kommende år, og her vil eventuelle øgede kapitalkrav kunne påvirke timing og niveauet af disse udbytter.

Op- eller nedjusteringer af 2021 og 2022 forventninger (DKKm)

Bank/Sparekasse	Forventningsmål	Opjusteringer af 2021 forventninger	Initielle 2021 forventninger	Sidste 2021 forventninger	Faktisk 2021 resultat	Op-/nedjusteringer af 2022 forventninger	Initielle 2022 forventninger	Aktuelle 2022 forventninger
BankNordik	Resultat efter skat	3	150-200	270	272,3 / 193,4*	1 / 1	130-160	140-170

Note: * For 2021 er angivet resultat med og uden de frasolgte aktiviteter

Kilde: Bankernes regnskaber og selskabsmeddelelser



Djurslands Bank

Marked: OMXC Small Cap

Ticker: DJUR

Aktiekurs (DKK): 328

Markedsværdi (DKKm): 886

Aktieinformation



YTD: -2,4% 1 år: -3,5%
1 måned: +8,4% 3 år: +36,7%

Note: Graferne er rebased på index 100 d. 7/12-2021
Kilde: Refinitiv

Regnskabstal

(DKKm)	2020	2021	2022E*
Basisindtægter	368,7	403,5	N/A
Basisudgifter	269,5	275,0	N/A
Basisresultat	99,2	128,5	N/A
Resultat før skat	60,4	143,4	100-130
Årets resultat	50,7	116,1	N/A
Egenkapital	1.173	1.291	N/A
Udlån	3.710	4.195	N/A
Aktiver i alt	11.193	11.708	N/A

Note: * Bankens egen guidance
Kilde: Refinitiv og Djurslands Bank

Nøgletal

	2020	2021	Q3 2022
P/E (x)	15,2	7,8	7,3*
P/B (x)	0,66	0,70	0,65
ROE (%)	4,4	9,4	N/A
Udbytte / aktie (ord.)	0,0	8,5	N/A
Udbytteafkast (%)	0%	2,5%	N/A
Kapitalprocent	20,2	20,1	19,0
Kernekapitalprocent	19,3	19,2	18,1
CET 1 kapitalprocent	19,3	19,2	18,1

Note: * Baseret på seneste 4 kvartaler og aktuel kurs
Kilde: Refinitiv og Djurslands Bank

Selskabsbeskrivelse

Djurslands Bank er en dansk regionalbank grundlagt i 1965 ved sammenlægning af 3 mindre banker på Djursland i den østlige del af Jylland.

Banken tilbyder bankprodukter og finansielle serviceydelser til private, små og mellemstore virksomheder samt offentlige institutioner i Danmark.

Banken har hovedsæde i Grenå, hvor den driver 15 afdelinger rundt omkring områderne Grenå, Aarhus og Randers. Senest har banken åbnet en ny filial i Skanderborg.

Seneste nyt

Regnskabet for Q1-Q3 2022 - Djurslands Bank realiserede en basisindtjening i Q1-Q3 2022 på DKK 152 mio., hvilket er en stigning på 68,8% sammenholdt med samme periode året før, og det bedste resultat i bankens historie. Det er drevet af en pæn fremgang i både rente- og gebyrindtægter, imens det er lykkedes banken at holde driftsudgifterne i ro.

Til gengæld rammer negative kursreguleringer igen relativt hårdt i selve Q3 2022, om end ikke med samme styrke som i Q2 2022. Derfor lander banken også et resultat før skat i kvartalet på DKK 51,5 mio., som overgår samme periode året før, hvor tallet hed DKK 41,5 mio.

Fastholdt forventningerne - Selvom Djurslands Bank leverede et rekordresultat på kvartalet, fastholdes forventningerne til 2022 om et resultat før skat på DKK 100-130 mio., men med en forventning om at lande i den øvre ende af intervallet.

Direktionen udvides - Tidligere på året meddelte Djurslands Bank, at et glidende generationsskifte var påbegyndt, idet administrerende bankdirektør Lars Møller Kristensen ville fratæde sin stilling, når en afløser var fundet, og efter en kort overdragelsesperiode. I november er det så blevet offentliggjort, at Sigurd Linde Simmelsgaard, der kommer fra en stilling som områdedirektør i Sparekassen Kronjylland, er ansat som bankdirektør pr. 1. april 2023. Han vil så overtage posten som administrerende direktør, når Lars Møller Kristensen efter planen fratæder d. 1. juni 2023.

Kommende regnskab: FY 2022 - 8. februar 2023

De positive argumenter

Djurslands Bank har en stærk markedsposition i sit historiske lokalområde på Djursland. Banken har også haft succes med at udvide forretningerne til Aarhus-området. Selvom markedsandelen ifølge bankens egen opgørelse her er under 10%, udgør den dog omkring 40-45% af det samlede antal privat- og erhvervskunder.

Efter årets første 3 kvartaler har Djurslands Bank realiseret et resultat før skat på DKK 103,2 mio. sammenholdt med, at banken guider for DKK 100-130 mio. på helåret med en forventning om at lande i den øvre ende af intervallet. Sidste år i Q4 2021 realiserede banken et resultat før skat på DKK 41,4 mio. og i det seneste Q3 2022 lød resultatet på DKK 51,5 mio. Så meget skal altså gå galt for ikke, som minimum, at nå hjem i den øvre ende af guidance eller ligefrem gøre det bedre.

Det synes ikke afspejlet i værdiansættelsen på Djurslands Bank, der sammen med Nordfyns Bank handler med den laveste P/B (kurs/indre værdi) af de 15 banker i vores peer group, jf. tabellen på side 7. Målt på P/E er banken også i den nederste del. Performancemæssigt ligger aktien midt i feltet med et marginalt fald år-til-dato.

De negative argumenter

Djurslands Bank har i sine vedtægter nogle stemmeretsbegrænsninger, der betyder, at den enkelte aktionær, uanset antallet af ejede aktier, maksimalt kan afgive 6 stemmer på generalforsamlingen. Det betyder reelt, at muligheden for en fjendtlig overtagelse af banken er minimal. Det kan medføre, at aktien vil handle med en vis rabat til andre banker, hvor et eventuelt overtagelsestilbud kan komme i spil.

Modellen med at bibeholde et relativt stort filialnet er forholdsvis omkostningskrævende, og er mindre skalérbar end løsninger, hvor kunden kan håndtere selv mere komplekse bankforretninger via digitale løsninger eller call-centre. Det kan være en ulempe i perioder med lavkonjunktur, eller hvis konkurrencen spidser til.

Generelt er kapitalreturneringerne i form af udbytte fra de mindre og mellemstore banker i den lave ende sammenholdt med de store nordiske banker, hvor yields for de fleste vedkommende har passeret 4-5% de seneste år. Det kan have betydning for, hvor investorerne vælger at allokere sine midler.

Op- eller nedjusteringer af 2021 og 2022 forventninger (DKKm)

Bank/Sparekasse	Forventningsmål	Opjusteringer af 2021 forventninger	Initielle 2021 forventninger	Sidste 2021 forventninger	Faktisk 2021 resultat	Op-/nedjusteringer af 2022 forventninger	Initielle 2022 forventninger	Aktuelle 2022 forventninger
Djurslands Bank	Resultat før skat	3	65-85	143	143,4	0* / 0	100-130	100-130

Note: * Venter at kunne nå den øvre ende af intervallet

Kilde: Bankernes regnskaber og selskabsmeddelelser



Disclaimer: HC Andersen Capital modtager betaling fra Djurslands Bank for en Digital IR/Corporate Visibility abonnementsaftale. Rasmus Kjørborg og Philip Coombes har ingen aktier i Djurslands Bank. Dette er ikke en opfordring til at købe, ikke at købe, sælge eller ikke at sælge. HC Andersen Capital tager ikke ansvar for korrektheden af indholdet i dette materiale. Offentliggjort d. 7. december 2022 kl. 17:00 af Rasmus Kjørborg og Philip Coombes, HC Andersen Capital.



Skjern Bank

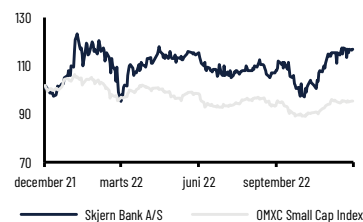
Marked: OMXC Small Cap

Ticker: SKJE

Aktiekurs (DKK): 117,50

Markedsværdi (DKK): 1.138

Aktieinformation



YTD: +13,5% 1 år: +15,8%
1 måned: +5,4% 3 år: +90,1%

Note: Graferne er rebased på index 100 d. 7/12-2021
Kilde: Refinitiv

Regnskabstal

(DKKm)	2020	2021	2022E*
Basisindtægter	354,1	390,9	N/A
Basisudgifter	199,5	215,3	N/A
Basisresultat	154,7	175,6	210-225
Resultat før skat	143,8	204,5	175-205
Årets resultat	115,6	163,3	N/A
Egenkapital	1.108	1.247	N/A
Udlån	4.225	4.720	N/A
Aktiver i alt	8.974	9.978	N/A

Note: *Bankens egen guidance
Kilde: Refinitiv og Skjern Bank

Nøgletal

	2020	2021	Q3 2022
P/E (x)	8,2	5,5	6,3*
P/B (x)	0,65	0,84	0,91
ROE (%)	10,8	14,1	N/A
Udbytte / aktie (ord.)	2,0	3,0	N/A
Udbytteafkast (%)	2,8%	2,9%	N/A
Kapitalprocent	21,2	22,2	21,5
Kernekapitalprocent	19,3	20,5	19,8
CET 1 kapitalprocent	18,2	19,4	19,8

Note: *Baseret på seneste 4 kvartaler og aktuel aktiekurs
Kilde: Refinitiv og Skjern Bank

Selskabsbeskrivelse

Skjern Bank er en dansk regionalbank, der kan dateres tilbage til 1906 og er noteret på Nasdaq OMX Copenhagen. Banken tilbyder forskellige finansielle ydelser til private kunder, erhvervs- og institutionskunder samt offentlige virksomheder i Danmark.

Banken har hovedkontor i Skjern i det vestlige Jylland, hvor den driver 6 filialer i lokalområdet. Banken har desuden 4 filialer i hovedstadsområdet.

Fokus er på at levere et komplet udvalg af banktjenester og relaterede finansielle tjenester, herunder pension, realkreditlån, forsikringer osv.

Seneste nyt

3 stærke kvartaler - Målt på det rene basisresultat var perioden Q1-Q3 2022 næsten 29% bedre end Q1-Q3 2021. Dog trækker kursreguleringer ned, som vi har set det ved en lang række andre banker, så det samlede resultat før skat lyder på DKK 121,8 mio. i perioden Q1-Q3 2022. Det tal lå i Q1-Q3 2021 på DKK 149,1 mio.

Derfor valgte Skjern Bank formentlig også kun at opjustere forventningerne til basisindtjeningen, som nu lyder på DKK 210-225 mio. (tidligere DKK 190-210 mio.), efter kvartalsregnskabet. Det er anden opjustering af basisindtjeningen i år. Forventningerne til resultat før skat blev fastholdt uændret på DKK 175-205 mio., hvoraf der altså er realiseret 60-70% på nuværende tidspunkt. Som det fremgår af tabellen nederst, var situationen den anden i 2021, hvor vi fik 5 opjusteringer af resultat før skat.

Kursreguleringer - De negative kursreguleringer har været en udfordring for de fleste banker i 2022 i takt med, at stigende renter har sendt værdien af obligationsbeholdningerne ned samtidig med, at aktiemarkedet også har oplevet betydelige kursfald.

Skjern Bank har således haft negative kursreguleringer på DKK 43,5 mio. indtil videre i år på en obligations- og aktiebeholdning, der samlet lå på lidt over DKK 1 mia. ved udgangen af Q3 2022. Umiddelbart har vi ikke kendskab til handler ind og ud af porteføljen så de aktuelle tab vil formentlig i høj grad være urealiserede, og vil med tiden altså kunne delvist udlignes.

Kommende regnskab: FY 2022 - 9. februar 2023

Op- eller nedjusteringer af 2021 og 2022 forventninger (DKKm)

Bank/Sparekasse	Forventningsmål	Opjusteringer af 2021 forventninger	Initielle 2021 forventninger	Sidste 2021 forventninger	Faktisk 2021 resultat	Op-/nedjusteringer af 2022 forventninger	Initielle 2022 forventninger	Aktuelle 2022 forventninger
Skjern Bank	Resultat før skat	5	125-140	202	204,5	0* / 0	175-205	175-205

Note: * Skjern Bank har opjusteret 2 gange på Basisresultatet, men fastholdt på Resultat før skat

Kilde: Bankernes regnskaber og selskabsmeddelelser

De positive argumenter

Stærk lokalposition i Sydvestjylland med 6 filialer fra Skjern i nord over Ølgod, Varde, Esbjerg, Bramming og ned til Ribe i syd, samt en niche tilgang til hovedstadsområdet med filialer i Hellerup, Virum og Hørsholm, og en ny under etablering i Valby.

Målt på P/E baseret på de seneste 4 kvartalers indtjening handler Skjern Bank pt. på 6,3x, hvilket er blandt det laveste på bankerne i vores peer group, jf. tabellen på side 7. Målt på kurs/indre værdi handler Skjern Bank mere på niveau med sektorgennemsnittet, som dog stadig ligger under 1,0x.

Skjern Bank har de seneste par år returneret under 20% af årets overskud, da banken har prioriteret at opbygge et solidt fundament via primært egenkapital. For 2021 lød udbyttet på DKK 3 pr. aktie svarende til et udbytteafkast omkring 2,8%. Skjern Bank har dog som ambition, under hensyntagen til bankens kapitalmålsætning, at returnere 30-50% af overskuddet til aktionærene via aktietilbagekøb eller udbytte. Det kan på sigt give mulighed for et bedre udbytteafkast end det nuværende.

De negative argumenter

Vedtægterne for Skjern Bank indeholder stemmeretsbegrænsninger således, at ingen aktionær kan afgive stemmer for mere en 5% af aktiekapital. Det vil kraftig besværliggøre f.eks. en fjendtlig overtagelse. Det kan medføre, at aktien vil handle med en vis rabat til andre banker, hvor et eventuelt overtagelsestilbud kan komme i spil.

Modellen med at bibeholde et relativt stort filialnet er forholdsvis omkostningskrævende, og er mindre skalérbar end løsninger, hvor kunden kan håndtere selv mere komplekse bankforretninger via digitale løsninger eller call-centre. Det kan være en ulempe i perioder med lavkonjunktur, eller hvis konkurrencen spidser til. Specielt er strategien med ekspansion af filialnettet i Hovedstadsområdet formentlig relativt bekostelig.

Som beskrevet til venstre har kursreguleringer foreløbig været en negativ faktor i 2022, og kan måske betyde fortsatte tab i den resterende del af 2022. Indtil videre har Q4 2022 dog bragt faldende renter og stigende aktiekurser, så trenden kan være brudt, men usikkerheden vil ganske givet fortsat være høj på disse poster i de kommende kvartaler.

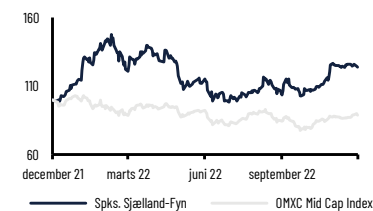
Marked: OMXC Mid Cap

Ticker: SPKSJF

Aktiekurs (DKK): 185,50

Markedsværdi (DKKm): 3.233

Aktieinformation



YTD: +12,4% 1 år: +24,5%
1 måned: -1,3% 3 år: +108,0%

Note: Graferne er rebased på index 100 d. 7/12-2021
Kilde: Refinitiv

Regnskabstal

(DKKm)	2020	2021	2022E*
Basisindtægter	1.147	1.214	N/A
Basisudgifter	795	759	N/A
Basisresultat	352	455	N/A
Resultat før skat	242	531	450-510
Årets resultat	229	444	N/A
Egenkapital	3.382	3.796	N/A
Udlån	11.951	12.067	N/A
Aktiver i alt	27.266	28.001	N/A

Note: * Bankens egen guidance
Kilde: Refinitiv og Sparekassen Sjælland-Fyn

Nøgletal

	2020	2021	Q3 2022
P/E (x)	5,1	4,9	8,9*
P/B (x)	0,8	0,7	0,91
ROE (%)	6,8%	11,7%	N/A
Udbytte / aktie (ord.)	0,0	6,0	N/A
Udbytteafkast (%)	0%	3,6%	N/A
Kapitalprocent	21,8%	23,3%	22,3%
Kernekapitalprocent	18,4%	19,7%	18,6%
CET 1 kapitalprocent	16,1%	17,5%	16,4%

Note: *Baseret på seneste 4 kvartaler og aktuel aktiekurs
Kilde: Refinitiv og Sparekassen Sjælland-Fyn

Selskabsbeskrivelse

Sparekassen Sjælland-Fyn er en mellemstor dansk sparekasse med en historie, der kan dateres næsten 200 år tilbage. Sparekassen tilbyder forskellige finansielle ydelser til privat- og erhvervs kunder, offentlige institutioner, kulturinstitutioner og fritidsforeninger i bankens markedsområde, som dækker Sjælland og Fyn.

Sparekassen Sjælland-Fyn har hovedkontor i Holbæk, i den vestlige del af Sjælland, og driver 35 filialer lokalt på Sjælland og Fyn. Samtidig opererer banken med 8 områdecetre, 2 erhvervscentre og 5 erhvervsafdelinger.

Investeringscase

Sparekassen Sjælland-Fyn er blandt de største banker og sparekasser i segmentet af mindre og mellemstore pengeinstitutter, jf. tabellen på side 2. Et stort filialnet sikrer en lokal og tæt tilstedeværelse henover Sjælland og Fyn, men samtidig giver sparekassens størrelse ganske givet også nogle stordriftsfordele.

Sparekassen Sjælland-Fyn præsenterede i april i år en ny 4-årig strategi frem imod 2025 med titlen "Mod nye mål" som afløser for "Nye veje"-strategien, der løb i perioden 2018-21. Den nye strategi tæller bl.a. følgende økonomiske målsætninger: 1) En omkostningsprocent under 50% (fra 63% ultimo 2021), 2) Gennemsnitlig egenkapitalforrentning > 10%, 3) Udbytteprocent på 25%, 4) Kapitalprocent > 20% og 5) Vækst på 4-8% årligt i samlede forretningsomfang.

Sparekassen Sjælland-Fyn har de seneste år været en aktiv part i en fortsat konsolidering i bank- og sparekassesektoren. Sparekassen Sjælland-Fyn ejer aktieposter i mindre pengeinstitutter såsom Nordfyns Bank (24,9% af aktierne), Lollands Bank (24,9%) og Møns Bank (9,9%) og er derfor positioneret til fremtidige overtagelser eller fusioner. Sparekassen Sjælland-Fyn har selv en række solide storaktionærer såsom Købstædernes Forsikring, AP Pension, Sydbank, Jyske Bank og senest er Nykredit kommet til. Samlet ejer disse fem omkring 33% af aktierne, ligesom fonden bag sparekassen ejer 5% aktier. Der bør således være et solidt rygstød til at kunne deltage i yderligere konsolidering i sektoren.

Kommende regnskab: FY 2022 – Ikke annonceret dato endnu

De positive argumenter

Det er forventningen, at et generelt højere renteniveau vil have positiv effekt på bankernes nettorentindtægter, hvilket også var tilfældet ved de netop afslåede regnskaber for Q3 2022.

"Mod nye mål"-strategien frem imod 2025 indeholder en række ambitiøse mål, og såfremt disse indfries, kan aktionærerne se frem til et attraktivt udbytte fremadrettet på niveau med de DKK 6 pr. aktie, der blev udbetalt for 2021. Ledelsen har med den tidligere "Nye veje"-strategi vist, at man kan levere på de økonomiske ambitioner, så der burde være stor tillid i markedet hertil.

Kortsigtet ser det ud til, at bankerne kan hente lidt af det tabte på kursreguleringer tilbage i Q4 2022. I hvert fald har kvartalet indtil videre budt på svagt faldende renter. Sparekassen Sjælland-Fyn havde ultimo Q3 2022 haft negative kursreguleringer på DKK 83,3 mio. for året.

De negative argumenter

Sparekassen Sjælland-Fyn er blandt de mest stigende aktier i vores peer group (jf. tabellen side 7) det seneste år med næsten +25% afkast, imens de øvrige gennemsnitligt har ligget fladt. Derfor handler aktien ikke længere med en rabat til de øvrige aktier, men er nu på niveau med medianen målt på P/E og handler en spids højere på K/I. Det betyder ikke, at aktien er uinteressant, men den åbenlyse rabat til peers er væk på det aktuelle niveau.

Imens de stigende renter som nævnt ovenfor bør give bankerne noget medvind i de kommende år, er der dog også en bagside af denne medalje. Renterne er netop kommet op for at bekæmpe den galoperende inflation, og få økonomierne ned i gear. Det kan også ramme nogle af bankernes kunder indenfor både privat og erhverv, når eller hvis vi løber ind i en økonomisk afmatning, hvilket så vil øge tab og hensættelser. Samtidig kan det sænke aktivitetsniveauet på boligmarkedet, der har været en vigtig faktor for mange banker i de seneste år.

Flere og flere bankforretninger håndteres digitalt af kunden, og de store banker har en klar strategi om at være førende her, og med et begrænset filialnet. Sparekassen Sjælland-Fyn har omvendt et relativt stort filialnet, hvilket er omkostningskrævende. Det kan bl.a. udfordre målsætningen om en omkostningsprocent under 50%, og giver samtidig mindre fleksibilitet i nedgangstider.

Op- eller nedjusteringer for 2021 og 2022 forventninger (DKKm)

Bank/Sparekasse	Forventningsmål	Opjusteringer af 2021 forventninger	Initielle 2021 forventninger	Sidste 2021 forventninger	Faktisk 2021 resultat	Op- og nedjusteringer af 2022 forventninger	Initielle 2022 forventninger	Aktuelle 2022 forventninger
Sparekassen Sjælland-Fyn	Resultat før skat	4*	300-340	530	531	2** / 0	385-510	450-510

Note: * Indbefatter 3 opjusteringer og 1 indsnævring af intervallet. ** Indbefatter 1 opjustering og 1 indsnævring af intervallet

Kilde: Bankernes regnskaber og selskabsmeddelelser

Vestjysk Bank

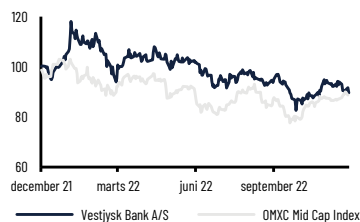
Marked: OMXC Mid Cap

Ticker: VJBA

Aktiekurs (DKK): 3,13

Markedsværdi (DKKm): 3.879

Aktieinformation



YTD: -8,4% 1 år: -7,5%
1 måned: -2,9% 3 år: -4,9%

Note: Graferne er rebased på index 100 d. 7/12-2021
Kilde: Refinitiv

Regnskabstal

(DKKm)	2020	2021	2022E*
Basisindtægter	887	2.015	N/A
Basisudgifter	530	1.101	N/A
Basisresultat	357	914	N/A
Resultat før skat	328	954	500-600
Årets resultat	303	1.080	N/A
Egenkapital	3.245	5.396	N/A
Udlån	9.332	16.778	N/A
Aktiver i alt	23.105	43.310	N/A

Note: * Bankens egen guidance
Kilde: Refinitiv og Vestjysk Bank

Nøgletal

	2020	2021	Q3 2022
P/E (x)	8,6	4,0	8,6*
P/B (x)	0,76	0,78	0,72
ROE (%)	10,6	18,7	N/A
Udbytte / aktie (ord.)	0	0	N/A
Udbytteafkast (%)	0	0	N/A
Kapitalprocent	24,7%	22,2%	20,8%
Kernekapitalprocent	22,1%	19,7%	18,2%
CET 1 kapitalprocent	20,9%	18,4%	16,9%

Note: *Baseret på seneste 4 kvartaler og aktuel kurs
Kilde: Refinitiv og Vestjysk Bank

Selskabsbeskrivelse

Vestjysk Bank er blandt de 10 største banker i Danmark. Banken har hovedsæde i Herning, beskæftiger 630 medarbejdere og kan dateres tilbage til 1874 under navnet Lemvig Bank. I dag er Vestjysk Bank summen af en række fusioner – senest i 2021 med Den Jyske Sparekasse.

Vestjysk Bank har 26 filialer i Øst-, Midt- og Vestjylland og tilbyder en bred vifte af finansielle ydelser, herunder opsparing, finansiering og kapitalforvaltning, samt pension til både privat- og erhvervs-kunder.

Vestjysk Bank har ca. 51.000 navnenoterede aktionærer med Arbejdernes Landsbank som den største med en ejerandel på 72,7% af de udestående aktier.

Større hovedaktionær

Arbejdernes Landsbank (AL) overtog i maj 2021 Nykredits og AP Pensions aktier i Vestjysk Bank, hvilket bragte AL's samlede ejerandel op på 61% fra tidligere 32%. I den forbindelse fremsatte AL et pligtmæssigt tilbud på de resterende aktier i Vestjysk Bank på DKK 3,45 pr. aktie, hvorved ejerandelen i juli 2021 kom op på de nuværende 72,7%. Ved den lejlighed fremhævede AL også, at Vestjysk Bank vil fortsætte som et selvstændigt pengeinstitut med eget brand og egne filialer.

Seneste nyt

Regnskabet for Q1-Q3 2022 – Regnskabet fra Vestjysk Bank for 1. til 3. kvartal 2022 var, som vi har set det fra de fleste banker, karakteriseret ved relativt høje og negative kursreguleringer på DKK 202 mio. Det var dog velkendt, da banken i slutningen af september havde nedjusteret sine forventninger til 2022 netop med henvisning til forholdsvis store tab på bankens obligations- og aktiebeholdning.

Korrigeret for disse kursreguleringer ser vi dog en fin udvikling i tallene i Q3 2022. Basisresultatet er op med ca. 28% drevet af øgede gebyrindtægter og marginalt faldende omkostninger. Modsat hvad vi har set hos en række andre banker er netto renteindtægter kun steget med 3,5% i kvartalet sammenholdt med året før.

Kommende regnskab: FY 2022 – 9. februar 2023

Op- eller nedjusteringer af 2021 og 2022 forventninger (DKKm)

Bank/Sparekasse	Forventningsmål	Opjusteringer af 2021 forventninger	Initielle 2021 forventninger	Sidste 2021 forventninger	Faktisk 2021 resultat	Op-/nedjusteringer af 2022 forventninger	Initielle 2022 forventninger	Aktuelle 2022 forventninger
Vestjysk Bank	Resultat efter (2021) og før (2022) skat*	3	500-550	725	725	0/1	600-650	500-600

Note: * Vestjysk Bank guidede i 2021 på Resultat efter skat og i 2022 på Resultat før skat.

Kilde: Bankernes regnskaber og selskabsmeddelelser

De positive argumenter

Vestjysk Bank har i en længere årrække ikke udbetalt udbytte, ligesom banken senest har været pålagt en 12 måneders lock-up efter AL's overtagelse af aktiemajoriteten. Men for 2022 er der udsigt til udbytte idet banken, som en af sine finansielle målsætninger, ønsker at udbetale 25-50% af årets resultat efter skat. Med de aktuelle konsensusforventninger giver det et potentielt udbytte på DKK 0,11-0,22 pr. aktie, svarende til en yield på 3,5%-7,0% ved det aktuelle kursniveau.

Det synes ikke umiddelbart afspejlet i værdiansættelsen på Vestjysk Bank, der aktuelt handler på K/I og P/E på henholdsvis 0,72x og 8,6x. Det er under sektoren på K/I, men på niveau målt på P/E. I forhold til aktiekursen vil det tidligere bud fra AL formentlig også sætte et naturligt pejlemærke – alt andet lige.

Med AL i ryggen, og en langt mere solid udlånsbog, er der lille sandsynlighed for, at Vestjysk Bank løber ind i de problemer, der karakteriserede årene efter Finanskrisen. Fokus kan altså i dag være på udvikling af banken frem for overlevelse som karakteriserede situationen for år tilbage.

De negative argumenter

På trods af, at eksponeringen er kommet ned de seneste år, har Vestjysk Bank fortsat omkring 11% af sin lånebog indenfor "Landbrug, jagt og skovbrug", og samtidig kan næsten 40% af de akkumulerede nedskrivninger relateres til denne sektor. Specielt griseproducenterne synes at være udfordret i disse år.

Vestjysk Bank har sænket sine omkostninger de seneste år, og har opnået en del synergigevinster efter fusionen med Den Jyske Sparekasse. Banken har i perioden Q1-Q3 2022 haft en omkostningsprocent på 73,0%, der korrigeret for kursreguleringer dog lå noget lavere på 60,6% imod 64,3% i samme periode i 2021. Så tallet er kommet ned, men fortsat relativt højt. Det kan være en udfordring på vej ind i en økonomisk afmatning, men kan naturligvis også indeholde et potentiale, hvis banken kan komme ned på de 50%, der er målsætningen for nogle peers.

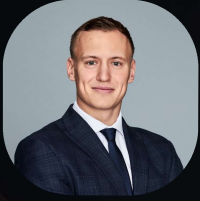
Med AL som hovedaktionær med en betydelig og bestemmende ejerandel er et scenario med en markant overtagelsespræmie relativt usandsynligt. Samtidig er det usikkert, om Arbejdernes Landsbank kommer til at øge sit bud, og gennemføre en fuld overtagelse af frygt for at miste de kunder, der ønsker en lokal funderet bank.

- ¹OECD Economic Outlook – Volume 2022 , Issue 2 - 22 November 2022: <https://doi.org/10.1787/f6da2159-en>
- ²Erhvervs- og Vækstministeriet – “DEN FINANSIELLE KRISE I DANMARK – årsager, konsekvenser og læring” – Ofte refereret til som Rangvid-udvalgets rapport: <https://em.dk/publikationer/2013/den-finansielle-krise-i-danmark-aarsager-konsekvenser-og-laering/>
- ³Nationalbankens Statistikbank – Bank og Realkredit – Udlån fra banker (DNPUD): <https://nationalbanken.statistikbank.dk/statbank5a/default.asp?w=1843>
- ⁴Finanstilsynets Nøgletalsdatabase: <https://www.finanstilsynet.dk/Tal-og-Fakta/Statistik/Noegletal>
- ⁵Refinitiv database: <https://www.refinitiv.com>
- ⁶Finanstilsynet - Pengeinstitutternes størrelsesgruppering: <https://www.finanstilsynet.dk/Tal-og-Fakta/Statistik/Statistik-om-sektoren/Pengeinstitutternes-stoerrelsesgruppering>
- ⁷Nationalbanken – Finansiell Stabilitet – “Turbulente tider kræver fokus på risikostyring”, Analyse - December 2022 - nr. 14: <https://www.nationalbanken.dk/da/publikationer/Sider/2022/12/Finansiell-stabilitet---Turbulente-tider-kraever-fokus-p%C3%A5-risikostyring.aspx>
- ⁸Finans Danmark – “Stærke danske banker står klar med hjælp”, Analyse – 5. december 2022: <https://finansdanmark.dk/nyheder/2022/staerke-danske-banker-staar-klar-med-hjaelp/>

Kontakt og disclaimer



Rasmus Køjborg, CFA
Head of Research, Stables
+45 61 20 30 78
rasmus@hcandersencapital.dk



Philip Coombes
Equity Research Analyst
+44 75 32 24 75 26
philip@hcandersencapital.dk

Disclaimer: HC Andersen Capital modtager betaling fra BankNordik, Djurslands Bank, Skjern Bank, Sparekassen Sjælland-Fyn og Vestjysk Bank for en Digital IR/Corporate Visibility abonnementsaftale. Rasmus Køjborg og Philip Coombes har ingen aktier i BankNordik, Djurslands Bank, Skjern Bank, Sparekassen Sjælland-Fyn og Vestjysk Bank. Materialet er udelukkende til informationsformål. Dette er ikke en opfordring til at købe, ikke at købe, sælge eller ikke at sælge. Rapporten må ikke distribueres i noget land, hvor distribution ifølge gældende love er forbudt. HC Andersen Capital tager ikke ansvar for korrektheden af indholdet i dette materiale, men har i udarbejdelsen af rapporten vurderet at de anvendte kilder er pålidelige.