

## Aktien er særdeles lavt vurderet. Kursfaldet på store banker forplanter sig til de mindre. Den langsigtede plan for risikoreduktion og forbedring af indtjeningen følges

- Den Jyske Sparekasse blev børsnoteret 22-11 2018 efter ombytning af eksisterende garantkapital til aktier pr. 25-06. I sommer udstedtes 2,67 mio. nye aktier ved 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 de resterende ca. 47 % efter ombytningen til aktier af garantkapital ved omdannelsen til A/S. Herved fremkom en Sparekassereserve på 696 mio. kr., og denne egenkapital er underlagt særlige regler og beskyttelse.
- Sparekassens udvikling og indtjening: Konsolidering præger aktiviteten. Den vigtigste opgave er håndtering af kreditrisici med landbrugskunder i centrum. Neddroslingen af udlån til sektoren forventes først afsluttet i 2022, men man er foran planen. I lighed med andre pengeinstitutter har der i flere år været stagnation i udlånet og en stigning i indlån. Omlægningen i 2018 af kapitalgrundlaget vil indebære en årlig besparelse på 50 mio. kr. set i forhold til 2017.
- Solvensreglerne plus bufferkrav suppleres i år med et såkaldt NEP-krav, der indføres trinvis. Det individuelle solvenskrav er fastlagt til 10,2 %, hvilket kan opfattes som udtryk for den vurderede risikoprofil. Hertil kommer bufferkrav, der også øges i år. Bestyrelsen har fastlagt en intern regel om 5 procentpoint overdækning af dette solvenskrav. Kapitalgrundlaget er på 17,2 %, hvoraf 14,1 % er egentlig kernekapital. Der forventes optaget 3 x 80 mio. kr. lån med særlige NEP-rettede forbehold til dækning heraf. Netto vil det medføre en merudgift.
- De frie, ikke-finansielle investorer (tidligere garantier, dvs. kunder) ejer ca. 4,7 mio. styk aktier, svarende til en markedsværdi på kun 365 mio. kr. Garantierne havde reelt siddet fastlåst med deres placering i 5 år, hvor indløsning ikke kunne finde sted som følge af Sparekassens pressede solvens. Med børsnoteringen er denne knude løst op. Uanset det har salgspresset været moderat, hvilket må bero på et alt for lavt kursniveau. I takt med stigning i børskursen må der derfor påregnes udløst salgsoverdr. Det vil bremse aktiens kursudvikling.
- Yderligere er der indgået en aftale om salg af 75 % af en aktiepost i Sparinvest Holding, der vil indebære en indtægt på 94 mio. kr. Aftalen skal dog først godkendes og ventes gennemført i Q3.
- Forbedringerne vil tage tid. Det drejer sig om: lavere risiko mht. landbrug, følsomheden over for renteniveauet (lav rente udgør en stor fordel mht. kreditrisiko) og øget indtjeningsevne. Denne indsats forløber planmæssigt. Realistisk set kan en normal standard i forhold til den danske pengeinstitutbranche forventes opnået i 2021, dvs. om to år. Aktien (77,6) handles til meget lave nøgletal med kurs/indre værdi 0,50 og P/E (2019E for ordinært resultat) på kun 6,4.

### Anbefaling:

Aktuel Kurs: 77,6

Børs: Nasdaq København, Small Cap  
Markedsværdi: 771 mio. kr.

Antal aktier: 9.929.176 aktier

Næste regnskab: Q1 den 09-05-2019

Kort sigt: Hold (før afvent køb)

Langt sigt: Køb (før hold)

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 75 – 85 (før 65-85)

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 85 – 95 (før 75-95)

Tidligere anbefaling: Afvent køb/Hold 26-11-2018 ved kurs 72



### Selskabets finansielle forventninger

For 2019 lyder guidance på et resultat før skat på 120-140 mio. kr. efter nedskrivninger. Af IPO-prospektet fremgik, at nedskrivninger i 2019 vil være på mindre end 100 mio. kr. Yderligere er der indgået en aftale om salg af 75 % af en aktiepost i Sparinvest Holding, der vil indebære en indtægt på 94 mio. kr. Aftalen skal dog først godkendes og ventes gennemført i Q3. I aktiviteten fokuseres på vækst hos privatkunder og kredit-neddrosling for landbrug.



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.

## 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). Mod syd rækkes 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 kom en overtagelse af Spar Salling Sparekasse. Sidstnævntes filialer blev som omtalt solgt til Sparekassen Vendsyssel sammen med Ålborg filialen.
- I dag har Sparekassen 19 filialer og to landbrugscentre. Personalet består af 358 medarbejdere. Der er ca. 100.000 kunder. I juni 2018 fik de 27.000 garantier ombyttet deres kapitalindsud til aktier, og børsnoteringen af aktien fandt sted 22-11. Som led i styrkelsen af kapitalgrundlaget gennemførtes medio 2018 en rettet emission til Nykredit, Arbejdernes Landsbank og AP Pension, hvorved der blev tilført 200 mio.kr. i egenkapital. Ud fra det forstærkede solvensgrundlag blev der straks gennemført omlægninger af den øvrige ansvarlig kapital, der er blevet nedbragt til det ønskede omfang (reducerer renteudgiften hertil).
- 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 10,5 mia. kr., mens udlånet er på 7,8 mia. kr. Formidling af realkreditlån er et vigtigt område, hvor Totalkredit (Nykredit) er partner. DLR er partner inden for realkreditlån 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 65/35 på Erhverv/Private. Landbrug udgør sammen med Fast Ejendom og Bygge & Anlæg de vigtigste grupper blandt låntagerne. Landbrug udgør 19 % af udlån og garantier og Fast ejendom tilsvarende 11 %. Nedskrivninger på landbrug svarer til 20,2 %.
- 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. Samtidig skal udlånet til private udvides for at kunne præstere en tilfredsstillende indtjening med lav risiko.
- Kvalitet og administration af kreditter blev undersøgt grundigt 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 (individuelt) opgøres ultimo 2018 til 10,2 % plus 1,9 % i kapitalbevaringsbuffer, dvs. samlet 12,1 %. Solvensgrundlaget opgøres til 17,2 %, hvoraf den egentlige kernekapital (1.550 mio.kr.) står for 14,1 %. Der er således en overdækning på 5,1 %. Sparekassens egen interne norm er en ekstra reserve svarende til 5,0 %. I 2019 forhøjes kapitalbevaringsbufferen til 2,5 %, men hertil kommer et særligt dansk tillæg i to trin i løbet af 2019 på hver 0,5 % benævnt kontracyklisk kapitalbuffer. Yderligere indfases de såkaldte NEP-krav (nedskrivningsegne passiver), som adresserer en på forhånd defineret ramme til at kunne dække et eventuelt behov for en reserve i tilfælde af en nødlidende situation. For 2019 angives dette ekstra tillæg til 0,6 % målt i forhold til de risikovægtede aktiver. Ledelsen påtænker at optage "ikke-foranstillet seniorgæld" med særlige regler til at dække dette behov, og omfanget formodes at blive på 3 x 80 mio. kr. (2019, 20 og 21). NEP udgør i virkeligheden en yderligere skærpelse af solvenskravene men er beskeden i størrelse for denne Sparekasse.
- 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. Fokus salgsmæssigt er lagt på privatkunder og samlet om emnerne bolig, pension og investering, der har høj indtjening og lav risiko.
- Aktionærforhold: Forud for børsintroduktionen var hovedfordelingen: Nye store aktionærer 26,8, tidligere garantier 73,2 % (heraf udgør 5 sparekassesejere 12,8 % og Finansiell Stabilitet 12,5 %). Strukturen blandt ejerne ultimo 2018 er: De fem fonde 13 %, Institutionelle investorer 42 % og private investorer 45 %. Der er 26.167 aktionærer (mod ca. 27.000 ved børsintroduktionen). Aktionærer anmeldt med over 5 % ultimo 2018: Intervallet 5,0-19,99 % AP Pension, Intervallet 10-14,99 % Finansiell Stabilitet, intervallet 5,00-9,99 % Nykredit og Arbejdernes Landsbank.
- Ledelse: Claus E. Petersen (1961; cand. oec. adm. direktør fra 2008), Torben Sørensen (1957; tidligere erhvervsdirektør; bankuddannet, HD Finansiering). Gårdejer Sejer Mortensen (1952) vil fratræde som formand for bestyrelsen og påregnes afløst af Niels Fessel (1959; tidligere direktør i Nykredit og Forstædernes Bank).

## Børsnoteringen og solvensopgørelser

Sparekassen blev noteret på Nasdaq børsmarkedet fra 22-11 uden et forudgående udbud af aktier. Spredningen af aktionærer var nemlig allerede til stede 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 kom transaktionen med de tre store finansielle virksomheder, som i sommeren 2018 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).

Der er udstedt 9,929 mio. styk aktier. Indre værdi (egenkapital pr. aktie) før børsintroduktionen (30-09 regnskabet) var 151,07 kr. Ultimo 2018 er tallet steget til 152,5 kr. 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, da det har 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 indledningsvis justeres for en række poster, udgør dette tal (aktionærernes formue) nøglepunktet og benævnes derfor Egentlig Kernekapital (Tier 1). Hybridkapital medregnes i Kernekapitalen. Den samlede solvens opgøres inklusive supplerende kapital. Solvensdækningen ud fra justeret egenkapital er derfor det afgørende punkt, hvorudfra 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 (ultimo 2018):

Egenkapital 1.514 mio. kr.

Egentlig Kernekapital (justeret egenkapital; benævnt Core Tier 1): 1.550 mio. kr.

Kernekapital (Tier 1): 1.650 mio. kr. (ekstra 100 mio. kr. i hybridkernekapital indregnes)

Samlede kapitalgrundlag: 1.896 mio. kr. (yderligere 246 mio. kr. supplerende kapital indregnes)

Det samlede risikoomfang opgøres til 11.012 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 10,2 %. Hertil er så yderligere blevet tilføjet et krav til en kapitalbuffer på 1,9 %, hvorved det endelige solvenskrav bliver 12,1 %. Den samlede kapitaldækning opgøres til 17,2 % (dvs. en overdækning på: 5,1 %). Kernekapitalen bidrager med 14,1 %, og der er altså fuld solvensmæssig dækning alene ud fra egenkapitalen. Enhver finansiel virksomhed er dog nødt til at sikre sig god afstand ned til en sådan grænseværdi, som en slags bremseafstand. I Den Jyske Sparekasse søger man et frirum opad på 5,0 %, og det er akkurat opfyldt. Imidlertid skærpes solvenskravene yderligere i løbet af 2019. Der er derfor behov for konsolidering med akkumulering af endnu større reserver inde i Sparekassen. Udbetaling af udbytte vil derfor næppe kunne finde sted i de nærmest kommende år, siges det fra selskabets side.

### Sparekassen som virksomhed

Aktiviteten består i håndtering af almindelige former for finansielle tjenesteydelser i bred forstand. Tilbuddene dækker alle normale behov hos private kunder og mindre til mellemstore erhvervs-kunder. Strukturen afspejler de forudgående års 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 ca. 100.000 kunder og fastholde en tæt relation til Sparekassen. Med 26.167 medejere (tidligere garanter) er der tale om en høj andel af medejere i kundekredsen. Det tyder på en solid lokal forankring trods den sammensatte struktur efter de forudgående fusioner. Der findes 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 dækker 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 Totalcredit en central rolle omkring udstedelse af realkreditlån, hvilket er et vigtigt punkt 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 udlånseksponering over for landbrugskunder har samarbejdsaftalen med DLR om formidling 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 i balancen er på 15,3 mia. kr., og her indgår på begge sider et stort beløb på 2,5 mia. kr. vedrørende Puljeordninger (pensionsopsparing). Almindelige indlån er på 10,5 mia. kr. Kapitalgrundlaget udgør 1,9 mia. kr. Øvrige passivposter er meget små. På aktivsiden er der udlån for 7,8 mia. kr. Likviditeten på ca. 3,8 mia. kr. er god takket være et stort indlånsoverskud og pengene fra kapitalgrundlaget. Balancen er med andre ord sammensat snævert ud fra ind- og udlån. Finansielle placeringer er afledt heraf (ingen spekulativ positionering).

Indtægterne er derfor snævert forbundet med de basale kundeaktiviteter, og der er begrænsede muligheder for at tjene ekstra. Renteindtægter udgør 64 %, mens gebyrer og serviceindtægter bidrager med 36 %. Sidstnævnte forventes øget i de kommende år takket være udvidet aktivitet for privatkunder.

Tab på udlån er fortsat en belastning pga. stor eksponering mod landbrugserhvervet. Her er man i gang med en langsigtet plan om at nedbringe omfanget relativt (procentandelen), men med stagnation i udlånet kan denne opgave ikke opvejes af vækst i renteindtægter fra andre kunder. Det ville ellers kunne indvirke positivt på indtægterne, idet udlån i disse år klart foretrækkes frem for at sætte pengene på pause i likvide reserver (obligationer og interbank-placeringer) uden noget afkast overhovedet. Sparekassen er således presset af den generelle stilstand i efterspørgslen på bankudlån i Danmark. Et vendepunkt i retning mod mere normale renteforhold i Euroland og dermed også i Danmark synes at være på vej, selvom det vil tage tid.

Der er imidlertid i 2018 indtrådt en afmatning i indtægterne fra børshandel, hvilket berører alle pengeinstitutter. Branchen leder efter nye muligheder for at fremskaffe højere indtægter. Det er en ledelsens vigtigste opgaver på ny at få fremdrift i indtægterne, og det anser man for muligt med gebyrer i spidsen (især fra realkreditlån). Tilgangen af private kunder er derfor vigtig, og i 2018 steg kundekredsen heldigvis med 4.400. Med et niveau på 100.000 er væksten altså flot med knapt 4,5 %.

Med de nu gennemførte tiltag til styrkelse af egenkapitalen og børsnoteringen af aktierne er der opnået en væsentlig forbedring af kapitalforholdene og adgang via aktieudstedelse til at fremskaffe yderligere egenkapital ude i fremtiden, hvis det skulle blive nødvendigt. Den afledte effekt i form af bortfald af renteudgift til garantkapital og lavere udgifter til den øvrige ansvarlige kapital, der er blevet skåret ned i omfang til et passende niveau, har gavnet indtjeningen allerede i andet halvår 2018 og vil få fuld vægt i 2019.

## Sparekassens risikoprofil

Det samlede risikoomfang er i henhold til solvensberegningen for 2018 fordelt med 86 % på kreditter, 2 % fra markedsforhold og 12 % vedrørende operationelle (driftsmæssige) forhold. Markedsmæssige forhold har særdeles lav andel. Vægten ligger klart inden for kreditter, hvor landbrug udgør hovedpunktet. Brutto er omfanget på 2,6 mia. kr., og de akkumulerede hensættelser udgør 0,6 mia. kr. (20,2 %). Udviklingen i de svage kreditter er inde i en fase med afvikling og dermed endegyldig konstatering af tabene. Rentabiliteten i dansk landbrug er endnu ikke blevet forbedret med stigende salgspriser på mejeriprodukter og kød. Tørken i 2018 har påført yderligere tab og problemer for en række af de hårdest pressede landmænd. Af Børsprospektet fremgik udlånets fordeling på typen af landbrug, hvor kvægbrug stod for 47 % og 21 % var til svineavl. Sidstnævnte har størst problemer i øjeblikket.

I den øvrige portefølje af udlån er der en betydelig eksponering mod Fast Ejendom (brutto 1,5 mia. kr.) og Bygge & Anlægsvirksomhed (brutto 1,1 mia. kr.). Førstnævnte ønskes ligeledes neddrolet til 10 % af det samlede beløb for udlån og garantier, hvilket næsten er bragt på plads (brutto 10,6 %). De to segmenter Energiforsyning og Finansiering + Forsikring omfatter samlet 1,1 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 desuden rentefølsom i handelsværdi.

Fordelingen af udlån og garantier på erhverv/private er 65/35. Gearingen beregnet som egenkapital målt i forhold til udlån + garantier er af moderat størrelse med 1:6,9. 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 i vægten af landbrugskunder ned til 15 % af det samlede udlån i 2022, bliver opgaven endnu mere vanskelig at gennemføre. Man kan ikke bare udskyde denne svære opgave. For tiden er der yderligere et stort problem omkring salg af landbrugsejendomme, idet alle banker og realkreditselskaber er tilbageholdende med at udvide deres eksponering i dette kriseramte erhverv. Derfor har købere svært ved at skaffe finansiering, hvilket trækker salgspriserne ekstra ned.

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

Indledningsvis skal strukturen i aktien omtales, da det er et vigtigt punkt for kursdannelsen. Aktionærerne har opnået deres beholdning fra ombytning af garantkapital. Her havde de været "låst fast" i flere år. Fra 2013 til august 2015 var der nemlig ikke adgang til indfrielse af garantkapital men i stedet til (hvis det var 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. Børshandelen i aktien har dog ikke i væsentlig grad været præget af udsalg i de første tre måneder.

Strukturen på ejersiden var imidlertid meget spredt med ca. 27.000 aktionærer efter ombytningen. Ultimo var tallet reduceret lidt til 26.167. Finansiell stabilitet er også aktionær på grundlag af deres beholdning af garantkapital, og de ejer 12,46 %. De gamle sparekassedefonde ejer desuden 12,8 % tilsammen. I gennemsnit ejer hver tidligere privat garant ca. 175 styk aktier svarende til en værdi på rundt 13.600 kr. Med en så moderat størrelse burde der være udsigt til god stabilitet fra de private aktionærers (kundernes) side, og det omfatter 47 % af den samlede aktiekapital. Så længe de store investorer fastholder deres aktieposter, vil det frie low i børsmarkedet kun bestå af disse 47 % (ca. 365 mio. kr. i børsværdi). Aktien er med andre ord meget lille som børsPapir her i startfasen.

En udvidelse af det frie flow skal fremkomme ved salg udført af en af de store investorer. Det drejer sig om Finansiell Stabilitet, Nykredit, AP Pension og Arbejdernes Landsbank. Førstnævnte må formodes at være mest interesseret i et salg, da man nu har fået adgang hertil via børsmarkedet, og opgaven med at støtte Sparekassen igennem de hårde år er overstået. De tre finansielle aktører har frivilligt erhvervet deres aktieposter til et gunstigt kursniveau (75), og de kan derfor se langsigtet på en afkastmulighed med gode odds.

Udbytte påregnes ikke udbetalt i de nærmest kommende år, idet yderligere konsolidering og styrkelse af solvensgrundlaget fortsat har førsteprioritet. De såkaldte NEP-krav (nedskrivningsegne passiver) indføres fra 2019 over fem år. Hensigten med denne metode er, at EU's banker altid skal råde over et så stort grundlag af risikoeksponeret kapital på passivside, at en eventuel afvikling vil kunne finde sted uden at udløse tab for indlånskunder eller Staten. Sidstnævnte ender jo i reglen med at være den ultimative bagstopper og rammes ofte af tab ved en banks sammenbrud. Selv om det er en ny måde at opstille denne problematik 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 skærpede krav til egenkapitalens størrelse, samtidig med at indtjeningen begrænses i kraft af begrænsninger på volumen (krav om lavere gearing), da disse tal betragtes som udtryk for risikoomfanget. Et andet punkt er skærpede regler for start på hensættelser, og disse bestemmelser er taget fuldt i brug af Sparekassen pr. 01-01-2018.

I de seneste år har aktivitetsomfanget stået i stampe, og kreditterne har udløst store hensættelser. Indlånet vokser heldigvis atter, hvilket ellers kun har været tilfældet for de puljebaserede indlån (pensionsopsparing). Udlånet påvirkes af gennemførelsen af den langsigtede plan om reduktion i eksponeringen vedrørende både landbrugskunder og ejendomme (udlejning mv.). Dermed er der behov for at skaffe andre kunder inden for udlån, og deres risiko skal samtidig være lav. Perspektivet er derfor, at Sparekassen i de nærmest kommende år vil satse mere offensivt på privatkunder. Når der på ny bliver styrke til ekspansive tiltag, vil det være naturligt at etablere filialer i nogle af de større østjyske byer, som ligger nær ved det eksisterende område med dækning af filialer.

Skat vil ikke belaste likviditetsmæssigt på kort sigt (indvinding af udskudte skatteaktiver). Resultatet i 2018 blev belastet med ca. 27 mio. kr. i særlige udgifter relateret til børsintroduktionen, og det gentages jo ikke i år. Endvidere opnår man i år fuld effekt af omlægningerne af den ansvarlige kapital, hvilket også giver en stor besparelse (skøn 50 mio. kr. årligt). For at opfylde NEP-kravet vil der dog blive optaget et nyt lån (80 mio. kr. forventes som størrelse) med særlige vilkår omkring kreditorbeskyttelsen, og det vil indebære en merudgift.

Guidance lyder på et overskud før skat på 120-140 mio. kr. Af Børsprospektet fremgår, at der fortsat påregnes store tab på landbrugskunder svarende til 4,0-4,5 % i hensættelser herpå i de kommende år, hvilket svarer til 80-90 mio. kr. årligt. Det omtales i forbindelse med et forventet forløb med kontrolleret afvikling af en række landbrug. Markedsudviklingen (priserne) for produktion af mejerivarer og svinekød har fortsat stor betydning. Tidsfaktoren burde snart medvirke til en genopretning af den uacceptable rentabilitet.

En uventet salgsgevinst ser ud til at blive opnået i løbet af Q3 vedrørende frasalg af 75 % af aktierne i Sparinvest Holdings SE. Køber er Nykredit, men aftalen skal dog først godkendes. Gevinsten påregnes at blive på 84 mio. kr. plus 10 mio. kr. udbetalt i form af udbytte. I nedenstående estimat er disse indtægter medregnet. Før denne påvirkning forventer ledelsen et overskud (før skat) i intervallet 120-140 mio. kr. Den væsentligste udsvingsfaktor er hensættelser til tab, idet kursudsving holdes i et fast greb. Skattehensættelsen tegner igen i år til at blive væsentligt lavere end den gældende sats på 22 % som følge af en underskudssaldo og skattefri aktiegevinster.

Vi estimerer et nettooverskud på 207 mio. kr. Overskud før skat skønnes til 235 mio. kr., hvoraf Sparinvest-bidraget vil udgøre 94 mio. kr. Indtjening pr. aktie (EPS) kan estimeres til at blive 20,8 kr. (207 mio. kr./9,93 mio. aktier). Det ordinære resultat efter hybridrenteudgift kan anslås til at udgøre ca. 120 mio. kr. Indtjening pr. aktie (EPS) vil ved denne udregning blive på 12,1 kr. (120 mio. kr./9,93 mio. aktier).

Indre værdi (egenkapital pr. aktie) ultimo 2018 udgør 152,5 kr. Egenkapitalens forrentning kan dermed skønnes til at blive på ca. 8 %.

Aktien handles til en meget lav værdiansættelse. Der har ikke været nogen stor bølge med udsalg af aktier trods fem år uden adgang til tilbagebetaling overhovedet. Formentlig anses prisen simpelthen som værende alt for lav. For opadgående vil det derfor kunne virke bremsende på kursudviklingen, at udskudte salg kan komme i gang, hvilket vi gætter på vil indtræffe oppe omkring intervallet 85-100.

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 udefra i negativ retning er der formentlig udsigt til endnu et par år med vanskelige forhold. Særlige indtægter vil dog give et godt 2019. Vi forventer, at Sparekassen først fra og med 2021 vil være sluppet fri af skyggerne fra fortiden. Hermed konkluderer vi, at 2019 og 2020 fortsat vil være domineret af vanskelige ydre forhold, hvilket 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. Ting tager tid.

## Styrker – Svagheder – Muligheder –Trusler

### Styrker

Kerneforretningen med ca. 100.000 kunder og lokal tilstedeværelse som pengeinstitut udgør indtjeningsgrundlaget. På dette grundlag skal man rejse sig igen efter en række hårde år. Kapitalforholdene er i løbet af 2018 blevet omlagt og forbedret markant, så der fremover vil være lavere renteudgifter til hybridkapital mv., ligesom der er opnået større handlefrihed og fleksibilitet fremover.

### Svagheder

Udlån og garantier for realkreditlån til landbrug indebærer risiko for tab. Dette udlån ønskes nedbragt på et tidspunkt med vanskelige markedsforhold for landbruget. Kravene til solvens skærpes i år med 1,0 % i ekstra buffer, hvortil kommer de nye NEP-regler. Højere kapitalkrav begrænser vækstmuligheden fremover og dermed indtjeningen. Der er behov for nye udlånskunder for at forbedre indtjeningen, men erhvervslivet i Sparekassens områder har begrænset lånebehov.

### Muligheder

Aktiviteten med privatkunder vokser og er interessant. Risikoen er lav, og der er typisk tale om mangeårige kundeforhold. 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 banker over til de mindre, hvor den lokale profil benyttes som trumfkort. Højere indtægter fra gebyrer og services kan øge indtjeningen, og det påvirker ikke solvenskravet. En afgørende forbedring af markedsforholdene for landbruget er en udefrakommende faktor med stor betydning – men hvornår vil det mon indtræffe?

### Trusler

En eventuel forværring af landbrugets afsætningsforhold (salgspriser) og økonomi (renteniveau) udgør klart den største trussel pga. 2,1 mia. kr. i eksponering. Erhvervet har svært ved at skaffe lån, og dermed presses priserne ekstra nedad på disse ejendomme og produktionsanlæg. Skærpet lovgivning kan begrænse handlefriheden (væksten fremover), og de nye 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 andre fælles aftaler etableret i samarbejde med andre mindre pengeinstitutter, ligesom BEC er nøgleleverandør af it-funktioner.

## Regnskabstal

mio.kr.	2015	2016	2017	2018	2019E
Nettorenter + udbytter	486	455	382	393	420
Gebyrer + andet netto	231	275	268	236	250
Driftsudgifter inkl. afskr.	493	444	419	460	445
Basisresultat	224	286	231	169	225
Nedskrivninger	236	240	132	106	90
Kursregulering mv.	47	21	1	35	100
Res. før skat	35	67	100	98	235
Skat	-1	0	29	-2	-20
Nettoresultat	34	67	129	96	215
Hybridkapitaludgift		6	5	7	8
Aktionærers nettores.		61	124	89	207
Balance	15162	15.214	15.187	15.331	16.250
Nettolikviditet	3.419	3.758	3.422	3.830	4.200
Udlån	9.288	8.947	7.984	7.819	8.000
Puljeindlån	949	1.213	2.429	2.530	2.700
Indlån	11.259	11.097	9.894	10.455	11.000
Immaterielle aktiver	61	36	20	15	10
Aktiveret skat	49	55	79	102	90
Efterstillet kapital	775	775	775	348	430
Egenkapital	1.260	1.295	1.422	1.514	1.720
Garantier mv.	2.920	3.073	3.114	3.029	3.100

## Seneste analyser:

Dato	Kurs	Anbefaling:	
		Kort sigt	Langt sigt
26-11-2018	72	Afvent køb	Hold

## Forbehold og ansvarsfraskrivelse

Denne analyse er udarbejdet af Aktieinfo på baggrund af offentligt tilgængeligt materiale omkring selskabet. Der er indgået en aftale om analysedækning med selskabet fire gange årligt med opdatering efter 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.