



# Pensum Sparebank+

---

Lave renter, høyt aksjemarked – utsikter for  
sparebankene

*14. Oktober 2021*

# Norske sparebanker har vært en god sektor å være i

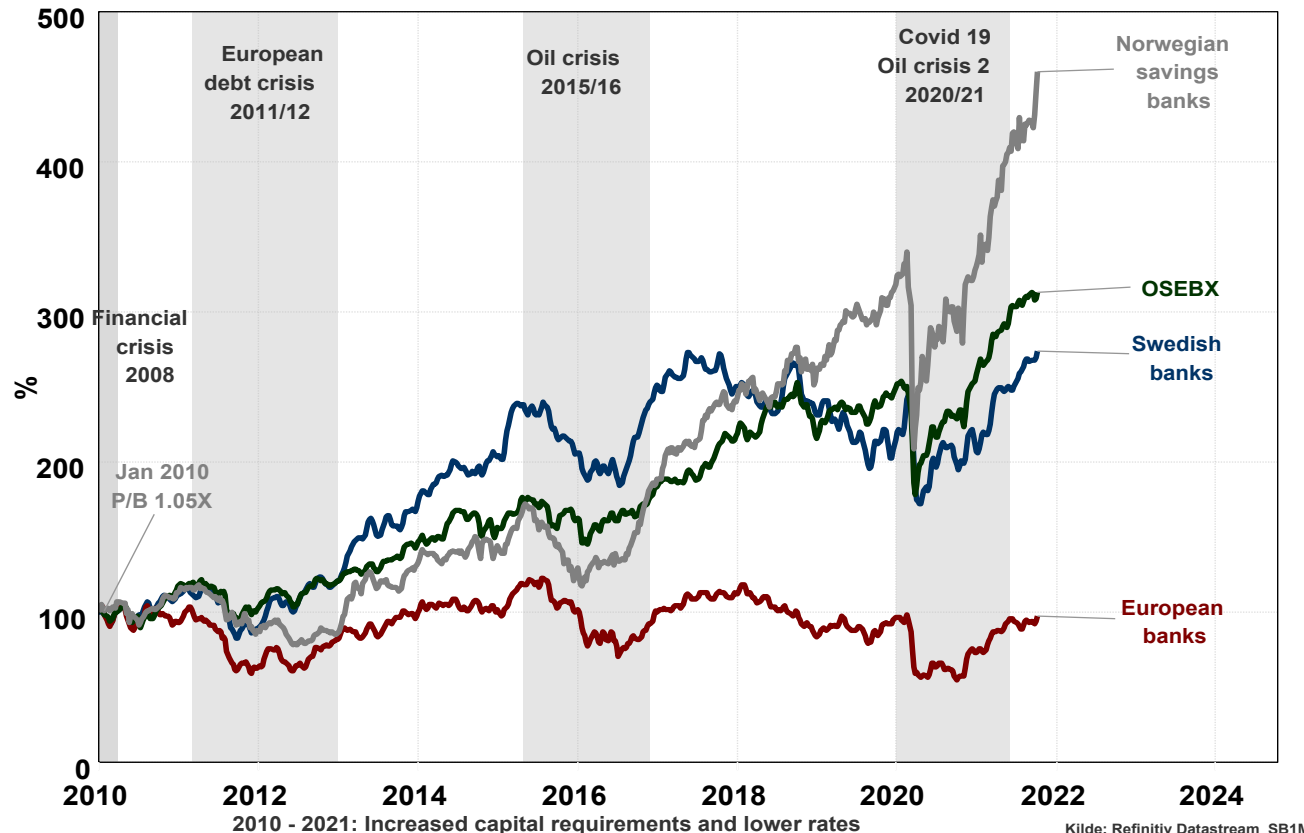
*Høy avkastning på børs skyldes høy egenkapitalavkastning*

**Suksess i norske sparebanker siste ti-årene:**

- Høy og stigende kostnadseffektivitet.
- Høy grad av digitalisering
- Økt markedsandel
- God corporate governance
- Godt kapitaliserte
- Sterk norsk økonomi med god kredittvekst, moderate tap samt stigende boligpriser

## Total return - Selected banks last 10 years\*

\*100 = 31.12.09. Dividend adjusted



*Norske sparebanker, fra 31.12.09:*

**Børsavkastning: 13,8 % pa**

**ROE: 12,0 %pa**

# Introduksjon

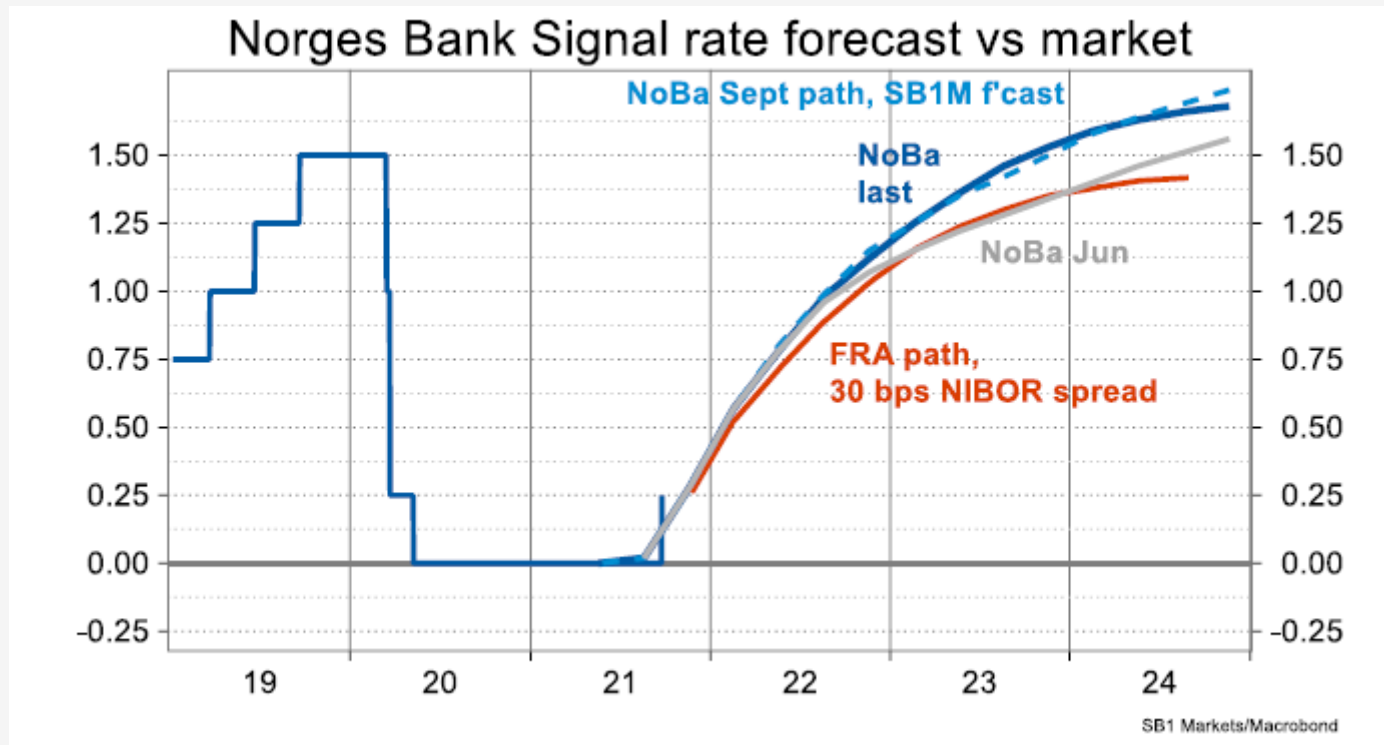
## Noen sentrale begreper

- ROE: "Return On Equity", er avkastning på bokført egenkapital, viser selskapets årlige inntjening
- P/B: "Price/Book", er aksjekurs/bokført egenkapital

# Hva bestemmer bankenes inntjening ?

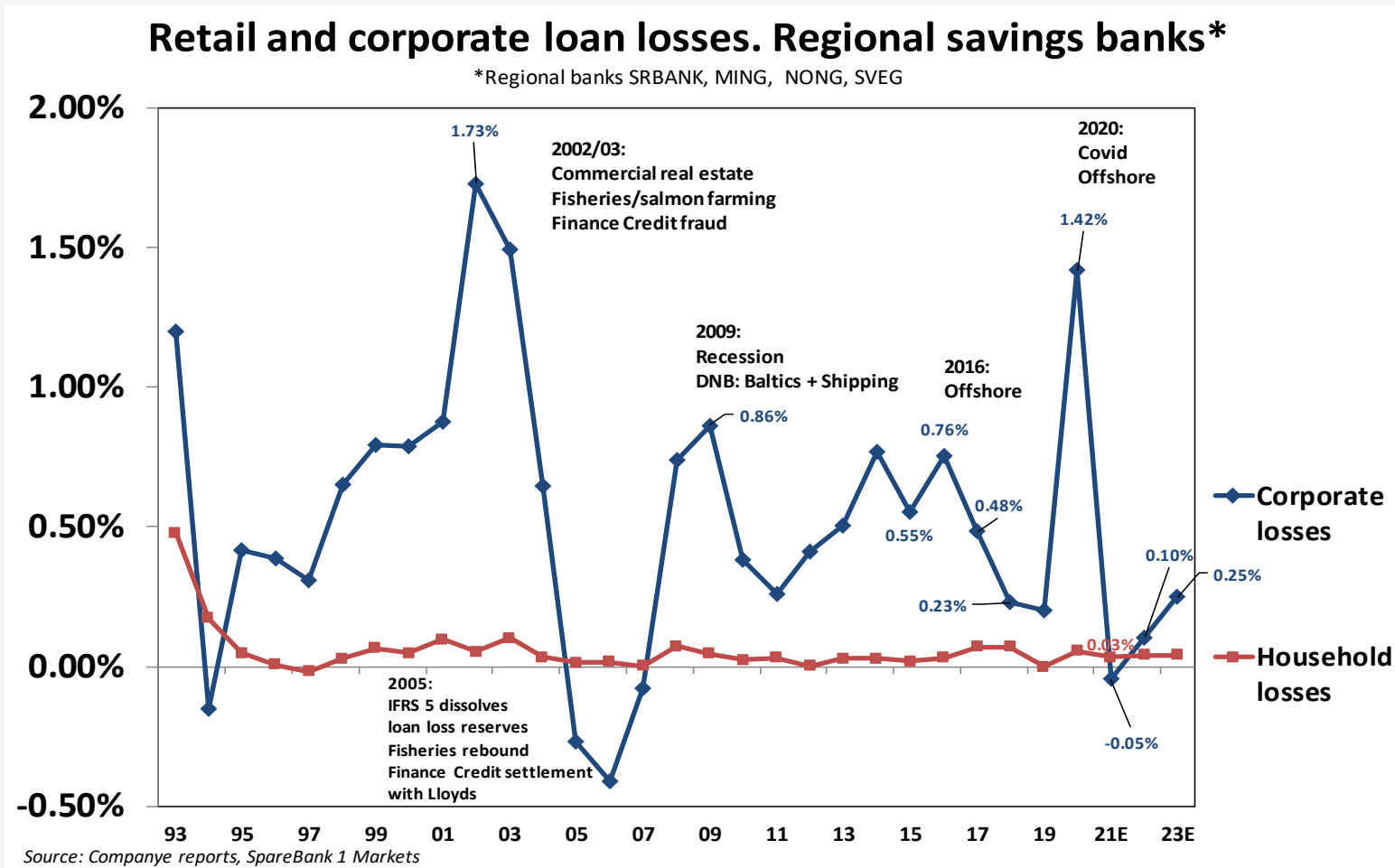
- *Faktorer som bestemmer bankenes egenkapitalavkastning ( "ROE"):*
  1. Rentenivå
  2. Tapsnivå
  3. Kapitaldekning ("gearing")
  4. Kostnadsnivå
  5. Rentemarginer
  
- *Utsikter for disse faktorene = ?*

(1) Rentenivået vil øke, dog fremdeles relativt lave renter



## (2) Tap: Begrenset risiko for sparebankene

**MERK: Lave tap mot husholdningene – som utgjør mer enn 70 % av sparebankenes utlån**



2020:

Sterk økning i tap på bedriftslån (ca. 1,4 % av slike lån)

*Likevel: Samlede tap begrenset pga. lave tap på boliglån som utgjør over 70 % av samlede utlån.*

(NB! "Tap" = primært avsetning for tap, ikke realiserte tap)

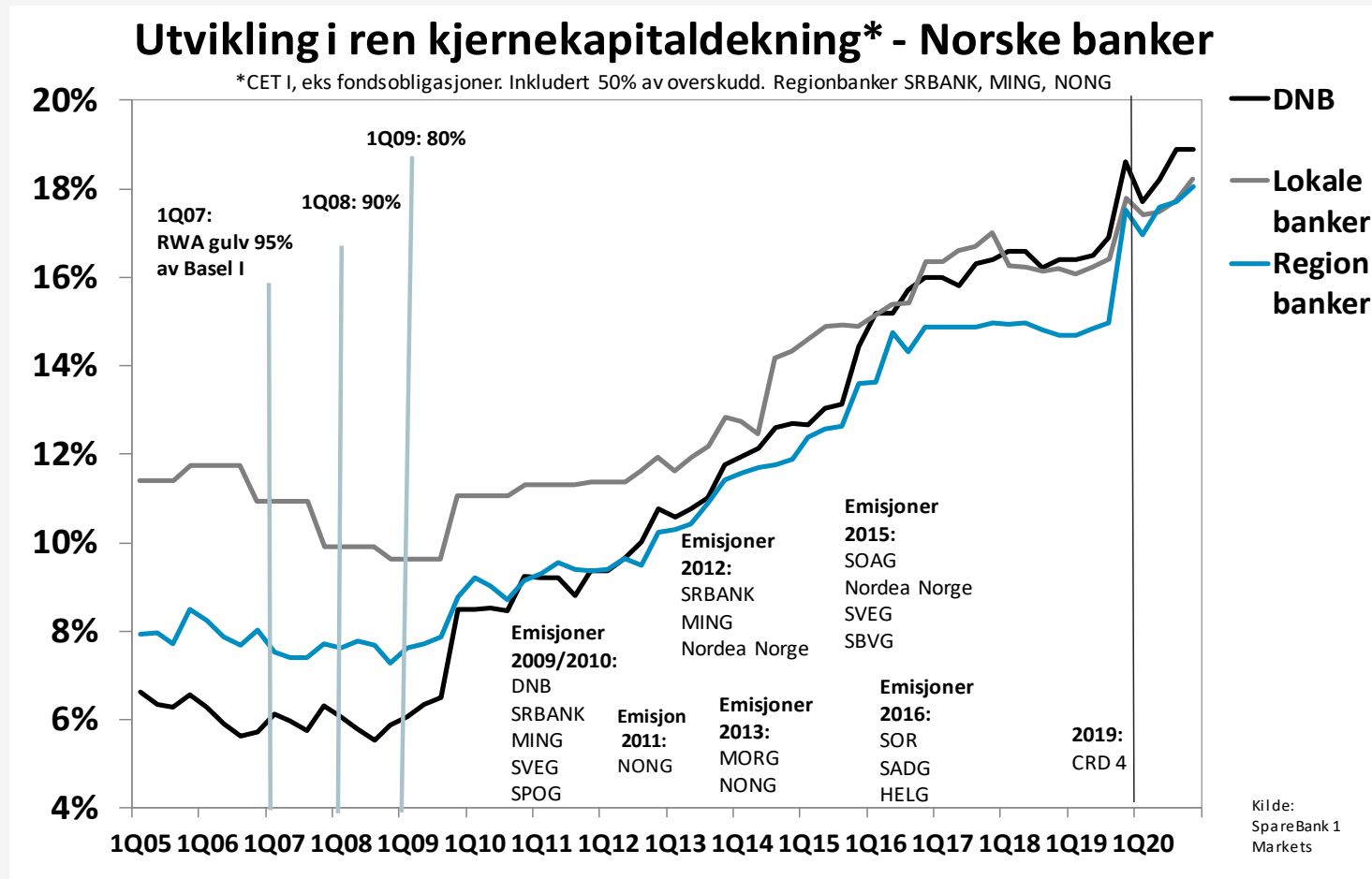
2021:

*Tilbakeføring gir lavere tap enn normalt.*

*Utsikter:*

*Vi tror ikke på "krakk" i boligmarkedet, dermed fortsatt lave tap for sparebankene.*

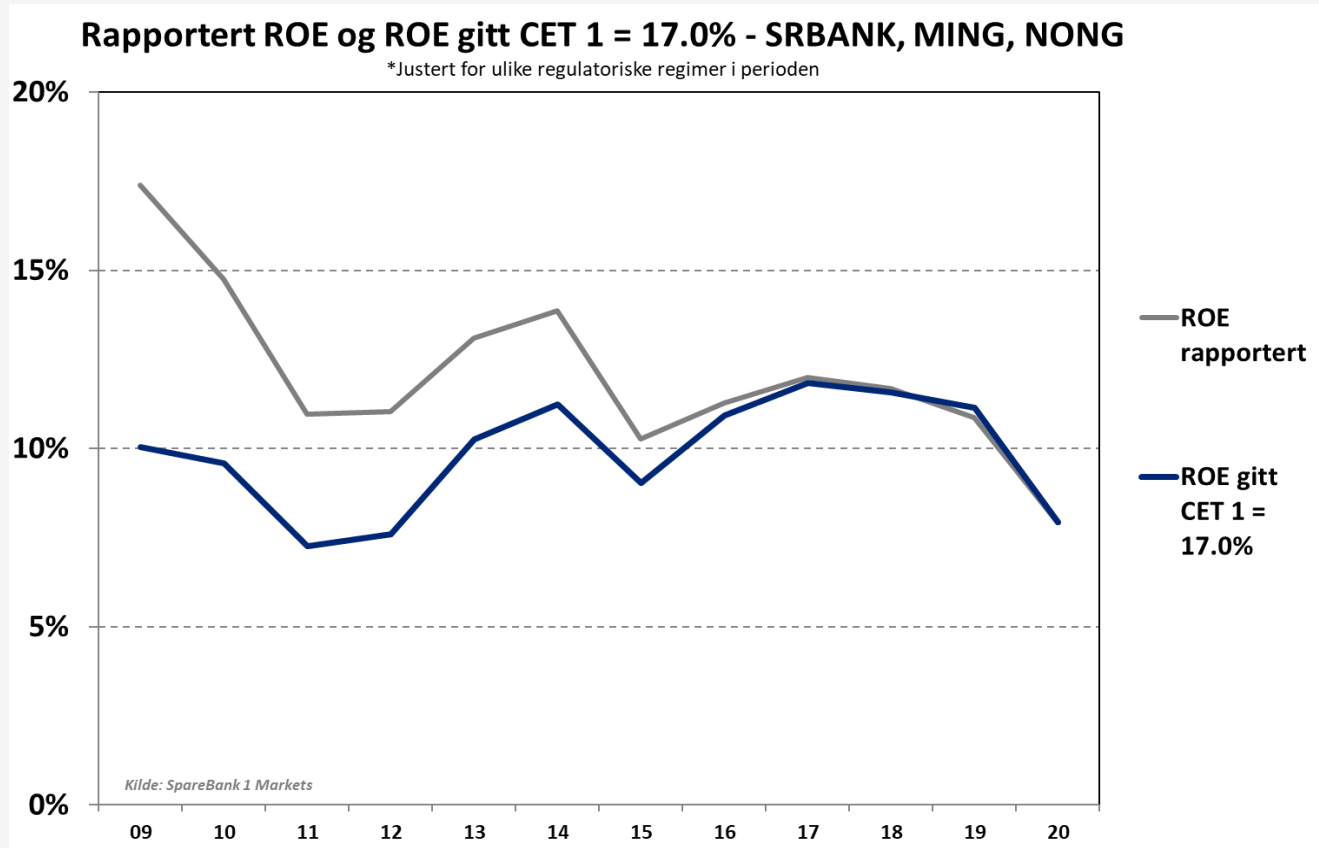
# (3) Kapitaldekning: Bankene er i dag betydelig bedre kapitalisert enn tidligere



Bankene er godt kapitaliserte, også i forhold til fremtidige kapitalkrav.

# (3) Historisk egenkapitalavkastning justert for høyere soliditet

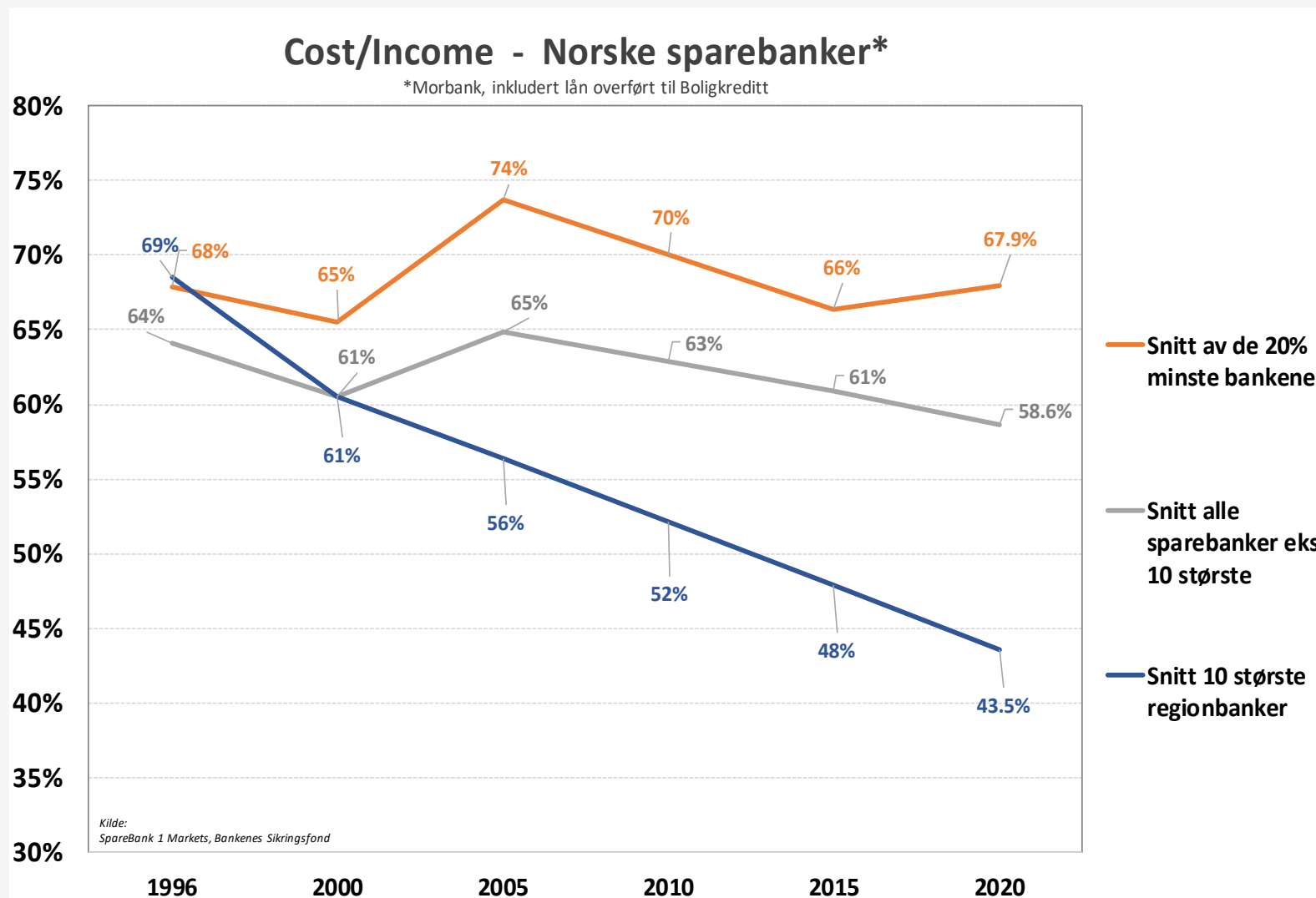
*Bankene viser stor tilpasningsdyktighet*



Justert for økte kapitaldekning har ROE *økt* de senere årene - til tross for et fallende rentenivå !  
 Forklares primært av kostnadskutt



# (4) Kostnadsnivå – historisk utvikling

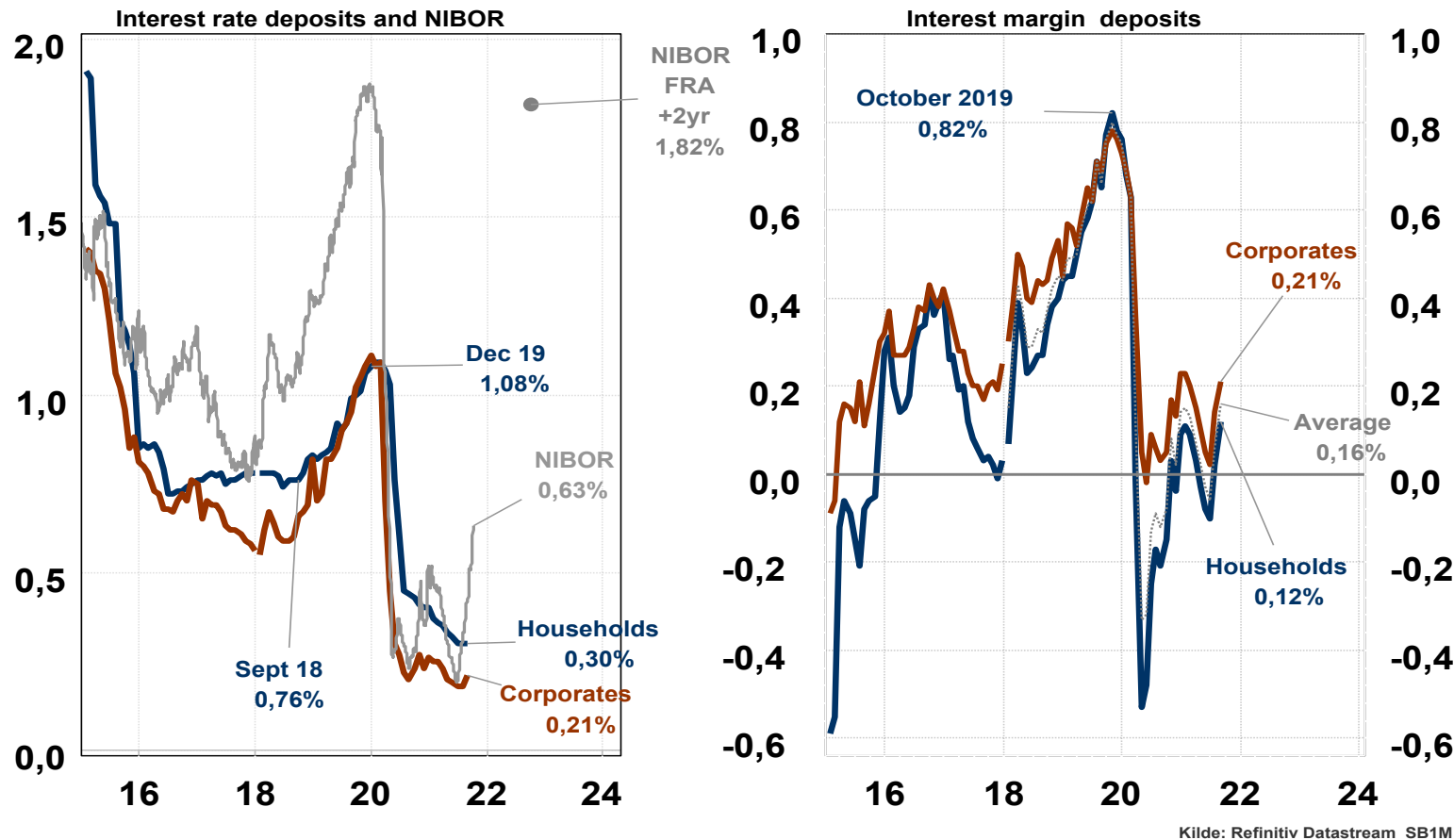


Betydelige kostnadsforbedringer i de større sparebankene. Store kostnadsforskjeller mellom bankene blir en driver for strukturendringer

# (5) Rentemarginer

## Norway - Interest rate and margin on deposits\*

\*Based on 70% of Norwegian deposits. Margin = 3m NIBOR - deposit rate



Vi forventer kraftig bedring av bankenes innskuddsmargin - som følge av høyere renter, ref 2019. Utlånsmarginen vil være under press. Vi forventer likevel at rentemarginen i sum skal opp ved høyere renter.

# Hva bestemmer bankenes inntjening ? - utsikter

- *Faktorer som bestemmer bankenes egenkapitalavkastning ("ROE"):*
  - **Utsikter:**
    1. Rentenivå Lavt, men høyere enn i dag
    2. Tapsnivå Lavt for sparebankene
    3. Kapitaldekning ("gearing") Ingen større endringer
    4. Kostnadsnivå Ytterligere reduksjon
    5. Rentemarginer I sum økende som følge av økt rentenivå

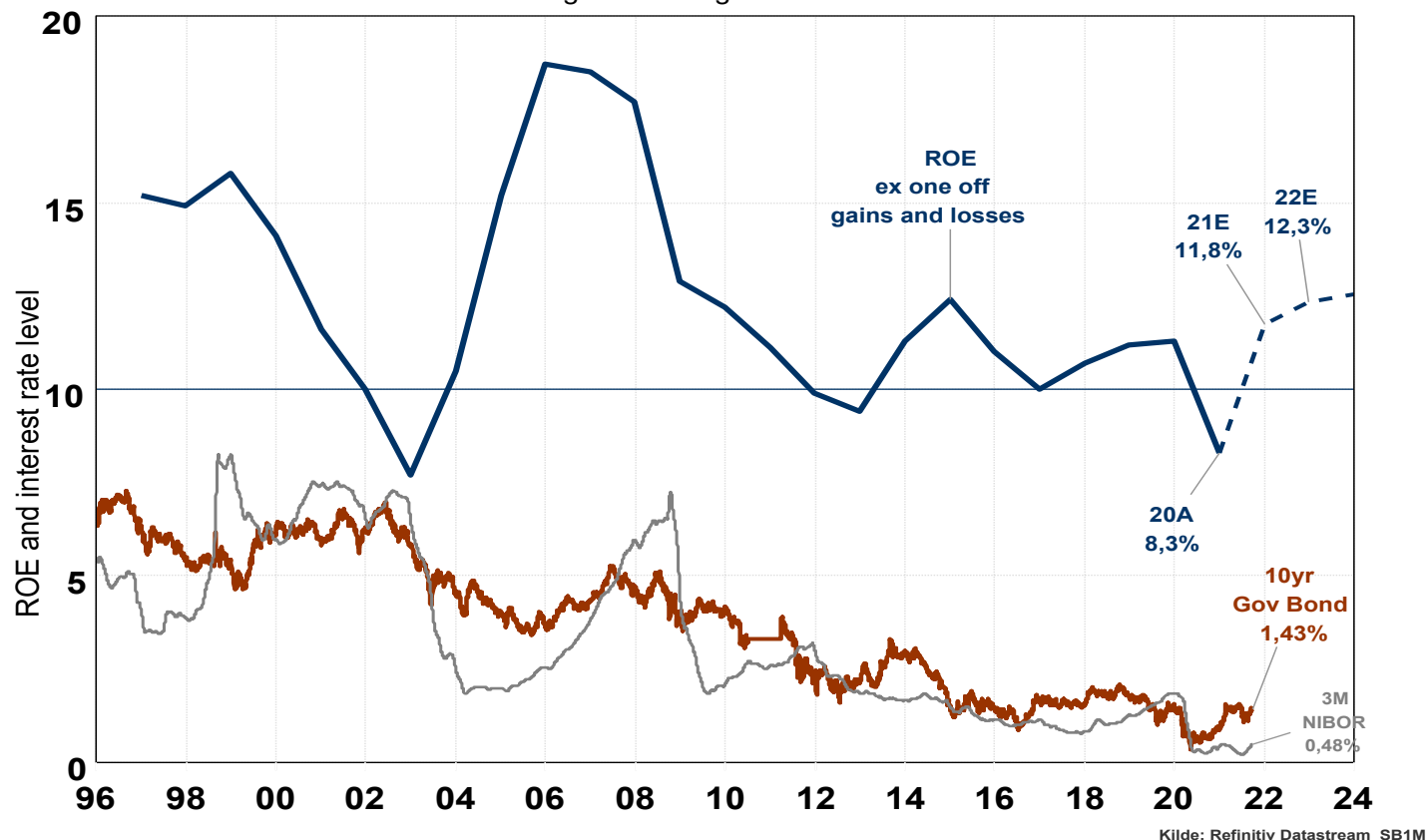
*Strukturelle endringer: Ytterligere konsolidering av mellomstore og mindre sparebanker*

*I sum: Sparebankenes ROE-målsetninger, 11-12 %, virker oppnåelige*

# Meravkastningen i sparebankene målt mot rentenivået har blitt betydelig

## ROE ex one offs (gains/losses) and interest rate\*

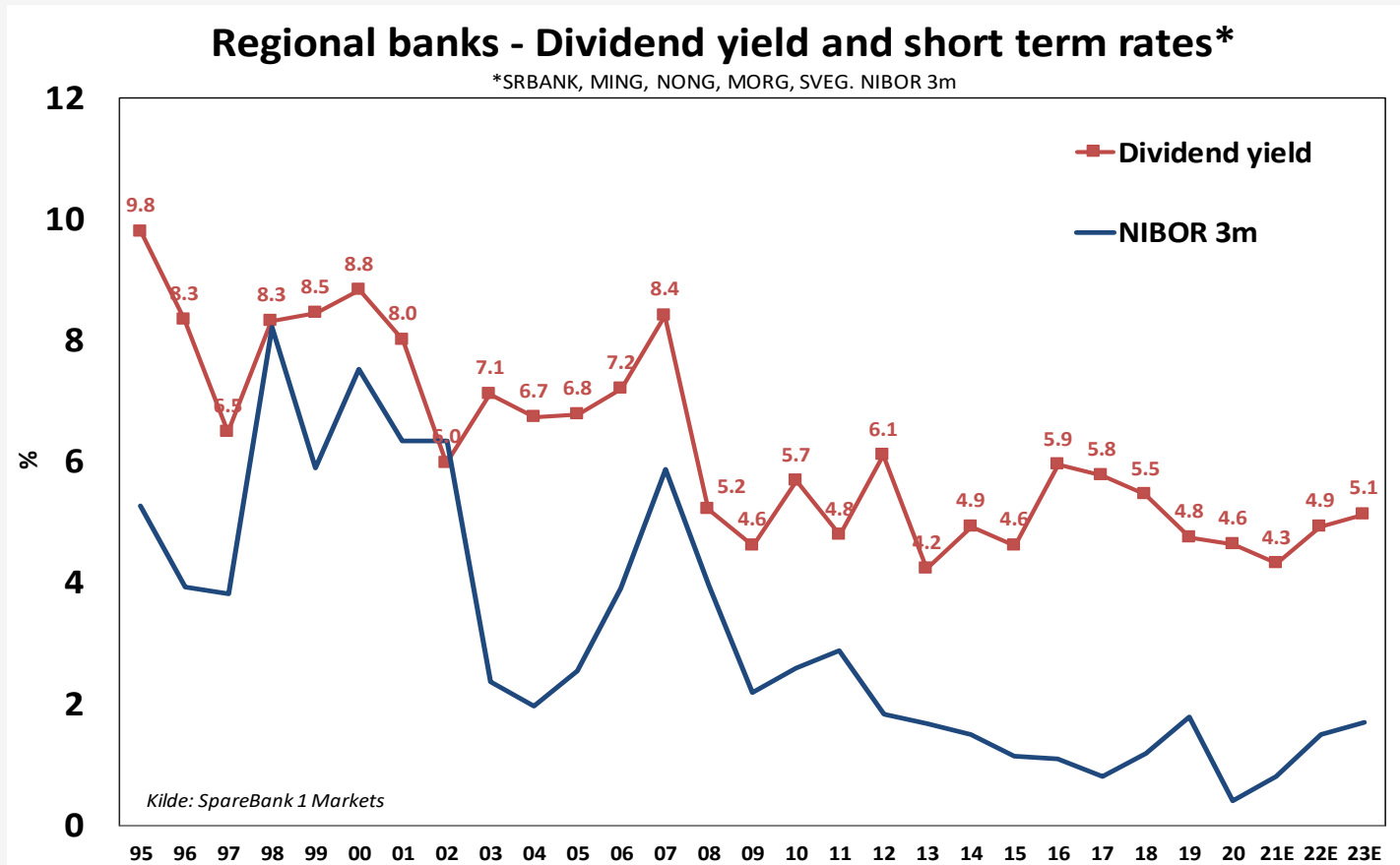
\*Regional savings banks



Effektivitetsforbedringer forklarer hvorfor *ROE opprettholdes* til tross for *lavere rentenivå* og *høyere egenkapitalandel*

Merk:  
Selv i "kriseåret 2020" oppnådde sparebankene over 8 % ROE !

# Meravkastningen fra utbytte i sparebankene målt mot rentenivået har blitt betydelig



Større meravkastning taler for en *høyere prising* av sparebankene

# Norske sparebanker: Gode argumenter for et lavere avkastningskrav og dermed høyere P/B forhold enn historisk

## Lavere avkastningskrav fordi:

- Langsiktig renteniv å lavere enn tidligere
- Norske banker har høyere soliditet enn tidligere
- Risikopremiene i finansmarkedene er på et lavt nivå

**=> Høyere P/B (og P/E) om ROE opprettholdes**

*Illustrasjon:*

Tidligere:

Normalisert ROE: 12%, avkastningskrav 10 % => P/B = 1,2. P/E =10

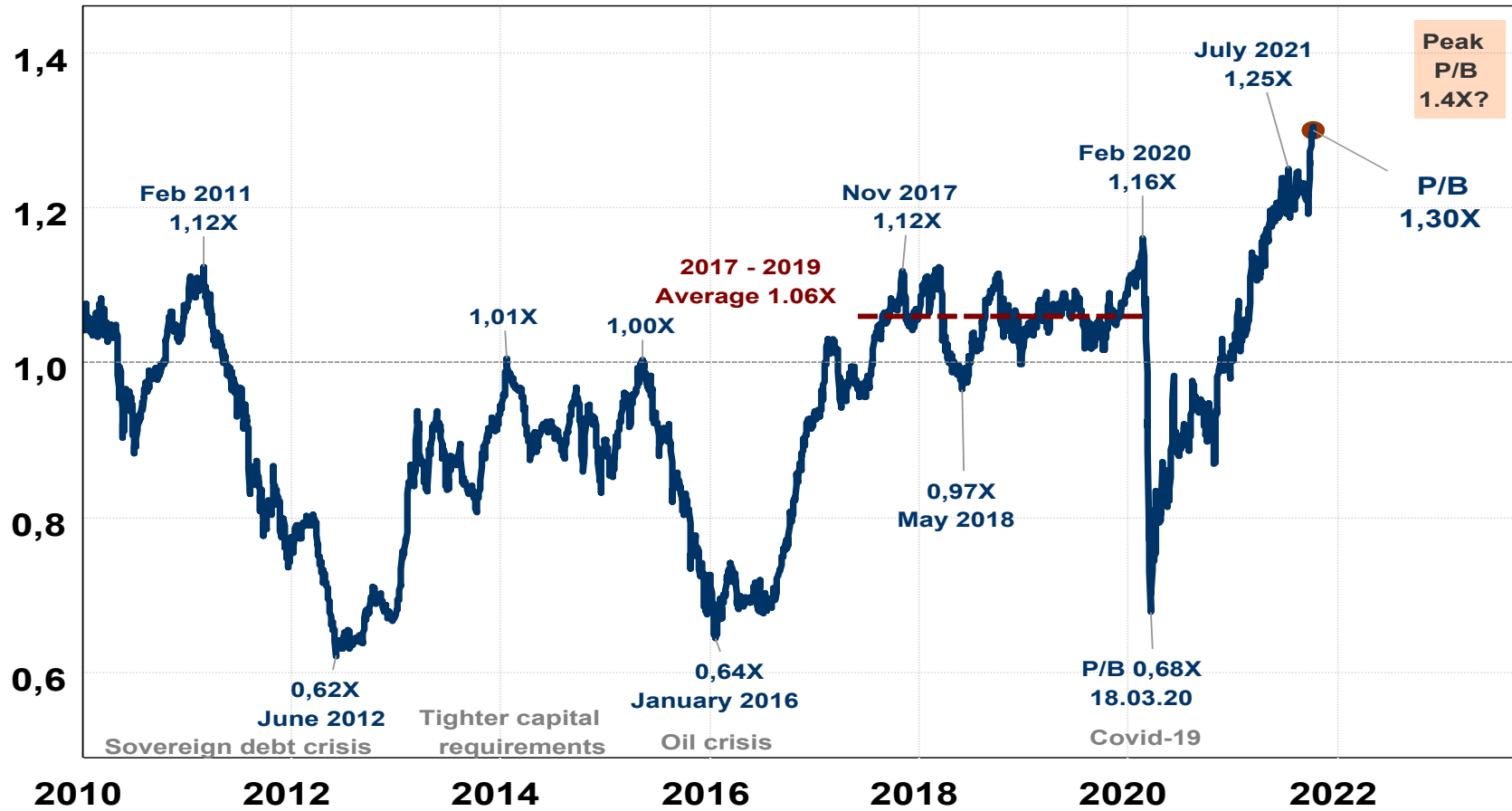
Nå (potensielt):

Normalisert ROE 12 %, avkastningskrav 8 % => P/B = 1,5. P/E =12,5

# Pris/bok utvikling norske sparebanker

## Price/Book - Norwegian Regional banks\*\*

\*Regional banks SRBANK, MING, NONG, MORG, SVEG.

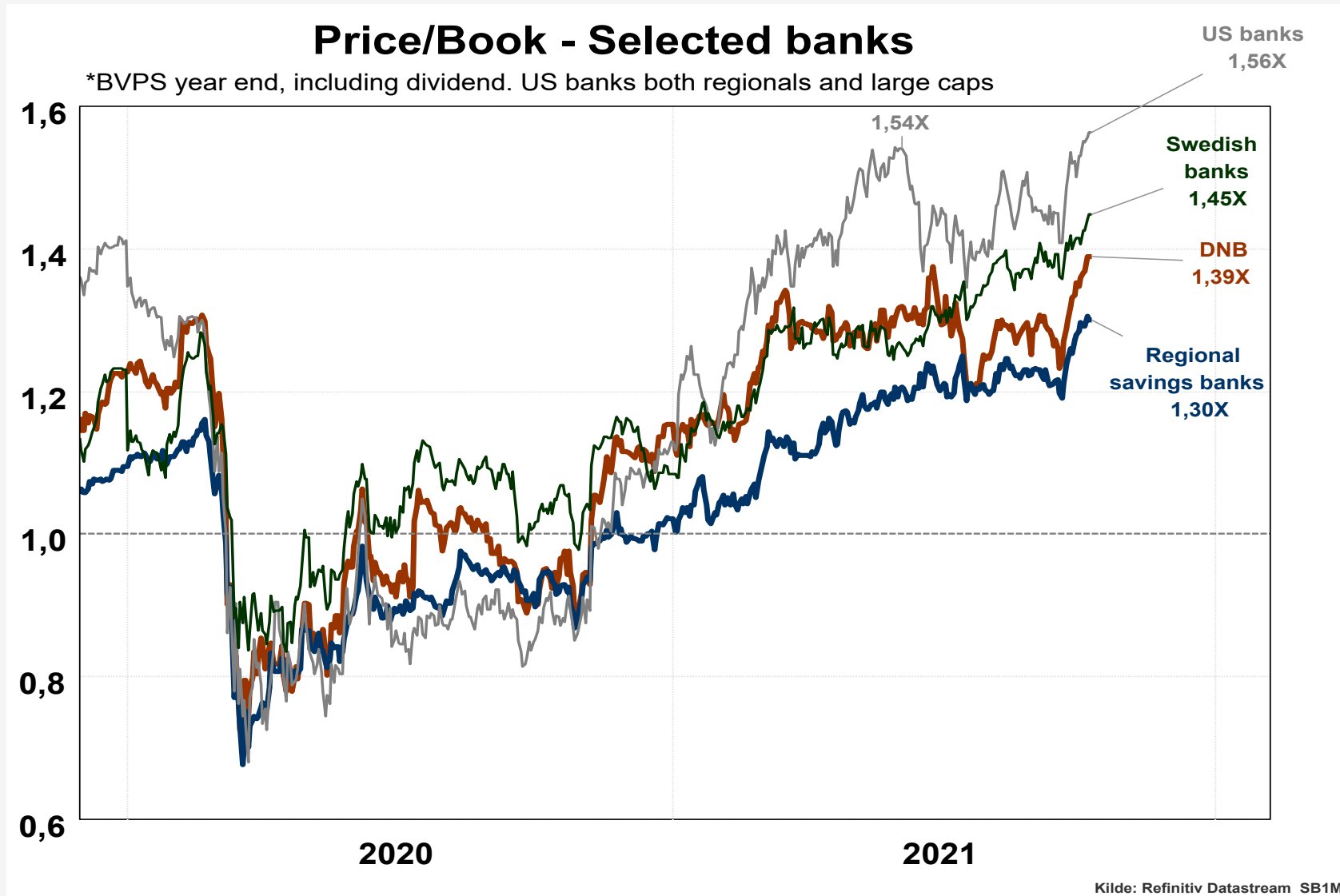


Kilde: Refinitiv Datastream SB1M

P/B forholdet er høyere enn vanlig. Utsikter: Mer symmetrisk utfallsrom, men gode argumenter for høyere nivåer.

Husk: Bankens egenkapitalbevis vil stige også ved flat utvikling i P/B (forutsatt at banken går med overskudd)

# Pris/bok forhold fra 1.1.2020 i enkelte land



Relativt lik utvikling.  
Norske sparebanker  
fremstår ikke dyre, særlig  
hensyntatt  
soliditet og risiko.



# Sparebanker – videre utvikling

## Utgangspunkt:

- P/B nivået i dag, ca. 1,3, er høyere enn vanlig. Dette kan likevel forklares av høy inntjening i forhold til lavt rentenivå og økt soliditet i sparebankene
- P/E nivået i dag er lavt, noe over 10 basert på forventet inntjening i 2022
- Norske banker er ikke høyt priset sammenliknet med banker internasjonalt

## Utsikter:

- Gode utsikter for sparebankenes løpende inntjening. Over tid er dette bestemmende for investors avkastning.
- Potensiale for høyere P/E og P/B nivåer

## Risiko:

- Kraftig fall i eiendomsmarkedet i Norge
- Generelt fall i aksjemarkedet globalt - med økte risikopremier også for norske verdiaksjer

## Vårt "base case":

- Stabilt P/B nivå, kursutvikling på linje med løpende inntjening, ca. 12 % pa.

# Forvaltningsmandat og resultater



- Investeringsunivers:
  - Børsnoterte egenkapital-instrumenter (egenkapitalbevis og aksjer) i: Norske sparebanker og aksjesparebanker, dessuten tradisjonelle\* norske banker.
  - I tillegg: Bankinnskudd
- Porteføljekrav:
  - Maksimalt 20 % av porteføljen i ett selskap\*\*
  - Minimum 6 selskap i porteføljen
  - Maksimalt 15 % av porteføljen som bankinnskudd
- Referanseindeks:
  - Oslo Børs Egenkapitalindeks

\*: DNB og Sbanken

\*\* : Dog inntil 25 % i SpareBank 1 SMN

## Utvikling av Pensum Sparebank+ siden oppstart:

*Avkastning 23.3.2020 – 11.10.2021:*

Oslo Børs (OSEBX):	84 %
Referanseindeks:	107 %
Pensum Sparebank+:	116 %

# Ansvarsfraskrivelse



Historisk avkastning er ingen garanti for fremtidig avkastning. Fremtidig avkastning vil blant annet avhenge av markedsutviklingen, forvalternes dyktighet, fondenes risiko samt kostnader ved forvaltning. Avkastningen kan bli negativ som følge av kurstap. Pensum Asset Management anser at informasjonen i denne presentasjonen kommer fra kilder som er pålitelige, men kan likevel ikke garantere at informasjonen til enhver tid er fullstendig, korrekt eller tilgjengelig. Pensum Asset Management fraskriver seg således ethvert ansvar for feil og mangler.

Informasjonen i denne presentasjonen er ikke ment som en kjøps- eller salgsanbefaling, og Pensum Asset Management fraskriver seg dermed ethvert ansvar for eventuelle tap fra handler utført som følge av denne presentasjonen.