

Strategien er at gøre Den Jyske Sparekasse orienteret mod privatkunder med lav risiko. Nedbringelse af udlån til landbruget fortsætter og det fastsatte mål om maksimalt 15 % eksponering forventes nået senest ultimo 2024. Indtjeningen belastes af store hensættelser til tab. Aktien handles til kun 37 % af indre værdi, og sammen med forbedringsprogrammet giver det mulighed for værditilvækst i de kommende år

- Tilpasning af udlånsporteføljen er fortsat i løbet af 2019. Sparekassen vil fremover blive tildelt voksende anerkendelse for denne reduktion i risikoprofilen. Det vil vise sig i form af lavere krav til individuel solvens og højere aktieværdi. Fokus fremover lægges på privatkunder.
- De skærpede krav til buffere og især NEP-kapital udgør en begrænsning på vækstmuligheden og indebærer direkte merudgifter til nye obligationslån med særlige NEP-forbehold. Der er dog plads til den ønskede vækst.
- Nye vurderinger af behovet for hensættelser gav sidste år et afbræk i den nedadgående trend. Heldigvis blev det mere end opvejet af indtægter fra udbytte og salg af 75 % af aktierne i Sparinvest. Omkostningerne er under kontrol. Aktivitetsomfanget målt på balanceposter voksede med 5 % som et positivt signal.
- Indtjeningen i 2020 estimerer Aktieinfo til at blive et overskud på ca. 145 mio. kr. før skat. Hensættelser til tab indgår her med et skøn på 80 mio. kr. Som følge af tidligere års underskud er skatteposten tæt på nul.
- Egenkapitalforrentningen (rentabiliteten) ligger på ca. 8 %, men de fortsat høje hensættelser vil belaste svarende til ca. 3,5 %. I 2022 påregnes denne proces at være definitivt overstået.
- Den generelt dårlige kursudvikling for aktier i pengeinstitutsektoren i de sidste par år har lagt et pres oppefra og ned på de lokale pengeinstitutters børsværdi, og det rammer derfor også DJS-aktien.
- Sparekassens markedsposition, lave børsværdi og langsigtede udviklingsmuligheder må indebære interesse fra andre pengeinstitutter i en fusion eller anden form for overtagelse. I takt med færdiggørelsen af kvalitetsløftet øges sandsynligheden for en udvikling i den retning.
- Strukturen blandt aktionærene er stabil. Det reelle frie flow har pt. en børsværdi på kun ca. 270 mio. kr. Børskursen er derfor følsom for de få ordrer som søges udført i markedet. En positiv udvikling i Sparekassen som forretning vil afhjælpe dette problem.

Anbefaling:

Aktuel Kurs: 62

Børs: Nasdaq København, Small Cap

Markedsværdi: 616 mio. kr.

Antal aktier: 9.929.176 aktier

Næste regnskab: Q1 regnskab 15-05-2020.

Kort sigt: Køb (før hold)

Langt sigt: Køb

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 60 – 80 (før 65-80)

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

Tidligere anbefaling: Hold/Køb 09-12-2019 ved kurs 71



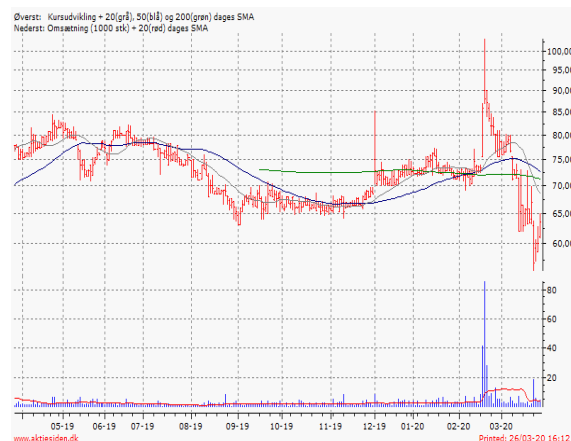
Selskabets finansielle forventninger

Guidance for 2020 er pr. 24-03-2020 blevet suspenderet.

De oprindelige mål fastsat ved fremlæggelsen af årsregnskabet var et resultat før skat i intervallet 85-125 mio. kr. Indtægterne forventedes fastholdt på det ekstraordinært høje niveau fra 2019 (konverteringer mv.).

Målet for omfanget af udlån + garantier til private fastholdtes på 4,6 mia. kr. opgjort ultimo 2020, selv om tallet nåede op på 4.615 mio. kr. ultimo 2019. Dette betegner ledelsen som forbigående.

Sparekassens langsigtede mål er, at eksponeringen mod private skal udgøre 45 %, landbrug 15 % og øvrige 40 %.



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 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 beskæftigede ultimo 2019 i alt 355 medarbejdere (ned fra 358). Kundebasen er på ca. 100.000. I juni 2018 fik de 27.000 garantier ombyttet deres kapitalindskud til aktier, og børsnoteringen af den nye aktie fandt sted 22-11-2018. 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 var forbedringen på 35 mio. kr.
- Sparekassen har et stort overskud af indlån set i forhold til udlånet og desuden et betydeligt volumen af puljeindlån (2,6 mia. kr.). Almindelige indlån udgør 10,7 mia. kr., mens udlånet er på 7,7 mia. kr. Indlånsoverskuddet er således på hele 3,0 mia. kr.
- Den Jyske Sparekasse tilbyder alle almindelige former for finansielle tjenesteydelser og dækker de normale behov hos private kunder og mindre til mellemstore erhvervs-kunder. Eksponeringen mod landbrugs-kunder er høj og reduceres systematisk.
- 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 långiverne angående det pågældende udlåns indledende fase, hvor risikoen er størst. Omfanget af formidlede lån hos de to kreditinstitutter er på 20,1 mia. kr.
- Udlån var i regnskabsåret 2019 fordelt 62/38 på Erhverv/Private. Landbrug er sammen med fast ejendom og Bygge & Anlæg de vigtigste grupper blandt låntagerne. Landbrug står for 16,9 % af krediteksponeringer, og fast ejendom for 9,5 %. De akkumulerede nedskrivninger på landbrug svarede sidste år til 18,5 %.
- Sparekassen har et mål om at nedbringe sin krediteksponering i landbrug og fast ejendom frem mod 2024, så de udgør hhv. max. 15 og 10 % af det samlede udlån. Førstnævnte burde være muligt. Sidstnævnte er netop blevet opfyldt. Samtidig skal udlånet til private udvides for at kunne opnå en tilfredsstillende indtjening, som fremover skal opnås ved en lavere risiko.
- Målsætningen om en stigning i udlån og garantier til privatkunder til 4,3 mia. kr. ultimo 2020 blev hurtigt opnået. Målet blev derfor oprevideret til 4,6 mia. kr. ultimo 2020 (det faktiske omfang var 4.615 mio. kr. ultimo 2019, men tallet påvirkes af garantier for realkreditkonvertering). Man er i år med i stiftelsen af leasings-selskabet, Opendo, sammen med 4 andre sparekasser.
- Aktionærforhold ultimo 2019 var: Fonde 13 %, Institutionelle investorer 42 % og private investorer mv. 45 %. Der var 24.676 aktionærer (26.167 ultimo 2018 og ca. 27.000 ved børsintroduktionen). Aktionærer, der har anmeldt ejerskab på over 5 % ultimo 2019: AP Pension 15,7, Finansiell Stabilitet 12,5, Nykredit Realkredit 8,8 og Arbejdernes Landsbank 5,2 %.
- Ledelse: Claus E. Petersen (1961; cand. oecon; adm. direktør fra 2008), Torben Sørensen (1957; tidligere erhvervsdirektør; bankuddannet, HD Finansiering). Niels Fessel (1959) er formand for bestyrelsen fra 2019. Han har tidligere været direktør i Nykredit og Forstædernes Bank.

2019 udviste pæn fremgang i aktiviteten. En stor salgsavance på aktieposten i Sparinvest ædes halvt op af højere hensættelser

Genrejsningen af Sparekassen er fortsat igennem året med fokus på udvidelse i privatkundesegmentet. Det samlede aktivitetsomfang opgjort for balanceposterne er vokset fra 31,2 til 32,9 mia. kr. og viser dermed en pæn fremgang på +5 %. Her kommer væksten dog i hovedsagen fra værdien af kundernes depoter, og det har lav indflydelse på indtjeningen. Udlånet står stille, men der har været flere garantier i forbindelse med konvertering af realkreditlån. De er dog af midlertidig karakter. Balanceposterne bærer præg af strukturen med basal håndtering af indlån og udlån med et stort indlånsoverskud, og hertil kommer en stor kapital inden for puljeindlån (pensioner).

Vurderet ud fra de risikovægtede aktiver i solvenskravet er niveauet for 2019 dog uforandret i forhold til 2018 med et beløb på 11,0 mia. kr., men her indgår aspektet med puljeindlån og værdipapirdepoter jo ikke.

Indtjeningen er blevet forbedret takket være omlægningen i 2018 af kapitalforholdene med en aktietegning fulgt af ændringer af de ansvarlige lån, som blev tilpasset i omfang, ligesom rentesatserne herpå blev nedbragt. Trods denne forbedring er renteindtægten faldet, og det afspejler et generelt pres i alle banker. Indtjeningen fra services og gebyrer har udviklet sig godt med en stigning på +10 %. Det er lykkedes at fastholde niveauet for omkostningerne, og det samme gælder personalestabens størrelse.

Linjen med nedbringelse af hensættelser blev imidlertid brudt, idet beløbet hertil blev forhøjet til 161 mio. kr. (106). Finanstilsynet har efter et kontrolbesøg i efteråret 2019 pålagt ændringer svarende til 31 mio. kr. af årets hensættelser, men ledelsen anfører, at man selv var opmærksom på disse mulige risici. Opdelingen på kvartaler viser da også en nedgang i det efterfølgende Q4 til et beløb på 23 mio. kr. Samtlige tab vedrørte erhvervskunder, mens der var en lille tilbageførsel for private. Det skal i øvrigt bemærkes, at der er gennemført afslutning af en hel række creditsager, og dermed er usikkerheden vedrørende disse ophørt.

Salget af 75 % af aktieposten i Sparinvest til Nykredit har givet en stor ekstraordinær indtægt, hvoraf 81 mio. kr. er skattefri. Dette bidrag har muliggjort en forbedring af overskuddet før skat (EBT) fra 98 til 149 mio. kr. Da Sparekassen kan udnytte tidligere års skattemæssige underskud, er dette tal mest relevant som målestok for udviklingen. Korrigeret for udgiften til renter vedrørende hybridkapital blev forrentningen af egenkapitalen før skat på 8,8 %.

Målene frem mod udgangen af 2022

Sparekassen sigter mod en ny profil med stabile privatkunder som kerne. Konceptet DJS Eksklusiv for kunder med over 3,0 mio. kr. i investeringsaktiver er led i denne satsning. Derudover er målet fortsat at nedbringe landbrugseksposeringen, men Sparekassen vil dog fortsat indtage en aktiv rolle som pengeinstitutforbindelse til landbrugskunder, og dette segment vil også fremover udgøre en stor del af udlånet.

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. Hvorvidt der vil fremkomme nye økonomiske måltal vides endnu ikke. De efterfølgende mål som omtales er derfor de hidtil fastlagte.

Det er et mål at reducere erhvervskunders udlån og garantier inden for segmentet 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 imidlertid allerede blevet opfyldt i år med et omfang på 1.343 mio. kr. svarende til 9,9 % af udlån og garantier.

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 H1-2019 regnskabet). Tallet er faktisk overgået ultimo 2019, men det skyldes kortvarige garantier i forbindelse med konvertering af realkreditlån. Normen er derfor endnu ikke ændret, men væksten i aktiviteten med privatkunder peger i den retning. Da dette punkt er kernen i den fremtidige strategi, er det vigtigt at fastlægge realistiske målsætninger og planer frem for rene opskrivninger i forhold til de faktisk opnåede tal.

Hensigten med en markant omfordeling af udlånsmassen fra erhverv til private er at få en højere andel af mindre risikobetonede udlån, men det vil samtidig indebære en lavere rentemarginal. Imidlertid er det en nødvendighed for langsigtet at kunne 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. Det individuelle solvenskrav må ligeledes blive sat ned.

Landbruget som erhverv er 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 omkring 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.

Sparekassen opfylder alle lovkrav omkring solvens og NEP såvel som Finanstilsynets generelle risikovurderingsmodel.

Det samlede vægtede risikoomfang er på 11,0 mia. kr. Fordelingen er: Kreditter 86, Markedsforhold 3, Operationelle forhold 11 %. Sparekassens individuelle solvensbehov er opgjort til 11,5 %, mens den faktiske kapitalprocent er 18,9 %. Overdækningen er derfor på 6,4 %, men heri fragår et generelt bufferkrav på pt. 3,5 %, altså samlet et krav på 15,0 %. Kapitalmæssigt er overdækningen derfor på 3,9 %. Sparekassen har internt fastlagt en målsætning om, at denne overdækning skal være på 5,0 %, og det er ikke opfyldt i øjeblikket.

NEP-krav (nedskrivningsegnete passiver) skal kunne imødegå en på forhånd af Finanstilsynet defineret ramme for at dække eventuelle tab ved en rekonstruktion. NEP-reglerne er under indfasning frem mod 01-01-2023. EU's hensigt er at undgå behov for statslig hjælp i tilfælde af en nødlidende situation. NEP-kravet ultimo 2019 er opgjort til 15,3 % 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 låntype påregner ledelsen et omfang i perioden 2019-22 på mere end 250 mio. kr. Med lånet indregnet dækkes NEP-kravet med 19,5 %. Angående overdækningen, der udgør 4,2 %, har man internt fastlagt en regel herfor om mindst 4,0 % som buffer. Da Sparekassen i forvejen har et stort indlånsoverskud, indebærer NEP-relaterede obligationslån en decideret merudgift.

Alle krav i Tilsynsdiamanten opfyldes omkring efterlevelse af Finanstilsynets pejlemærker.

Tilsynsdiamanten angiver 5 pejlemærker for en række særlige risikoområder, som er beregnet i henhold til Finanstilsynets vejledning.

PEJLEMÆRKER	FINANSTILSYNETS PEJLEMÆRKE	DEN JYSKE SPAREKASSE	OVERHOLDT
Summen af store eksponeringer	Max. 175	127,6	✓
Udlånsvækst	Max. 20	-1,8	✓
Ejendoms eksponering	Max. 25	11,4	✓
Likviditetspejlemærke	Min. 100	275,3	✓
Stabil funding	Max. 1	0,5	✓



TILSYNSDIAMANTEN

Sparekassen overholder alle tilsynsdiamantens pejlemærker, jf. tabellen.

Aktien som investering

For investorerne ligger aktiens langsigtede potentiale i perspektivet om et skift fra en svag stilling med omfattende problembehæftede udlån og begrænset handlefrihed til en fremtidig position som et mellemstort lokalt pengeinstitut med en kundekreds bestående af mere end 100.000 private. Det bør over tid føre til en værdistigning af aktien, der handles til et kurs/indre værdi forhold på 0,37 (62/167). P/E (20E) er ligeledes lavt med 4,5 (62/13,8). Justeres til fuld skat ville det betyde et P/E tal på 5,7 (62/10,8).

Indtjeningsevnen må dog vurderes som lav med en forrentning af egenkapitalen før skat på ca. 8 %. Belastningen fra hensættelser er imidlertid markant højere end normalt for en sparekasse af denne type. Et normalt niveau for 2020 kan skønnes til at ligge på 20 mio. kr., og dermed er der en ekstra belastning på 60 mio. kr. (80-20). Det svarer til 3,5 % målt i forhold til egenkapitalen. Normal rentabilitet vil derfor ligge på 11,5 % før skat (9,0 % efter fuld skat), og dette niveau svarer til branchen. Problemet drejer sig altså stadigvæk om de store hensættelser.

Strukturen blandt aktionærerne ser ud til at være stabil. På længere sigt må det dog påregnes, at Finansiell Stabilitet efterfulgt af Nykredit og Arbejdernes Landsbank vil ønske at sælge, mens AP Pension formentlig er permanent aktionær. Sparekassefondene forbliver også.

Det frie flow hos private er spredt bredt ud. Af aktionærerne har ca. 23.800 mindre end 1.000 styk aktier. Denne gruppe råder over 27 % af aktierne og må formodes at være stabile og ser deres kundeforhold som omdrejningspunktet. Den interessante gruppe i relation til handel med aktien omfatter de 929 større aktionærer med mere end 1.000 aktier i deres beholdning. Samlet repræsenterer de 16 % af aktiekapitalen. Af det frie flow på 43 % udgør de altså 37 procent (16/43). Det frie flow er beskedent med en børsværdi svarende til ca. 270 mio. kr. Børskursen er derfor følsom over for køb/salg af selv mindre aktieposter.

Trods forbedringerne af Sparekassens egen præstation er aktien ramt af modvind udefra, idet banker som helhed har været udsat for et ryk nedad i værdiansættelsen på børsmarkedet. Banker er ikke IN som sektor, og årsagen er en blanding af negative faktorer i form af manglende vækst, faldende indtjening pga. nul-renter og en række skandalesager i nogle af de største banker.

Styrker – Svagheder – Muligheder – Trusler

Styrker

Sparekassen styrke er en forankring i de lokale samfund. Garanterne, der er blevet aktionærer, vil derfor i vid udstrækning beholde deres aktier for at bakke op om Sparekassen. Forretningen betjener disse 25.000 personer plus tre gange så mange andre, i alt ca. 100.000 kunder. På dette grundlag har man rejst sig efter en række hårde år med store kredittab. I 2018 blev den fastlåste situation for garantierne løst op via børsnoteringen, og egenkapitalen tilførtes 200 mio. kr. Det styrkede kapitalgrundlag blev straks benyttet til ændringer i den ansvarlige lånekapital for at opnå lavere renteudgifter samtidig med at det giver en 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 storbyerne. Mange landbrugskunder er fortsat presset økonomisk og har svært ved at finde en ny bankforbindelse. Det vil formentlig betyde høje hensættelser også i 2020 og 2021. Man er udfordret omkring at leve op til de nye NEP-krav, når de er fuldt indfasat. Det vil føre til optagelse af ny ikke-foranstillet seniorgæld i niveauet 250 mio. kr. eller mere. De høje kapitalkrav begrænser vækstmulighederne fremover og dermed indtjeningsevnen. Der er behov for flere gode privatkunder med lav risiko inden for udlån for at kunne forbedre indtjeningen, da erhvervslivet i Sparekassens område har begrænset behov for nye lån.

Muligheder

Private er mere villige end tidligere til at skifte bank som følge af en række skandalesager i de største 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 sammen med negative renter på indlån 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 den store udlånseksponering. I øjeblikket er minkavl hårdt 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 betyde en merudgift. Man er afhængig af fortsat adgang til formidling af realkreditlån (Totalkredit og DLR) og af andre fælles aftaler etableret i samarbejde med gruppen af mindre pengeinstitutter, ligesom BEC har en nøglerolle med sine it-systemer.

Regnskabstal

mio.kr.	2016	2017	2018	2019	2020E
Nettorenter + udbytter	455	382	393	390	405
Gebyrer + andet netto	275	268	236	267	270
Driftsudgifter inkl. afskr.	444	419	460	463	470
Basisresultat	286	231	169	194	205
Nedskrivninger	240	132	106	161	80
Kursregulering mv.	21	1	35	116	20
Res. før skat	67	100	98	149	145
Skat	0	29	-2	-1	0
Nettoresultat	67	129	96	148	145
Hybridkapitaludgift	6	5	7	9	8
Aktionærers nettores.	61	124	89	139	137
Balance	15.214	15.187	15.331	15.956	16.000
Nettolikviditet	3.758	3.422	3.830	4.462	4.500
Udlån	8.947	7.984	7.819	7.675	7.800
Puljeindlån	1.213	2.429	2.530	2.610	2.750
Indlån	11.097	9.894	10.455	10.722	11.000
Immaterielle aktiver	36	20	15	6	0
Aktiveret skat	55	79	102	104	100
Efterstillet kapital	775	775	348	349	350
Egenkapital	1.295	1.422	1.514	1.655	1.790
Garantier mv.	3.073	3.114	3.029	3.390	3.300

Seneste analyser:

Dato	Kurs	Anbefaling:	
		Kort sigt	Langt sigt
09-12-2019	71	Hold	Køb
19-08-2019	68	Hold	Køb
27-05-2019	76	Hold	Køb
13-03-2019	77,6	Hold	Køb

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 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.