

## Konklusionen af denne analyse:

- Den Jyske Sparekasse blev børsnoteret 22-11 efter ombytning af eksisterende garantkapital til aktier pr. 25-06. Der var dog i sommer blevet udstedt 2,67 mio. nye aktier i en rettet emission mod tre finansielle investorer (200 mio. kr. i provenu; kurs 75). Finansiell Stabilitet er desuden en stor aktionær med 12,5 % i andel baseret på ombytning af garantkapital. Fem fonde fra de oprindelige sparekasser ejer tilsammen 12,8 %. Kunder besidder ca. 47 % af aktierne fra ombytningen af garantkapital efter omdannelsen til A/S i juni måned. En Sparekassereserve på 696 mio. kr. indgår i egenkapitalen og er underlagt særlige regler og beskyttelse.
- Sparekassens udvikling og indtjening: Konsolidering præger forretningen, og den vigtigste opgave er fortsat håndtering af kreditrisici med landbrugskunder i centrum. Neddrøstringen i udlån til denne sektor forventes først afsluttet i 2022. I lighed med andre pengeinstitutter har der været stagnation i udlånet og en stigning i indlån. Omlægningen af kapitalgrundlaget vil på årsbasis indebære en besparelse på 50 mio. kr. set i forhold til 2017 (fuld vægt i 2019).
- Solvensreglerne plus bufferkrav suppleres næste år af et såkaldt NEP-krav, der indføres trinvis. Det individuelle solvenskrav er fastlagt til 10,5 %, hvilket kan opfattes som udtryk for den vurderede risikoprofil. I forvejen har bestyrelsen selv fastlagt en intern regel om 5 procentpoint overdækning af dette solvenskrav. Der forventes optaget lån med særlige NEP-rettede forbehold til dækning af ekstra kapital. Netto vil det medføre en merudgift.
- Frie, ikke-finansielle investorer (tidligere garantanter, dvs. kunder) ejer ca. 4,7 mio. styk aktier, svarende til en markedsværdi på kun 340 mio. kr. I startfasen som børsnoteret aktie er der dog udsigt til ekstra interesse for salg, idet garantanterne reelt har siddet fastlåst med deres placering i 5 år, hvor indløsning ikke kunne finde sted pga. Sparekassens pressede solvensmæssige forhold. Med børsnoteringen er denne knude løst op.
- Forbedring af risikoprofilen mht. landbrug og følsomheden i relation til renteniveauet (lav rente er en stor fordel) såvel som indtjeningsevnen vil tage tid. Denne indsats forløber planmæssigt. Realistisk set kan en normal standard set i forhold til den danske pengeinstitutbranche forventes opnået i 2021, dvs. om to-tre år. Aktien handles til meget lave nøgletal med kurs/indre værdi 0,5 og P/E (2019 estimat ved proforma 22 % skat) 6,7.

## Anbefaling:

Aktuel Kurs: 72

Børs: Nasdaq København, Small Cap

Markedsværdi: 715 mio. kr.

Antal aktier: 9.929.176 aktier

Næste regnskab: Årsregnskab den 07-03-2019

Kort sigt: Afvent Køb

Langt sigt: Hold

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 65 - 85

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 75 - 95

Tidligere anbefaling: Ingen. Dette er første analyse



## Selskabets finansielle forventninger

Basisindtjeningen i 2018 skønnes til 155-165 mio. kr. Overskuddet før skat forventes herudfra at blive på 80-90 mio. kr. Omdannelsen til A/S fandt sted 25-06. Tre investorer har tilført 200 mio. kr. i ekstra egenkapital. Forberedelse af børsintroduktionen mv. har i 1. halvår medført ekstra udgifter på 21 mio. kr. Omlægningerne af kapitalgrundlaget vil årligt spare 50 mio. kr. For 2019 lyder guidance på et resultat før skat på 120-140 mio. kr. efter nedskrivninger, der vil være på mindre end 100 mio. kr.



Aktieinfo modtager honorar fra selskabet for det udførte analysearbejde. Konklusion og anbefaling er alene udtryk for Aktieinfos vurdering, og selskabet kan ikke påvirke anbefaling og kursmål. I øvrigt henvises til ansvarsfraskrivelsen på sidste side.

## Facts om Den Jyske Sparekasse

- Sparekassen har sin oprindelse helt tilbage i 1872. Hjemstedet er fortsat Grindsted, og geografisk er vægten lagt på Midtjylland. Den nordligste filial er placeret i Farsø efter frasalg til Sparekassen Vendsyssel af fire filialer (tre i Nordvestjylland og en i Ålborg), mens man mod syd rækker helt til Tinglev. De vigtigste fusioner har omfattet sparekasserne i Bording og Jelling frem til Finanskrisen. Efter 2008 er der udvidet med sparekasserne i Løgumkloster, Farsø og Skals, hvortil kommer en overtagelse af Spar Salling Sparekasse. Sidstnævnte filialer blev som omtalt ovenfor solgt til Sparekassen Vendsyssel sammen med Ålborg filialen.
- I dag har Sparekassen 19 filialer og to landbrugscentre. Personalet består af 358 medarbejdere. Der er 98.500 kunder. De cirka 27.000 garantier fik ombyttet deres kapitalindskud til aktier, og børsnoteringen indledtes 22-11. Som led i styrkelsen af kapitalgrundlaget gennemførtes en rettet emission til Nykredit, Arbejdernes Landsbank og AP Pension, hvorved der blev tilført 200 mio.kr. i egenkapital. Ud fra det forstærkede solvensgrundlag er der straks gennemført omlægninger af de øvrige former for ansvarlig kapital, der er blevet nedbragt til det ønskede omfang (reducerer renteudgiften herfra).
- Strukturen i Sparekassens aktivitet er traditionel med et solidt overskud af indlån i forhold til udlån og et betydeligt volumen af puljeindlån (2,5 mia. kr.). Almindelige indlån udgør 10,3 mia. kr., mens udlån er på 7,9 mia. kr. Formidling af realkreditlån er et vigtigt område, hvor Totalkredit (Nykredit) er partner. DLR er partner inden for realkredit til landbrugskunder. Samarbejdsaftalerne indeholder faste regler for håndtering af eventuelle tab på disse låntagere, og der udstedes hver gang en garanti (samlet omfang: 1,5 mia. kr.) over for de to partnere angående lånenes indledende fase, hvor risikoen er størst.
- Udlån er fordelt 66/34 på Erhverv/Private. Landbrug udgør sammen med Fast Ejendom og Bygge & Anlæg de vigtigste grupper blandt låntagerne. Landbrug udgør 20,6 % af udlån og garantier. Nedskrivninger på landbrug svarer til 24,8 % (30-09).
- Hensigten er at reducere eksponeringen yderligere angående de to grupperinger, Landbrug og Fast Ejendom. Målet er i 2022 at nå ned på 15 % andel for landbrug og 10 % for Fast Ejendom. Begge mål bør kunne opnås.
- Kvalitet og administration af kreditter blev undersøgt af Finanstilsynet i september-oktober 2017 i forbindelse med et kontrolbesøg. Der blev påbudt en opstramning med krav om ensartede interne regler for håndteringen af kreditgivning inklusive klare krav til et tilstrækkeligt datagrundlag for kreditbevillinger. Den krævede tilpasning af hensættelserne var begrænset i omfang og blev straks gennemført i regnskabet for Q3/2017.
- Solvensbehovet (individuel) opgøres i Q3/2018 regnskabet til 10,5 % plus 1,875 % i kapitalbevaringsbuffer, dvs. samlet 12,4 %. Solvensgrundlaget opgøres til 17,4 %, hvoraf den egentlige kernekapital (1.572 mio.kr.) står for 14,2 %. Der er således en overdækning på 5,0 %, hvilket er Sparekassens egen norm for en ekstra reserve (5,0 %).
- I forhold til den såkaldte Tilsynsdiamant opfyldes alle kravene, herunder et begrænset omfang af store engagementer. Især angående likviditet og stabil funding står Sparekassen godt. Udlånet er let vigende, hvilket påvirker indtægterne negativt.
- Aktionærforhold pr. 01-07-2018 og forud for børsnoteringen: Nye store aktionærer 26,8, Tidligere garantier 73,2 % (heraf 5 udgør sparekassesejede 12,8 % og Finansiell Stabilitet 12,5 %). Aktionærer med over 5 %: AP Pension ejer 14,14 %, Finansiell Stabilitet har 12,46 % og Nykredit ejer 8,01 %.
- Ledelse: Claus E. Petersen (1961; cand. oecon; adm. direktør fra 2008), Torben Sørensen (1957; tidligere erhvervsdirektør; bankuddannet, HD Finansiering). Gårdejer Sejer Mortensen (1952) er formand for bestyrelsen

## Børsnoteringen og solvensopgørelser

Sparekassen blev noteret på Nasdaq børsmarkedet fra 22-11 uden et forudgående udbud af aktier. Spredningen af aktionærer var nemlig allerede tilstede i kraft af de cirka 27.000 ejere, som deltog i omdannelsen fra sparekasse til A/S-form. Garantkapital for 726 mio. kr. blev ombyttet til 7,26 mio. styk aktier. Hertil kommer så transaktionen med de tre store finansielle virksomheder, som i sommer tegnede aktier svarende til et beløb på 200 mio. kr. i provenu, hvilket indebar udstedelse af 2,67 mio. styk nye aktier (kurs 75 kr. pr. aktie).

Pr. 30-09 var egenkapitalen opgjort til 1.500 mio. kr. Der er udstedt 9,9292 mio. styk aktier. Indre værdi (egenkapital pr. aktie) kan pr. denne dato beregnes til 151,07 kr. pr. aktie. Overgangen til den nye selskabsform indebærer bogføring af en speciel "Bunden Sparekasse reserve", som er opgjort til 696 mio. kr. Det særlige forbehold angående dette beløb vil kun få betydning, hvis selskabet (nu i A/S-form) en dag skal likvideres solvent.

Ud over egenkapitalen har man udstedt 100 mio. kr. i hybridkapital, hvilket har betydning for opgørelsen af solvensgrundlaget med status som kernekapital. Dette beløb tilhører ikke aktionærerne men skal på et tidspunkt tilbagebetales. Den aftalte rentebetaling kan, hvis det er nødvendigt (pga. for lav solvensdækning) blive udskudt, og derfor betales en højere rente på hybridkapital end på såkaldt supplerende kapital. Sidstnævnte har en lidt bedre sikkerhedsmæssig stilling (hæftelse), og derfor er renten (risikopræmien) lavere end for hybridkapital. Omfanget hvori de to former for risikovillig kapital kan medtages i solvensberegningen er fastsat i lovgivningen. Da alle solvensberegninger foretages med udgangspunkt i selve egenkapitalen, der dog først justeres for en række poster, udgør dette tal (aktionærernes formue) nøglepunktet og benævnes derfor Egentlig Kernekapital (Tier I). Hybridkapital medregnes i Kernekapitalen, og den samlede solvens opgøres inklusive supplerende kapital. Solvensdækningen ud fra justeret egenkapital er derfor det afgørende punkt,

hvorfra resten afledes. Normalt fastlægger bestyrelsen derfor både et måltal for solvens baseret på Egentlig Kernekapital og for dækningen baseret på det samlede kapitalgrundlag.

Sparekassens tal for dette system af opgørelser for solvensdækning kan opstilles således (30-09-2018):

Egenkapital 1.500 mio. kr.

Egentlig Kernekapital (justeret egenkapital; benævnt Core Tier I): 1.572 mio.kr.

Kernekapital (Tier I): 1.672 mio. kr.

Samlede kapitalgrundlag: 1.920 mio. kr.

Det samlede risikoomfang opgøres til 11.051 mio. kr. Lovgivningens krav om 8 % dækning af dette tal er i praksis afløst af et strammere krav til individuel solvens, der for denne sparekasse er fastlagt til 10,5 %. Hertil er så yderligere blevet tilføjet et krav til en kapitalbuffer på 1,875 %, hvorved det endelige solvenskrav bliver 12,4 %. Den samlede kapitaldækning svarer til 17,4 % (dvs. en overdækning på: 5,0 %). Kernekapitalen bidrager med 14,2 %, dvs. fuld solvensmæssigt dækning ud fra egenkapitalen alene. Enhver finansiel virksomhed er dog nødt til at sikre sig god afstand ned til en sådan grænseværdi. I Den Jyske Sparekasse søger man et frirum opad på 5,0 %, og det er akkurat opnået. Der er derfor behov for yderligere konsolidering af endnu større reserver inde i selskabet. Udbetaling af udbytte vil derfor ikke finde sted i de nærmest kommende år, siges det fra selskabets side.

## Sparekassen som virksomhed

Aktiviteten består i håndtering af finansielle tjenesteydelser i bred forstand. Tilbuddene dækker alle normale behov hos private og mindre til mellemstore erhvervs-kunder. Strukturen afspejler de forudgående sammenlægninger med andre sparekasser, og geografisk strækker dækningen sig derfor op på langs igennem Jyllands midterste område fra grænsen i syd til Farsø i Himmerland. Der er derimod ikke filialer hverken i de tættere befolkede områder i Østjylland eller i Vestjylland. Filialerne er vigtige for at kunne betjene de 98.500 kunder og fastholde et tæt forhold til Sparekassen. Med 27.000 medejere (tidligere garantanter) er der tale om en høj andel set i forhold til kundekredsens størrelse. Det tyder på en solid lokal forandring trods den sammensatte struktur efter de forudgående fusioner. Der er 5 fonde, der hver har sit eget lokalområde som reference, og de yder støtte til gavn de pågældende steder. Sparekassens repræsentantskab afspejler ligeledes den sammensatte indre struktur, som rækker ud over en stor del af Jylland.

IT håndteres via BEC, og denne platform er afgørende for lancering af produkter, netbank og de interne forhold med drift, kontrol og rapportering. Tilsvarende har Totalkredit en central rolle omkring udstedelse af realkreditlån, hvilket er et af de vigtigste punkter for at kunne betjene kunderne på en tilfredsstillende måde. I den nuværende epoke med ekstrem lav rente på obligationsmarkedet er denne side blevet endnu vigtigere, ligesom det indebærer, at man fra Sparekassens side optræder i rollen som salgsagent for en afgørende konkurrent i dette tilgrænsende segment af finansmarkedet (banklån contra realkreditlån). Med den store aktivitet og eksponering over for landbrugskunder har samarbejdsaftalen med DLR om udstedelse af realkreditlån til denne branche ligeledes stor betydning.

Balancen i et pengeinstitut afspejler aktivitetens sammensætning. Her er der tale om en tung, indholdsmættet balance. Den totale sum af balancen er på 15,1 mia. kr., og her indgår på begge sider 2,5 mia. kr. vedrørende Puljeordninger (pensionsopsparing). Almindelige indlån er på 10,2 mia. kr. Kapitalgrundlaget udgør 1,9 mia. kr. Øvrige passivposten er meget små. På aktivsiden er der udlån for 8,0 mia. kr. Likviditeten på ca. 3,5 mia. kr. er god takket være indlånsoverskuddet og pengene fra kapitalgrundlaget.

Indtægterne er derfor snævert forbundet med de basale aktiviteter uden særlig mange løse muligheder for at tjene ekstra. Renteindtægter udgør 60 %, mens gebyrer og serviceindtægter bidrager med 40 %. Sidstnævnte har størst mulighed for stigninger.

Tab på kunder er fortsat en belastning pga. det store udlån til landbrugserhvervet. Her er man i gang med en langsigtet plan om at nedbringe eksponeringen relativt (procent andelen), men med stagnation i udlånet kan denne opgave ikke opvejes af vækst hos andre kunder. Det ville ellers kunne indvirke positivt på indtægterne, da udlån nu foretrækkes frem for at sætte pengene på pause i likvide reserver uden noget afkast overhovedet. Sparekassen er således presset af den generelle stilstand i efterspørgslen på udlån i Danmark, men vendepunktet synes nået. Der er imidlertid indtrådt en generel afmatning i indtægterne fra børshandel. Hele branchen savner mulighed for at fremskaffe højere indtægter. Det er en ledelsens vigtigste langsigtede opgaver på ny at få fremdrift i indtægterne.

Med de nu gennemførte tiltag til styrkelse af egenkapitalen og børsnoteringen af aktierne er der opnået en væsentlig forbedring af kapitalforholdene og adgang til via aktieudstedelse at fremskaffe yderligere egenkapital ude i fremtiden, hvis det skulle blive nødvendigt. Den afledte effekt i form af bortfald af renteudgift til garantkapital og mindre udgifter til den øvrige ansvarlige kapital, der er blevet skåret ned i omfang til et passende niveau, vil gavne indtjeningen i andet halvår og opnå fuld vægt i 2019.

## Sparekassens risikoprofil

Det samlede risikoomfang (30-06) er i henhold til solvensberegningen fordelt med 86 % på kreditter, 2 % fra markedsforskel og 12 % vedrørende operationelle (driftsmæssige) forhold. Vægten ligger klart inden for kreditter, hvor landbrug udgør hovedpunktet. Brutto er omfanget på 2,5 mia. kr., og de akkumulerede hensættelser udgør 0,6 mia. kr. (24,8 %). Desværre er landbrugets situation ikke blevet hjulpet afgørende fra forbedrede priser og afsætningsforhold, men høsten i år er tværtimod blevet ramt hårdt af sommerens tørke. De politiske initiativer for at afhjælpe de økonomiske problemer må anses som utilstrækkelige. Tidsfaktoren arbejder samtidig som en negativ kraft, idet der har været tale om en årrække med vanskelige forhold, hvor de økonomiske reserver er brugt op. En række landmænd må opgive fortsat drift og sælge deres ejendomme. Vendepunktet er ikke indtrådt. Af udlånet til landbrug vedrører 47 % kvægbrug og 21 % svineavl. Sidstnævnte har alvorlige problemer, og nedskrivningsprocenten er her på 33 mod 24 % for kvægbrug. Den bogførte værdi af udlån til svineavl er dermed kommet ned på 361 mio. kr. (netto). De største problemer findes som nævnt inden for svineavl, mens kvægbrug klarer sig bedre. Det gælder også for konsekvenserne af sommerens tørke, hvor eftersommeren har rettet op på afgrøderne med størst fordel for kvægbrugene. Forøget risiko for tab er blevet dækket ved hensættelser i Q3 på 22 mio. kr.

I den øvrige portefølje af udlån er der en betydelig eksponering mod Fast Ejendom (brutto 1,6 mia. kr.) og Bygge & Anlægsvirksomhed (brutto 0,9 mia. kr.). Førstnævnte ønskes ligeledes neddrolet til 10 % af det samlede beløb for udlån og garantier (brutto 13,4 %). De to segmenter Energiforsyning og Finansiering + Forsikring omfatter samlet 0,75 mia. kr. i volumen, og de har begge bemærkelsesværdigt høje akkumulerede hensættelser.

Fordelingen af udlån og garantier er angiveligt præget af stor spredning (få store engagementer), men til gengæld er udlånskunderne i vid udstrækning fra de samme erhverv og dermed udsat for parallel risiko. Alle former for fast ejendom er rentefølsom i handelsværdi.

Gearingen beregnet som udlån + garantier i forhold til egenkapital er af moderat størrelse med 1:8,3. Det svage punkt drejer sig om eksponeringen mod landbruget og evnen til at begrænse tabene herfra. Da man samtidig sigter mod at gennemføre en permanent reduktion for landbrugskunder ned til 15 % af det samlede udlån i 2022, bliver opgaven endnu mere vanskelig at gennemføre. For tiden er der yderligere et stort problem omkring salg af landbrug, idet alle banker og realkreditselskaber er tilbageholdende med at udvide deres eksponering i dette kriseramte erhverv.

## Perspektiverne for Den Jyske Sparekasse som forretning og som aktie på børsen

Indledningsvis skal det påpeges, at aktionærerne har modtaget deres beholdning fra ombytning af garantkapital. Her har de været låst fast i flere år. Fra 2013 til august 2015 var der ikke adgang til indfrielse af garantkapital men i stedet til (hvis muligt) videresalg via et "bytteregister" (Sparekassens Garantbørs). Siden da og frem til juni 2018 med ombytningen til aktier har der været fuldt stop. For 2017 blev der heller ikke betalt rente på garantkapitalen. Nu er der så åbnet adgang til omsætning for ejerne via den nye form bestående af aktier i stedet for garantkapital. I de fem år er der i sagens natur akkumuleret et behov for tilpasninger hos ejerne.

Strukturen på ejersiden er imidlertid meget spredt med ca. 27.000 aktionærer efter ombytningen. Finansiell Stabilitet har også deltaget på grundlag af deres beholdning af garantkapital, og de ejer 12,46 %. De gamle sparekassesejere ejer desuden 12,8 % til sammen. I gennemsnit ejer hver tidligere privat garant dermed ca. 175 styk aktier svarende til en værdi på rundt 12.600 kr. Med en så moderat størrelse burde der være udsigt til stor stabilitet fra de private aktionærers (kundernes) side, og det omfatter ca. 47 % af den samlede aktiekapital. Så længe de store investorer fastholder deres aktieposter, vil det frie low af aktier i børsmarkedet kun bestå af disse 47 % (ca. 340 mio. kr. i børsværdi). Aktien er med andre ord meget lille som børsrapir her i startfasen.

Hos de fire store finansielle investorer (Finansiell Stabilitet, Nykredit, AP Pension og Arbejdernes Landsbank) er der næppe hastværk med at sælge, men principielt har ingen af disse et ønske om permanent at deltage som en vigtig ejer, og de optræder formelt set hver for sig. Deres adfærd er styret af en blanding af ansvarlig opførsel og udsigten for afkastets størrelse fremover på denne placering set i forhold til alternativer og risikoen. Hvis Sparekassen udvikler sig fornuftigt, og aktieværdien stiger op over 100, vil vi formode, at der kommer gang i et glidende frasal af disse aktier. Indtil da vil de formentlig beholde deres aktiepost.

Udbytte påregnes ikke udbetalt i de nærmest kommende år, idet yderligere konsolidering og styrkelse af solvensgrundlaget fortsat har førstehedsrang. Her indføres de såkaldte NEP-krav (nedskrivningsegne passiver) over de kommende fem år. Hensigten med denne metode er, at EU's banker altid skal råde over så stort et grundlag af risikoeksponeret kapital, at en eventuel afvikling vil kunne finde sted uden at udløse tab for indlånskunder eller hjemstaten. Sidstnævnte ender jo i reglen med at være bagstopper og dermed tabsramt ved en banks sammenbrud. Selv om det er en ny måde at opstille en sådan dagsorden på, så er resultatet det samme, nemlig at det risikobærende kapitalgrundlag skal styrkes yderligere - og det er jo hidtil blevet vurderet alene ud fra solvensreglerne. Pointen er med andre ord, at de gentagne skærpsninger af lovgivningen øger kravet til egenkapitalens størrelse samtidig med at indtjeningen begrænses i kraft af begrænsninger på volumen, da disse tal betragtes som udtryk for risikoomfanget. Nye regler for regnskaber mht. hensættelser har samme effekt og er taget fuldt i brug af Sparekassen pr. 01-01-2018.

I de seneste år har aktivitetsomfanget stået i stampe. Indlånet vokser heldigvis på ny, hvilket ellers kun har været tilfældet for puljebaserede indlån (pensionsopsparing). Udlånet påvirkes af gennemførelsen af den langsigtede plan om lavere eksponering for både landbrugskunder og ejendomme (udlejning mv.). Dermed er der behov for at skaffe andre kunder til udlån, og her skal risikoen samtidig være lav. Perspektivet er derfor, at Sparekassen i de nærmest kommende år må sætse mere på privatkunder. Når der atter er styrke til ekspansive tiltag, vil det være naturligt at etablere sig i nogle af de større jyske byer, som ligger nær ved det eksisterende område med filialdækning.

Skat vil ikke belaste likviditetsmæssigt på kort sigt (indvinding af udskudte skatteaktiver). Indeværende år tegner til et overskud før skat på ca. 100 mio. kr. Udgifter til aktieselskabsomdannelsen og børsintroduktionen belaster ekstraordinært. Fordelen fra omlægningen af kapitalforholdene anslås til at bidrage med en besparelse på 50 mio. kr. og vil slå igennem i 2019. Af Prospektet fremgår, at der fortsat påregnes store tab på landbrugskunder svarende til 4,0-4,5 % i hensættelser i de kommende år, hvilket svarer til 80-90 mio. kr. årligt. Der omtales samtidig et forventet forløb med kontrolleret afvikling af en række landbrug. Mangel på normal kreditadgang til landbrug indebærer i sig selv større tab ved afvikling og salg af gårdene, som en ekstra belastning. De værste markedsforhold gør sig gældende for svineavl, mens kvægbrug klarer sig væsentligt bedre, selv om der også her er dårlige markedsforhold.

For 2019 skønner vi et overskud før skat på 140 mio. kr. (Sparekassens egen indikation lyder på intervallet 120-140 mio. kr.). Den anførte guidance forekommer realistisk og forsigtig, men der er jo mange parametre i spil, herunder kursreguleringer og kredittab.

Indtjeningen pr. aktie i 2019 kan dermed estimeres til 14 kr. Ved normal 22 % selskabsskat ville tallet dog blive reduceret til 11 kr. Indre værdi (30-06) er opgjort til 148,85 kr. Aktien handles til kun 72, altså halvdelen af indre værdi. Et så lavt kursniveau må forklares ud fra afvikling af et opstemmet behov for salg efter 5 år uden adgang til indløsning eller frasalg af garantkapitalen, hvilket nu er blevet muligt i den ændrede udformning med aktier som afløseren.

Sparekassen er i gang med en langstrakt proces med styrkelse og genrejsning. I sig selv burde tiden arbejde til gavn for projektet. Med forbehold for drastiske forandringer i negativ retning er der formentlig udsigt til endnu et par år med vanskelige forhold. Vi forventer, at Sparekassen først fra og med 2021 vil være sluppet fri af skyggerne fra fortiden. Hermed anfører vi, at 2019 og 2020 fortsat vil være domineret af vanskelige ydre forhold og dermed indebærer en høj risikoprofil.

Aktien skal gradvis vinde styrke og anerkendelse på børsmarkedet for at kunne indgå i almindelige investorers (ikke-kunder) portefølje. Tilliden skal bygges op i børsmarkedet, og i takt med fremgang og lavere risikoprofil vil interessen for køb af aktien kunne vokse.

## **Styrker – Svagheder – Muligheder – Trusler**

### Styrker

Kerneforretningen med 98.500 kunder og lokal tilstedeværelse som pengeinstitut udgør indtjeningsgrundlaget og en platform for genrejsning efter en række hårde år. Kapitalforholdene er blevet omlagt og forbedret med lavere renteudgifter hertil og større fleksibilitet fremover.

### Svagheder

Udlån og garantier for realkreditlån til landbrug indebærer risiko for tab. Omfanget ønskes desuden nedbragt yderligere på et tidspunkt med vanskelige markedsforhold. Kravene til solvens og de nye NEP-regler med samme karakter fra 2019 giver snæver plads for udvikling af Sparekassen. Der er behov for nye udlånskunder for at forbedre indtjeningen, men erhvervslivet i Sparekassens områder har begrænset lånebehov.

### Muligheder

Udvidelse af aktiviteten med privatkunder er interessant, da risikoen er lav og mangeårige kundeforhold kan etableres. Private er ved at blive mere villige til at skifte bank som følge af en række skandaler i de store pengeinstitutter. Dette opbrud kan skubbe kunder fra de store landsdækkende banker over til de mindre udbydere, hvor en lokal profil kan benyttes som trumfkort. Højere indtægter fra gebyrer og services kan øge indtjeningen som en parameter. En afgørende forbedring af markedsforholdene for landbruget er en udefrakommende faktor med stor betydning – men hvornår indtræffer det?

### Trusler

Forværring af landbrugets afsætningsforhold og økonomi (renteniveau) udgør klart den største trussel pga. 2,0 mia. kr. i eksponering. Samtidig har erhvervet pt. svært ved at skaffe lån, og dermed presses priserne ekstra på disse ejendomme og produktionsanlæg. Skærpet lovgivning kan begrænse handlefriheden (væksten fremover), og NEP-reglerne vil reelt betyde et endnu højere krav til kapitalgrundlaget i takt med indfasningen over de kommende 5 år. Man er afhængig af fortsat adgang til formidling af realkreditlån (Totalkredit og DLR) og lignende fælles aftaler etableret i samarbejde med andre mindre pengeinstitutter, ligesom BEC er nøgleleverandør af it-funktioner.



## Seneste analyser:

Dato	Kurs	Anbefaling:	
		Kort sigt	Langt sigt
Ingen tidligere analyser			

## Regnskabstal

mio.kr.	2015	2016	2017	2018E	2019E
Nettorenter + udbytter	486	455	382	380	410
Gebyrer + andet netto	231	275	268	240	250
Driftsudgifter inkl. afskr.	493	444	419	450	440
Basisresultat	224	286	231	170	220
Nedskrivninger	236	240	132	100	100
Kursregulering mv.	47	21	1	30	20
Res. før skat	35	67	100	100	140
Skat	-1	0	29	0	0
Nettoresultat	34	67	129	100	140
Hybridkapitaludgift		6	5	5	4
Aktionærers nettores.		61	124	95	136
Balance	15162	15.214	15.187	15.250	16.250
Nettolikviditet	3.419	3.758	3.422	3.500	3.800
Udlån	9.288	8.947	7.984	8.000	8.200
Puljeindlån	949	1.213	2.429	2.500	2.700
Indlån	11.259	11.097	9.894	10.500	11.000
Immaterielle aktiver	61	36	20	17	15
Aktiveret skat	49	55	79	100	70
Efterstillet kapital	775	775	775	300	300
Egenkapital	1.260	1.295	1.422	1.540	1.675
Garantier mv.	2.920	3.073	3.114	3.000	3.100

## Forbehold og ansvarsfraskrivelse

Denne analyse er udarbejdet af Aktieinfo på baggrund af offentligt tilgængeligt materiale omkring selskabet. Der er indgået en aftale om analysedækning med selskabet to gange årligt med opdatering efter selskabets ønske. Aktieinfo modtager et honorar for det udførte analysearbejde. Konklusion og anbefaling er alene udtryk for Aktieinfos vurdering. Aktieinfo, John Stihøj og Lau Svendsen ejer ikke aktier i selskabet på analysetidspunktet. Aktieinfo kan ikke drages til ansvar for rigtigheden af oplysningerne i analysen, ej heller for opstået tab eller manglende fortjeneste som følge af at råd og forslag følges, og efterfølgende viser sig at være tabsgivende eller resultere i ikke opnået fortjeneste. Det anbefales altid at rådføre sig med et pengeinstitut eller en mægler før der disponeres. Investering i aktier er altid behæftet med risiko for tab.