

Fremgangen spoles i år af øgede hensættelser på kreditter. Et mere normalt niveau for tab må forventes i 2020. Reduktion af udlånet til landbrug skal færdiggøres i 2021, og samtidig udvides aktiviteterne med private kunder. Sparekassen er ved at ændre sin profil til en mere traditionel linje med lav risiko. Med en uhørt lav børskurs udgør det potentialet i aktien.

- Kernepunktet i udviklingen hos Den Jyske Sparekasse er afslutningsfasen af en årrække med store tab på udlån til især landbrugskunder. Omfanget og kvaliteten af disse udlån vil være bragt på plads i løbet af de kommende to år. Udviklingen i landbrugets økonomi påvirkes dog hele tiden udefra. I år er der indtrådt en markant forbedring, men samtidig er der nye problemer inden for minkavl, hvor man har udlånt ca. 100 mio. kr.
- På den positive side satser ledelsen på at udvide aktiviteten med private kunder plus mindre og mellemstore virksomheder i Sparekassens lokalområder. Der er fastlagt mål for en reduktion i udlån og garantier til landbrug og fast ejendom, og vækstmaal for private. Fast ejendom har nået målet. Stort omfang i konverteringen af realkreditlån skubber til den udvikling i privatsektoren i disse måneder.
- Nettorenterne er under pres mens gebyrer og provisioner udvikler sig positivt. Konkurrencen er hård om gode kunder og rentemarginalen presses. Eksisterende kunder med svag økonomi må derimod acceptere deres rentevilkår. Der foregår hele tiden en neddrogning af disse kunders udlån, og det reducerer renteindtægterne.
- Stagnation har derfor præget Sparekassen, men nu begynder der atter at komme fremgang i balanceposterne samlet set og for indlån. Udlånet til private udvides heldigvis også, men det opvejes af fortsat neddrogning i eksponeringen mod landbrug. Reduktionen af udlån til ejendomsprojekter anses for overstået.
- Økonomisk har man været presset af de omfattende tab. Hensættelser og underkursværdier er på 1,4 mia. kr. Til sammenligning er Sparekassens egenkapital bogført til 1,6 mia. kr. Solvensmæssigt har man ikke desto mindre en god dækning med 18,5 %. Det skyldes kapitaltilførsel ved en aktietegning på 200 mio. kr. rettet mod Nykredit, AP Pension og Arbejdernes Landsbank. I denne plan indgik en efterfølgende børsnotering af aktien.
- Egenkapitalgrundlaget muliggjorde ændringer i ansvarlige lån (besparelse 50 mio. kr. årligt i forhold til 2017).
- Genrejsningen af Sparekassen og voksende tillid udgør den afgørende udvikling. I år er der imidlertid sket et tilbageslag i den positive udvikling, idet ledelsen - og efterfølgende også Finanstilsynet – har ønsket en ekstra forøgelse af hensættelserne. En salgsgevinst (81 mio.kr.) på aktier i Sparinvest opvejer dog dette tab.
- Indtjeningen i 2020 tegner til at blive tilfredsstillende og indebærer en forrentning af egenkapitalen på ca. 10 %. Ved fuld selskabsskat svarer det til 8 %.
- Vi forventer, at Sparekassen fra og med 2021 vil være sluppet helt fri af skyggerne fra fortidens tabsproblemer.
- Sparekassen er fortsat følsom over for udviklingen i landbruget og renteniveauet. Risikoprofilen er fremdeles høj men på vej mod en normalisering set i forhold til mellemstore pengeinstitutter. Aktien (71) handles til meget lave nøgletal med kurs/indre værdi på 0,43 og P/E 2020E på 3,9. Udlodning kan næppe forventes før 2023.

Anbefaling:

Aktuel Kurs: 71

Børs: Nasdaq København, Small Cap

Markedsværdi: 705 mio. kr.

Antal aktier: 9.929.176 aktier

Næste regnskab: Årsregnskab 20-02-2020

Kort sigt: Hold

Langt sigt: Køb

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 65 – 80 (før 70-80)

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 80 – 90 (uændret)

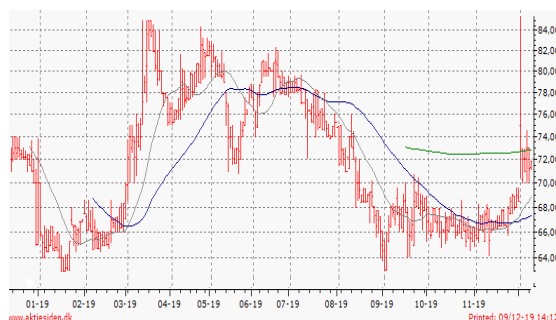
Tidligere anbefaling: Hold/Køb 19-08-2019 ved kurs 68



Selskabets finansielle forventninger

Sparekassen har i år et højt aktivitetsniveau, hvilket især gælder konvertering af realkreditlån. Salg af 75 % af aktierne i Sparinvest har givet en gevinst på 81 mio. kr. Der hensættes ekstra til kreditrisici med i alt 138 mio. kr. (77), hvoraf 18 mio. kr. relateres til krav fra Finanstilsynet efter et kontrolbesøg.

Indtægterne er øget, mens driftsudgifterne fastholdes. Overskud før skat er på 124 mio. kr. (74). Aktionærernes nettoresultat er 125 mio. kr. (70). Tilpasning af posterne i balancen følger planen. Drøftelser om justering af strategiplanen til og med 2022 er påbegyndt. For året påregnes et overskud før skat på 140-160 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 kursmaal. I øvrigt henvises til ansvarsfraskrivelsen på sidste side.

Om Den Jyske Sparekasse

- Sparekassen er etableret i 1872. Hovedsædet ligger i Grindsted og den geografiske dækning er centreret omkring Midtjylland. I alt råder sparekassen over 19 filialer og to landbrugscentre. Den nordligste filial ligger i Farsø og den sydligste i Tinglev. Sparekassen har i år reduceret medarbejdertallet fra 359 til 354. Kundebasen er på ca. 100.000. I juni 2018 fik 27.000 garanter ombyttet deres kapitalindskud til aktier, og børsnoteringen af den nye aktie fandt sted 22-11-2018.
- Forud for børsmissionen blev der medio 2018 gennemført en styrkelse af kapitalgrundlaget via en rettet emission, hvor Nykredit, Arbejdernes Landsbank og AP Pension tilførte sparekassen 200 mio. kr. i egenkapital. Ud fra det forstærkede solvensgrundlag blev der straks gennemført omlægninger af den øvrige ansvarlige kapital, der er blevet nedbragt ligesom gunstigere rentevilkår indebærer en reduceret renteudgift (totalt 50 mio. kr.). I 2019 er forbedringen på 35 mio. kr.
- Sparekassen har et stort overskud af indlån set i forhold til udlånet og et betydeligt volumen af puljeindlån (2,5 mia.kr.). Almindelige indlån udgør 10,6 mia. kr., mens udlånet er på 7,7 mia. kr. Indlånsoverskuddet er således på hele 2,9 mia. kr.
- Den Jyske Sparekasse tilbyder alle almindelige former for finansielle tjenesteydelser til dækning af normale behov hos private kunder og mindre til mellemstore erhvervs-kunder. Eksponeringen mod landbrugskunder er høj og bliver reduceret over tid.
- Formidling af forsikring og realkreditlån er vigtige områder. Totalkredit (Nykredit koncernen) og DLR (landbrug) er partnere inden for realkreditlån. Samarbejdsaftalerne indeholder faste regler for håndtering af eventuelle tab hos de to långivere. Der udstedes hver gang en garanti over for dem angående det pågældende udlåns indledende fase, hvor risikoen er størst.
- Udlån var i regnskabsåret 2018 fordelt 65/35 på Erhverv/Private. Landbrug er sammen med fast ejendom og Bygge & Anlæg de vigtigste grupper blandt låntagerne. Pr. 30-09-2019 udgjorde landbrug 18 % af udlån og garantier og fast ejendom 9,9 %. De akkumulerede nedskrivninger på landbrug svarede sidste år til 20,2 %.
- Sparekassen har et klart mål om at nedbringe sin krediteksponering i landbrug og fast ejendom frem mod 2022, så de udgør hhv. max. 15 og 10 % af det samlede udlån. Begge mål bør kunne opnås, hvilket bekræftes af udviklingen i år. Samtidig skal udlånet til private udvides for at kunne præstere en tilfredsstillende indtjening, som fremover skal opnås ved en lavere risiko.
- Målsætningen om at udlån og garantier til privatkunder skal stige til 4,3 mia. kr. ultimo 2020 er allerede nået. Målet er derfor blevet revurderet til 4,6 mia. kr. ultimo 2020 (4,6 mia. kr. pr. 30-09, men tallet påvirkes af garantier for realkreditkonvertering).
- IT håndteres via BEC. Denne platform er afgørende for lancering af produkter, netbank og de interne forhold med drift, kontrol og rapportering til Finanstilsynet mv. Skærpet indsats omkring håndtering af hvidvask mv. medfører ekstra udgifter i disse år.
- Sparekassens kapitalgrundlag udgør 2.068 mio. kr. pr. 30-09 svarende til en kapitalprocent på 18,5. Det individuelle solvensbehov er opgjort til 10,6 %. Bufferkravene udgør 3,5 %, og dermed et samlet krav på 14,1 %. Overdækningen er på 4,4 %. Sparekassens eget interne mål er at have 5,0 % som ekstra "bremselængde".
- NEP-krav (nedskrivningsegnede passiver), som adresserer en på forhånd af Finanstilsynet defineret ramme til at kunne dække eventuelle tab ved en rekonstruktion, er under indfasning frem mod 01-01-2023. EU's hensigt er at undgå statslig hjælp i tilfælde af en nødlidende situation. NEP-kravet opgøres årligt af Finanstilsynet. Kravet her er opgjort til 11,3 % af samtlige forpligtelser svarende til 14,8 % af de risikovægtede aktiver. Kravet er altså lidt højere end solvensreglerne. Der er optaget et nyt lån med særlige vilkår på 60 mio. kr., og af denne type påregner ledelsen et omfang i perioden 2019-22 på op til 250 mio.kr. Da Sparekassen i forvejen har et stort indlånsoverskud, indebærer disse NEP-relaterede obligationslån en decideret merudgift.
- Alle krav i Tilsynsdiamanten opfyldes omkring efterlevelse af Finanstilsynets pejlemærker.
- Aktionærforhold: Forud for børsintroduktionen var hovedfordelingen: Nye store aktionærer 26,8, tidligere garanter 73,2 % (heraf udgør 5 sparekasséfonde 12,8 % og Finansiell Stabilitet 12,5 %). Strukturen blandt ejerne ultimo 2018 var: De fem fonde 13 %, Institutionelle investorer 42 % og private investorer 45 %. Der var 26.167 aktionærer (mod ca. 27.000 ved børsintroduktionen). Aktionærer anmeldt med over 5 % ultimo 2018: Intervallet 15,0-19,99 % AP Pension, Intervallet 10-14,99 % Finansiell Stabilitet, intervallet 5,00-9,99 % Nykredit og Arbejdernes Landsbank.
- Ledelse: Claus E. Petersen (1961; cand. oecon; adm. direktør fra 2008), Torben Sørensen (1957; tidligere erhvervsdirektør; bankuddannet, HD Finansiering). Niels Fessel (1959) er med virkning fra i år formand for bestyrelsen. Han har tidligere været direktør i Nykredit og Forstædernes Bank.

2019: positiv udvikling spoles af store hensættelser på udlån. Salgsavance på aktiepost i Sparinvest redder resultatet

Genrejsningen af Sparekassen er godt i gang, men der er i år sket et tilbageslag omkring hensættelser til kredittab, som ikke følger den forventede udvikling med markant forbedring. I Q1-3 er der hensat 138 mio. kr. mod 77 mio. kr. i samme periode sidste år. Finanstilsynet har i september været på besøg og et beløb på 18 mio. kr. skyldes deres krav. Redegørelsen fra Tilsynet vil snart blive fremlagt.

Selve driften udvikler sig fornuftigt med godt styr over omkostningerne og en besparelse i år på ekstra 35 mio. kr. vedrørende renter på supplerende kapitallån. Man høster nu fordelene ved omlægningen af kapitalgrundlaget med større egenkapital som kernepunkt. I praksis er der imidlertid et konstant nedadgående pres på renteindtægterne som følge af hård konkurrence og renter nær nulpunktet. Den tilstræbte drejning over mod øget vægt af privatkunder med lav risikoprofil trækker i samme retning, idet der er tale om nye engagementer med udlån. Her er efterspørgslen lav, og realkredit æder sig ind på bankernes marked i disse år. Heldigvis tjener man gode penge på formidling af sådanne realkreditlån, og det store omfang af konverteringer giver både højere indtjening i år og udsigt til forbedret økonomisk robusthed hos de pågældende kunder i de kommende år.

Afbrækket i år i forbedringen af hensættelser til tab på udlån ser ikke ud til at være alvorlig men har karakter af ekstra oprydning. Heldigvis er der råd til det takket være den skattefri salgsgevinst på aktieposten i Spainvest (81 mio. kr.), der omfatter 75 % af den samlede beholdning. Der burde derfor ligge en skjult reserve tilbage i restbeholdningen. Desuden har Sparinvest i år udloddet et højere udbytte end normalt.

Balanceposterne står næsten stille (0+), og her skal der atter sættes skub i forretningen med fokus på det ønskede segment af nye kunder: private. Sparekassen er endnu ikke færdig med sin tilpasningsproces og er derfor placeret i en stilling uden lyst til aggressiv kundejagt inden for udlån.

Målene frem mod udgangen af 2022

En justering af strategien frem til ultimo 2022 er under udarbejdelse og vil inddrage en stor del af medarbejderne. Hensigten er at gøre nye planer konkrete og operationelle, ligesom medarbejderne herved på forhånd forstår og accepterer de nye retningslinjer og metoder. Hvor vidt der vil fremkomme nye økonomiske måltal vides endnu ikke. De efterfølgende mål som omtales er derfor de hidtil fastlagte.

Udlån og garantier til landbrug har som mål at blive reduceret med 500 mio. kr. til 2,2 mia. kr. ved udgangen af 2022. Udlån og garantier til landbrug var 30-06-2019 på ca. 2,3 mia. kr. Trods målet om nedbringelse af risikoeksponeringen mod landbrugskunder tilbyder sparekassen fortsat drifts- og anlægsfinansiering til den stærkeste del af de nuværende landbrugskunder.

Det er ligeledes et mål at reducere erhvervskunders udlån og garantier inden for fast ejendom. I forhold til 30-09-2017 skal disse engagementer nedbringes med 200 mio. kr. til 1,4 mia. kr. inden udgangen af 2022. Tallet er blevet opfyldt i år med et omfang på 1,2 mia. kr. svarende til 9,9 % af udlån og garantier.

Sparekassens langsigtede mål for de to nævnte sektorer er, at landbrug maksimalt skal udgøre 15 % af de samlede udlån og garantier, mens målet er 10 % for fast ejendom. Pr. 30-09-2019 var de to store segmenter på hhv. 18 og 9,9 % (procentandelene er faldende).

Mens der skæres ned på aktiviteten rettet mod landbrug og fast ejendom, skal udlånet til privatkunder øges og ultimo 2020 nå op på at udgøre 4,6 mia. kr. i omfang (opjusteret fra 4,3 til 4,6 mia. kr. i forbindelse med H1-regnskabet). Pr. 30-09 er tallet dog allerede vokset til 4,6 mia. kr., men det skyldes kortvarige garantier i forbindelse med konvertering af realkreditlån. Ultimo året vil der ligeledes være ekstra stor aktivitet af denne type, som imidlertid ikke er retningsgivende for den basale udvikling.

Hensigten med en stor omfordeling af udlånsmassen er at få en højere andel af mindre risikobetonede udlån, men det vil samtidig føre til lavere rentemarginaler. Imidlertid er det en nødvendighed for langsigtet at forbedre Sparekassens bonitet på sine udlån, idet eksponeringen mod især landbrug har været meget høj. Sparekassens egen stilling (tilliden i omverdenen) vil herigennem blive styrket som en indirekte fordel med stor betydning på langt sigt.

Landbruget er som erhverv fortsat under pres – og det er et problem som reelt overføres til långiverne, der i dette tilfælde er Den Jyske Sparekasse. I øjeblikket er der særlig opmærksomhed på risici inden for minkavl, der er ramt af nedgang i efterspørgslen og lave salgspriser for skind. Omfanget af udlån til minkavlere angives til ca. 100 mio. kr. Set i relation til Sparekassens eksponering mod landbruget er det positivt at konstatere, at årets forhøjede nedskrivninger er rettet mod kunder uden for landbruget.


Sparekassen lever op til alle lovkrav omkring soliditet såvel som Finanstilsynets generelle risikovurderingsmodel.

TILSYNSDIAMANTEN



Tilsynsdiamanten

Tilsynsdiamanten angiver 5 pejlemærker for en række særlige risikoområder. Som det fremgår af tabellen, overholder sparekassen alle Finanstilsynets pejlemærker.

 TILSYNSDIAMANTEN DE 5 NØGLETAL	FINANS-TILSYNETS PEJLEMÆRKE	DEN JYSKE SPAREKASSE	OVERHOLDT
Summen af store eksponeringer	max. 175%	128,9	✓
Udlånsvækst	max. 20%	-1,1	✓
Ejendommeeksponering	max. 25%	11,1	✓
Likviditetspejlemærke	min. 100%	230,6	✓
Stabil funding	max. 1	0,51	✓

Det samlede vægtede risikoomfang opgøres til 11,2 mia. kr. Fordelingen er: Kreditter 86, Markedsforhold 3, Operationelle forhold 11 %. Sparekassens individuelle solvensbehov er opgjort til 10,6 %, mens den faktiske kapitalprocent er 18,5 %. Overdækningen er derfor på

7,9 %, men heri fragår et generelt bufferkrav på pt. 3,5 %, altså samlet et krav på 14,1 %. Kapitalmæssigt er overdækningen derfor på 4,4 %. Den Jyske Sparekasse har internt fastlagt en målsætning om at denne overdækning skal være på 5,0 %.

Aktien som investering

Sparekassen er ved at afslutte oprydningen i problemramte udlån, hvor kunder inden for landbrug og ejendomsinvesteringer har været kernen. Samlet har man pt. akkumuleret nedskrivninger på 1,3 mia. kr. plus 0,1 mia. kr. i form af underkursreserver, samlet 1,4 mia. kr. Egenkapitalen er bogført til 1,6 mia. kr., så omfanget er voldsomt. For ledelsen har det betydet fokus på kredithåndteringen og en form for krisestyring med henblik på at slippe fri af denne skygge for at få mulighed for at kunne udnytte potentialet hos nye og kreditværdige kunder. Denne balancegang forskydes løbende i takt med tilgangen af nye kunder og udvidet forretning med de eksisterende.

I løbet af de næste to år skal oprydningen og trimning af omfanget af udlån til landbrug bringes helt på plads. Det afhænger imidlertid hele tiden af udviklingen i landbrugets økonomi omkring salgspriser og renteniveauet samt interessen for at erhverve gårde (kreditadgang for nye ejere), der ikke længere passer ind i kravene til stordrift og moderne indretning. I løbet af 2019 er der omsider indtrådt markant forbedrede markedsforhold for kød og i mindre udstrækning også for mejeriprodukter. Kriseårene for landbruget ser nu ud til at være overstået. Ledelsen fremhæver dog minkavl som en ny gruppe med svag indtjening og dermed risiko for tab. Efter ophør af drift hos sådanne producenter kan det blive svært at finde købere til anden anvendelse af disse forholdsvis små landbrugsejendomme.

Tilgang af nye kunder kan tage fart i takt med forbedringen af Sparekassens økonomiske stilling. Generelt er der øget interesse for skift fra store landsdækkende banker til lokale pengeinstitutter, da de ikke er ramt af negativ omtale omkring udbytteskatter, skatteflugt, hvidvask mv. Med en strategi rettet mod private kunder kan der være ide i at etablere filialer i større byer i Jylland, hvor man er aktiv.

Perspektivet for indtjeningen i 2020 er endnu ikke meddelt fra ledelsens side. De store hensættelser i år ser ikke ud til at gentage sig. Finanstilsynets rapport fra det ordinære besøg i Q3 vil blive fremlagt i Q4, hvilket vil sige inden for kort tid. Det burde give øget klarhed om Sparekassens risikoprofil set fra myndighedens side, og de kender jo branchens forhold bedre end nogen anden.

Vi skønner for 2020 en fremgang i basisresultatet fra (vores estimat) 220 mio. kr. i år (2018: 169 mio. kr.) til 240 mio. kr. Kursreguleringer kan estimeres til +20 mio. kr., mens hensættelser kan ansættes til -75 mio. kr. Resultatet før skat kan dermed blive på 185 mio. kr. og efter 10 mio. kr. skat vil det give et nettoresultat på ca. 175 mio. kr. Ved fuld skat (22 %) ville overskuddet dog reelt kun blive på 144 mio. kr. minus 2 mio. kr. i hybridrenter, altså netto ca. 140 mio. kr. Egenkapitalens (justerede) forrentning (140/1.720) vil således blive på 8 %.

Strukturen blandt aktionærene har også betydning for kursudviklingen. De fem sparekassefondes andel på 13 % ligger fast. De tre finansielle samarbejdspartnere må formodes at beholde deres aktieblokke i lang tid. Finansiell Stabilitet råder over en aktiepost på ca. 12 %, og den må påregnes solgt i løbet af de kommende år - muligvis til ATP eller et par tilsvarende passive pensionsforvaltere. Private (kunderne) råder over 45 % af aktierne fordelt på 26.167 hænder. Samlet udgør det en kursværdi på ca. 300 mio. kr., eller 11.600 kr. pr. aktionær udregnet som et simpelt gennemsnit. Så vidt vi kan se, har der endnu ikke været udført store aktiehandlinger med salg af (for) store poster i en såkaldt distributionsfase, og det tyder på en stabil ejerkreds. Ombytningsværdien kan dog fungere som en stopklods for folk, som ikke ønsker at realisere et kurstab. Der var nemlig tale om ombytning af garantkapital efter flere år med en fastlåst situation uden adgang til at træde ud og få disse penge frigjort igen. Opbakningen blandt kundeaktionærene er imponerende.

Aktiekursen på 71 er da også ufatteligt lav set i forhold til den indre værdi (egenkapital), der opgøres til 165. Kurs/indre værdi er dermed på kun 0,43. Resultat pr. aktie for 2018, 2019 og 2020 kan skønnes således: 13, 15, 18 kr. P/E ved kurs 71 bliver tilsvarende: 5,5; 4,7; 3,9. Aktien er uhørt lavt vurderet, og i takt med forbedring af risikoprofilen burde der være udsigt til en normalisering af aktiens værdifastsættelse på børsmarkedet. Langsigtet køb er derfor konklusionen med to års perspektiv for færdiggørelse af strukturændringen med et skift fra en stilling som risikoudsat landbrugslångiver til en profil som en normal sparekasse. Det er den nye virksomhed, man som investor kan satse på.

Styrker – Svagheder – Muligheder – Trusler

Styrker

Lokal tilstedeværelse i det jyske er Sparekassens afgørende styrke. Sparekassen udgør en del af de lokale samfund, som man bakker op om - og tilsvarende er der stor opbakning fra befolkningen til Sparekassen. Garanterne, der nu er blevet aktionærer, vil derfor i vid udstrækning beholde deres aktier. Forretningen betjener disse 26.000 plus tre gange så mange andre, i alt ca. 100.000 kunder. På dette grundlag har man rejst sig igen efter en række hårde år. I 2018 blev den fastlåste situation for garanterne løst op via børsnoteringen, og egenkapitalen tilførtes 200 mio. kr. Det var grundlag for ændringer i den ansvarlige lånekapital, som giver lavere renteudgifter og større operationel handlefrihed fremover.

Svagheder

Sparekassen er fortsat eksponeret tungt mod kunder i landbrug og i ejendomsinvesteringer. Det er en vanskelig opgave at nedbringe denne eksponering i en tid med lav køberinteresse på fast ejendom uden for storbyer. Mange landbrugskunder er hårdt presset

økonomisk og har svært ved at finde en ny bankforbindelse. Det vil formentlig betyde høje hensættelser også i 2020 og 2021. Sparekassen er udfordret omkring at leve op til de nye NEP-krav, når de er fuld indfaset. Det kan føre til optagelse af ny ikke-foranstillet seniorgæld i niveauet 250 mio. kr. De høje kapitalkrav begrænser vækstmulighederne fremover og dermed indtjeningsevnen. Der er behov for gode privatkunder inden for udlån for at forbedre indtjeningen, da erhvervslivet i Sparekassens område har begrænset behov for nye lån.

Muligheder

Aktiviteten med privatkunder vokser og er interessant. Her vil der typisk være tale om mangeårige kundeforhold. Private er ved at blive mere villige end tidligere 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 er indført og vil øge indtjeningen uden at påvirke solvenskravet. En afgørende forbedring af markedsforholdene for landbruget (priserne på fødevarer) er en udefrakommende faktor, der vil få stor positiv betydning.

Trusler

En eventuel forværring af landbrugets forhold (salgspriser, sygdomsudbrud) og økonomi (renteniveauet og priserne på jord) udgør den største trussel på grund af stor udlånseksposering. I øjeblikket er minkavl ramt af lav efterspørgsel. Det er svært for købere at skaffe lån til mindre landejendomme og produktionsanlæg, hvorved tab på lån givet til de gamle ejere øges. Skærpet lovgivning kan begrænse handlefriheden, og de nye NEP-regler vil reelt betyde et endnu højere krav til kapitalgrundlaget i takt med indfasningen over de kommende 5 år og påføre en merudgift. 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 har en nøglerolle som leverandør af it-systemer.

Regnskabstal

mio.kr.	2015	2016	2017	2018	2019E
Nettorenter + udbytter	486	455	382	393	400
Gebyrer + andet netto	231	275	268	236	270
Driftsudgifter inkl. afskr.	493	444	419	460	450
Basisresultat	224	286	231	169	220
Nedskrivninger	236	240	132	106	160
Kursregulering mv.	47	21	1	35	100
Res. før skat	35	67	100	98	160
Skat	-1	0	29	-2	-10
Nettoresultat	34	67	129	96	150
Hybridkapitaludgift		6	5	7	2
Aktionærers nettores.		61	124	89	148
Balance	15162	15.214	15.187	15.331	16.000
Nettolikviditet	3.419	3.758	3.422	3.830	4.500
Udlån	9.288	8.947	7.984	7.819	7.800
Puljeindlån	949	1.213	2.429	2.530	2.600
Indlån	11.259	11.097	9.894	10.455	10.800
Immaterielle aktiver	61	36	20	15	10
Aktiveret skat	49	55	79	102	100
Efterstillet kapital	775	775	775	348	350
Egenkapital	1.260	1.295	1.422	1.514	1.650
Garantier mv.	2.920	3.073	3.114	3.029	3.200

Seneste analyser:

Dato	Kurs	Anbefaling:	
		Kort sigt	Langt sigt
19-08-2019	68	Hold	Køb
27-05-2019	76	Hold	Køb
13-03-2019	77,6	Hold	Køb
26-11-2018	72	Afvent køb	Hold

Forbehold og ansvarsfraskrivelse

Analysen 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 hvert regnskab. Aktieinfo modtager et honorar for det udførte analysearbejde. Konklusion og anbefaling er alene udtryk for Aktieinfos vurdering. Aktieinfo, John Stihøj og Lau Svenssen 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.