

Sparekassen Sjælland-Fyn

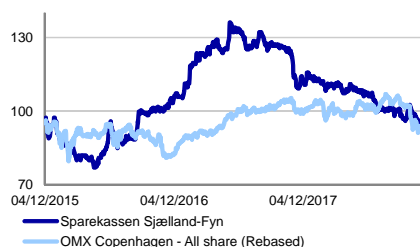
Finans
Danmark

Denne rapport er en forkortet version af en rapport, der oprindeligt er publiceret på engelsk. I tilfælde af afvigelser mellem de to versioner er den engelske version gældende.

HOVEDDATA

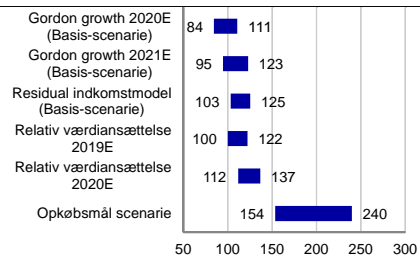
Land	Danmark
Bloomberg	SPKSJF DC
Reuters	SPKSJF.CO
Aktiekurs (luk) (kr.)	96
Free float	84%
Markedsværdi (mia.)	EUR 0.23 / DKK 1.74
Hjemmside	www.spks.dk/
Næste rapportering	

KURSDVIKLING



Kilde: Thomson Reuters

VÆRDIANSÆTTELSEMETODE



Kilde: Nordea estimer

ESTIMATÆNDRINGER

År	2018E	2019E	2020E
Indtægter i alt	0%	-2%	-2%
Omkostninger i alt	-2%	-2%	-2%
Resultat før nedskrivninger på udlån	6%	-2%	-2%
Resultat før skat	10%	-2%	-2%
Udbytte per aktie	15%	-2%	-2%
Indtjening per aktie, justeret	19%	-2%	-2%

Kilde: Nordea estimer

Nordea Markets - Analytikere

Jakob Brink
Senior Analyst, Sector Coordinator

Mathias Nielsen
Analyst

Bedre bonitet og omkostninger end forventet

Sparekassen Sjælland-Fyn's Q3 2018 resultat før nedskrivninger på udlån var 69 mio. kr., 25% bedre end vores estimat. Kursreguleringerne var den største positive overraskelse drevet af en stærk udvikling på sektoraktier. En anden positiv overraskelse var omkostningerne, som var 4% under vores estimat. Dette var drevet af af- og nedskrivninger på immaterielle og materielle aktiver på 11 mio. kr., 5 mio. kr. (31%) bedre end vores estimat. På den negative side var aktiviteten lidt under vores forventning, hvilket resulterede i 2% svagere netto renteindtægter og 5% svagere netto gebyrindtægter end ventet. Pga. at kvartalet overgik vores forventninger, løfter vi 2018E justeret indtjening per aktie med 19%, mens vi sænker 2019E-20E justeret indtjening per aktie med ~2% pga. svagere netto rente- og gebyrindtægterne. Vi estimerer en fair værdi per aktie på 84-125 kr. (88-128 kr.)

Boniteten fortsætter med at blive bedre

Sparekassen Sjælland-Fyn rapporterede tab på udlån på 6 mio. kr., 2 mio. kr. bedre end vores estimat, på trods af at der reserveres 10 mio. kr. på landbrugseksporeringer. Bonitetsfordelingen på udlån og garantier udviklede sig igen positivt, hvilket bekræfter den stærkere udlånsbog. Prisen for dette er dog, at udlånsvæksten var nede på ~0% i tredje kvartal, 2% under vores estimat. Vi forstår, at dette primært skyldtes afvikling af svage engagementer samt en lavere risikoappetit i visse områder af markedet. Den stigende risikoaversion samt et forsat hårdt marked medførte også tilbagevendende marginalpres i Q3 2018 efter flade underliggende marginaler i Q2. Den egentlige kernekapitalprocent var 12.5% i Q3 2018, 60 bp over vores estimat pga. en positiv udvikling i bankens REA, hvor kreditrisikoeksporeringerne faldt med 3.5% i kvartalet trods flade udlån.

2018E justeret indtjening per aktie op 19%; 2019E-20E ned 2%

Vi løfter vores 2018E justeret indtjening per aktie med 19%, grundet det bedre resultat i Q3 samt 10 mio. kr. lavere tab på udlån fra Q4 2018E, hvilket mere end modsvarer den negative effekt, der kommer fra sænkningen af udlånsvæksten til 4.5% (6%) for 2018. På den anden side sænker vi vores 2019E-20E justeret indtjening per aktie med ~2%, primært pga. lavere rentemarginaler, lavere udlån og svagere gebyrindtægter. Dette leder til et 2% fald i vores netto rente- og gebyrindtægter, hvilket bliver delvist modsvaret af 5 mio. kr. (20%) højere kursreguleringer, 2% lavere omkostninger og 5 mio. kr. (~10%) lavere tab på udlån for 2019E-20E

Fair værdi per aktie på 84-125 kr. (88-128 kr.)

Pga. af de negative estimatændringer for de kommende år sænker vi vores fair værdi per aktie interval til 84-125 kr. Sparekassen Sjælland-Fyn handler på en 2019E justeret P/E på 7.4x, 13% under de andre danske banker.

NØGLETAL

DKKm	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Indtægter i alt	1,090	978	1,043	1,073	1,059	1,161	1,220
Omkostninger i alt	660	694	710	769	804	814	833
Nedskrivningsprocent	-2.36%	-1.50%	-1.10%	-0.32%	-0.09%	-0.33%	-0.34%
Resultat før skat	175	136	228	273	246	309	344
Egenkapitalforrentning	11.4%	8.1%	10.8%	12.0%	9.1%	10.0%	10.3%
Afkast på justeret indre værdi	12.9%	8.9%	5.9%	8.5%	4.9%	8.3%	8.6%
Kurs/indre værdi	n.a.	n.a.	0.68	0.67	0.61	0.61	0.60
Kurs/indre værdi justeret	n.a.	n.a.	0.73	0.71	0.64	0.63	0.62
BIS III egentlig kernekapitalprocent	8.3%	10.0%	9.9%	10.7%	13.0%	13.3%	14.0%
Udbytte per aktie, kr.	n.a.	3.00	3.05	0.00	2.38	3.75	4.21
Udbytteprocent	n.a.	3.08%	2.87%	0.00%	2.48%	3.91%	4.39%
Samlet pay-out ratio	n.a.	0.00	0.09	0.00	0.16	0.23	0.23

Kilde: Virksomhedsdata og Nordea estimer

Estimater

Q3 2018 RESULTAT VS ESTIMATER

	Faktisk	NDA	Afvigelse		Faktisk	q/q	Faktisk	År/År
DKKm	Q3	Q3 18E	vs. Faktisk		Q2 18	vækst	Q3 17	vækst
Renteindtægter	151	155	-3	-2%	154	-2%	152	0%
Renteudgifter	18	19	-1	-3%	17	5%	15	22%
Netto renteindtægter	133	136	-3	-2%	136	-2%	137	-3%
Udbytte af aktier m.v.	2	1	1	-	16	-86%	15	-85%
Gebyrer og provisionsindtægter	107	117	-10	-8%	114	-6%	108	-1%
Afgivne gebyrer og provisionsudgifter	5	4	0	6%	4	8%	5	-8%
Netto rente- og gebyrindtægter	238	249	-11	-5%	262	-9%	255	-7%
Kursreguleringer	25	8	18	-	-21	-	7	-
Andre driftsindtægter	5	5	0	-1%	4	36%	4	41%
Indtægter i alt	268	262	6	2%	245	9%	265	1%
Udgifter til personale og administration	184	186	-2	-1%	186	-1%	171	8%
Af- og nedskrivninger på immaterielle og materielle aktiver	11	16	-5	-31%	16	-31%	12	-10%
Andre driftsudgifter	4	4	0	-6%	4	-6%	5	-17%
Omkostninger i alt	199	206	-7	-4%	206	-4%	187	6%
Resultat før nedskrivninger på udlån	69	55	14	25%	39	77%	78	-11%
Nedskrivninger på udlån m.v.	6	8	-2	-19%	-8	-	3	-
Resultat af kapitalandele i associerede og tilknyttede virksomh	-1	1	-2	-	1	-	-1	-44%
Resultat før skat	62	48	13	28%	48	30%	74	-16%
Skat	4	1	3	-	12	-67%	6	-35%
Resultat efter skat	58	47	11	23%	36	63%	68	-15%
Egentlig kernekapitalprocent	12.5%	11.9%	0.6 pp		12.1%	0.4 pp	9.7%	2.8 pp

Kilde: Virksomhedsdata og Nordea estimater

ÆNDRINGER TIL ESTIMATER

	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
DKKm	Nye estimater			Ændring i estimater			Tidligere estimater		
Renteindtægter	601	651	689	-1%	-3%	-3%	609	670	709
Renteudgifter	68	51	56	-2%	-7%	-7%	69	55	60
Netto renteindtægter	534	600	632	-1%	-2%	-3%	540	615	649
Udbytte af aktier m.v.	25	25	26	5%	5%	5%	23	24	25
Gebyrer og provisionsindtægter	460	508	533	-2%	-2%	-2%	471	520	546
Afgivne gebyrer og provisionsudgifter	19	19	20	3%	3%	3%	18	19	19
Netto rente- og gebyrindtægter	1,000	1,113	1,171	-2%	-2%	-2%	1,017	1,140	1,200
Kursreguleringer	42	30	31	76%	20%	20%	24	25	26
Andre driftsindtægter	17	18	18	0%	0%	0%	18	18	18
Indtægter i alt	1,059	1,161	1,220	0%	-2%	-2%	1,058	1,182	1,243
Udgifter til personale og administration	738	748	766	-1%	-1%	-1%	743	752	771
Af- og nedskrivninger på immaterielle og materielle aktiver	49	49	49	-15%	-15%	-15%	58	58	58
Andre driftsudgifter	17	17	17	-3%	-3%	-3%	17	17	18
Omkostninger i alt	804	814	833	-2%	-2%	-2%	818	828	847
Resultat før nedskrivninger på udlån	255	347	387	6%	-2%	-2%	240	355	397
Nedskrivninger på udlån m.v.	11	40	45	-51%	-11%	-10%	22	45	50
Resultat af kapitalandele i associerede og tilknyttede virksomhede	2	2	2	-50%	-50%	-50%	4	4	4
Resultat før skat	246	309	344	11%	-1%	-2%	222	314	350
Skat	20	27	30	17%	-1%	-2%	17	27	30
Resultat efter skat	225	282	314	10%	-1%	-2%	204	287	320
Indtjening per aktie, justeret, kr.	6.58	12.89	14.47	19%	-2%	-2%	5.51	13.10	14.75
Udbytte per aktie, kr.	2.38	3.75	4.21	15%	-2%	-2%	2.08	3.81	4.29

Kilde: Virksomhedsdata og Nordea estimater

Rapporterede tal og estimater

KVARTALSVISE NØGLETAL

AKTIEDATA

DKKm	Q1 17	Q2 17	Q3 17	Q4 17	Q1 18	Q2 18	Q3 18	Q4 18E
Indtjening per aktie	4.66	3.69	4.12	2.94	5.02	1.17	2.19	2.39
Indtjening per aktie, justeret	4.05	3.53	3.58	1.84	1.97	1.28	1.89	1.94
Indre værdi per aktie	161.59	162.25	166.37	170.94	167.60	151.71	153.88	156.27
Indre værdi per aktie, justeret	150.26	151.15	155.52	160.38	157.27	144.15	146.49	148.89
Udbytte per aktie	-	-	-	-	-	-	-	-
Udbytte pay-out ratio	-	-	-	-	-	-	-	-
Aktietilbagekøb (per aktie)	-	-	-	-	-	0.00	0.00	0.00
Samlet pay-out ratio	-	-	-	-	-	-	-	-
Aktiekurs ved periodens afslutning	129.50	126.00	126.50	114.50	107.30	102.50	100.00	95.80
Markedsværdi	1,688	1,642	1,648	1,492	1,398	1,781	1,737	1,665
Udvandet antal aktier ved periodens afslutning (mio.)	13	13	13	13	13	17	17	17

VÆRDIANSÆTTELSE

(x)	Q1 17	Q2 17	Q3 17	Q4 17	Q1 18	Q2 18	Q3 18E	Q4 18E
P/E (annualiseret)	6.9	8.5	7.7	9.7	5.3	21.9	11.4	10.0
P/E (justeret)	8.0	8.9	8.8	15.6	13.6	20.1	13.2	12.4
Kurs/indre værdi	0.80	0.78	0.76	0.67	0.64	0.68	0.65	0.61
Kurs/indre værdi justeret	0.86	0.83	0.81	0.71	0.68	0.71	0.68	0.64
Udbytteprocent	-	-	-	-	-	-	-	-
Samlet direkte afkast	-	-	-	-	-	-	-	-

KAPITALPROCENTER

%	Q1 17	Q2 17	Q3 17	Q4 17	Q1 18	Q2 18	Q3 18E	Q4 18E
BIS II Trans. egentlig kernekapitalprocent	-	-	-	-	-	-	-	-
BIS II Trans. kapitalprocent	-	-	-	-	-	-	-	-
BIS III egentlig kernekapital	1,541	1,639	1,627	1,818	1,703	2,176	2,143	2,267
BIS III REA	16,206	16,205	16,853	16,973	16,686	18,009	17,193	17,385
BIS III egentlig kernekapitalprocent	9.5%	10.1%	9.7%	10.7%	10.2%	12.1%	12.5%	13.0%
BIS III kernekapitalprocent	12.6%	13.2%	12.6%	14.0%	13.7%	16.8%	14.4%	15.0%
BIS III kapitalprocent	14.7%	15.3%	14.6%	16.3%	16.1%	19.8%	16.8%	17.3%
Justeret egenkapital/aktiver	9.9%	9.5%	9.7%	9.7%	9.4%	10.7%	10.8%	10.9%
Justeret egenkapital/udlån	18.3%	17.7%	17.8%	17.9%	17.6%	20.8%	21.2%	21.2%
Gearingratio	7.8%	7.9%	7.8%	8.5%	7.8%	9.3%	9.1%	9.6%

KREDITKVALITET

DKKm	Q1 17	Q2 17	Q3 17	Q4 17	Q1 18	Q2 18	Q3 18E	Q4 18E
Værdiforringede lån	-	-	-	-	-	-	-	-
Nedskrivnings-/hensættelsessaldo	1,338	1,197	975	1,143	1,341	1,137	1,080	1,074
Dækningsratio	-	-	-	-	-	-	-	-
Nedskrivnings-/hensættelsessaldo / udån i alt	12.51%	10.76%	8.57%	9.78%	11.52%	9.46%	8.99%	8.80%
Værdiforringede lån / udlån i alt	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Nedskrivningsprocent	0.41%	0.35%	0.09%	0.38%	0.41%	-0.26%	0.22%	0.00%
Vækst i nedskrivnings-/hensættelsessaldo (år/år)	-	-	-	-	-22%	-23%	-3%	-21%
Vækst i værdiforringede lån (år/år)	-	-	-	-	-	-	-	-

PROFITABILITET

Justeret for engangsposter	Q1 17	Q2 17	Q3 17	Q4 17	Q1 18	Q2 18	Q3 18E	Q4 18E
Egenkapitalforrentning	10.4%	9.0%	9.0%	4.5%	4.8%	4.0%	5.6%	5.5%
Afkast på justeret indre værdi	11.2%	9.7%	9.7%	4.9%	5.1%	4.2%	6.0%	5.9%
O/I	70.3%	73.2%	74.6%	83.8%	81.2%	91.3%	80.1%	83.1%
Nettorentemarginal	4.59%	4.74%	4.64%	4.56%	4.09%	4.10%	3.90%	4.23%

INDTÆGTSFORDELING

Justeret for engangsposter	Q1 17	Q2 17	Q3 17	Q4 17	Q1 18	Q2 18	Q3 18E	Q4 18E
Nettorenteindtægter	45%	48%	49%	52%	49%	52%	46%	50%
Nettoebyrindtægter	47%	44%	47%	44%	52%	56%	42%	45%
Nettoreultat fra finansielle transaktioner	7%	5%	3%	2%	-2%	-9%	10%	3%
Nettoforsikringsresultat	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Andre driftsindtægter	2%	3%	1%	1%	2%	2%	2%	2%

Kilde: Virksomhedsdata og Nordea estimater

KVARTALSVIS RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

RESULTATOPGØRELSE

DKKm	Q1 17	Q2 17	Q3 17	Q4 17	Q1 18	Q2 18	Q3 18	Q4 18E
Nettorenteindtægter	130	136	137	139	129	136	133	135
Nettogebyrindtægter	122	112	118	104	123	126	105	112
Nettoreultat fra finansielle transaktioner	18	13	7	6	29	-21	25	8
Nettoforsikringsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0
Andre driftsindtægter	4	8	4	16	4	4	5	5
Indtægter i alt	275	269	265	264	285	245	268	260
Personale og adm. omkostninger	161	173	171	187	176	186	184	192
Andre driftsudgifter	5	5	5	4	5	4	4	4
Afskrivninger	17	12	12	17	11	16	11	12
Omkostninger i alt	183	191	187	208	191	206	199	208
Resultat før nedskrivninger på udlån	91	78	78	56	94	39	69	52
Nedskrivninger på udlån	11	9	3	11	12	-8	6	0
Andet	1	0	-1	3	1	1	-1	1
Resultat før skat	81	69	74	49	83	48	62	53
Skat	7	7	6	-4	2	12	4	2
Ophørte aktiviteter	0	0	0	0	0	0	0	0
Minoritetsinteresse	0	0	0	0	0	0	0	0
Periodens resultat	75	62	68	53	80	36	58	52

BALANCE

DKKm	Q1 17	Q2 17	Q3 17	Q4 17	Q1 18	Q2 18	Q3 18E	Q4 18E
Kassebeholdning / interbank	377	362	347	357	360	360	406	406
Udlån	10,695	11,121	11,371	11,681	11,642	12,022	12,014	12,206
Immaterielle aktiver	148	145	141	138	135	131	128	128
Aktiver i alt	19,814	20,776	20,954	21,487	21,704	23,362	23,529	23,721
Gæld til kreditinstitutter og centralbanker	349	429	370	439	337	377	518	518
Indlån	15,542	16,287	16,370	16,589	16,846	17,503	17,369	17,419
Supplerende kapital	368	353	353	403	403	531	532	415
Minoritetsinteresse	0	0	0	0	0	0	0	0
Aktiekapital	2,106	2,114	2,168	2,228	2,184	2,636	2,674	2,715
Passiver i alt	19,814	20,776	20,954	21,487	21,704	23,362	23,529	23,721
Udlån til indlån	69%	68%	69%	70%	69%	69%	69%	70%
Bankudlån til indlån	69%	68%	69%	70%	69%	69%	69%	70%
LCR	-	-	-	-	-	-	-	-
NSFR	-	-	-	-	-	-	-	-

VÆKST (ÅR/ÅR)

Justeret for engangsposter	Q1 17	Q2 17	Q3 17	Q4 17	Q1 18	Q2 18	Q3 18E	Q4 18E
Nettorenteindtægter	-6%	-3%	2%	0%	-2%	-4%	-8%	1%
Nettogebyrindtægter	16%	7%	21%	-8%	1%	12%	-11%	8%
Indtægter i alt	2%	17%	-4%	4%	-10%	-11%	-1%	5%
Personale og adm. omkostninger	5%	6%	9%	-2%	9%	10%	8%	6%
Omkostninger i alt	10%	6%	4%	1%	4%	11%	6%	4%
Resultat før nedskrivninger på udlån	-14%	60%	-21%	25%	-43%	-71%	-23%	10%
Resultat før skat	31%	228%	8%	128%	-51%	-52%	-30%	41%
Periodens resultat	31%	228%	8%	128%	-51%	-52%	-30%	41%
Udlån	10%	13%	13%	12%	9%	8%	6%	4%
Indlån	7%	5%	6%	6%	8%	7%	6%	5%
Aktiver	6%	5%	7%	8%	10%	12%	12%	10%
REA vækst (BIS II Trans.)	-	-	-	-	-	-	-	-
REA vækst (BIS III)	12%	5%	11%	7%	3%	11%	2%	2%

Kilde: Virksomhedsdata og Nordea estimater

ÅRLIGE NØGLETAL**AKTIEDATA**

DKKm	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
Indtjening per aktie, kr.	n.a.	n.a.	12.23	15.41	9.52	15.00	16.84	18.06
Indtjening per aktie, justeret, kr.	n.a.	n.a.	8.29	13.00	6.58	12.89	14.47	15.51
Indre værdi per aktie, kr.	n.a.	n.a.	157.93	170.94	156.27	168.89	183.08	198.31
Indre værdi per aktie, justeret, kr.	n.a.	n.a.	146.44	160.38	148.89	161.50	175.69	190.92
Udbytte per aktie, kr.	n.a.	3.00	3.05	0.00	2.38	3.75	4.21	4.51
Udbytte pay-out ratio	n.a.	n.a.	9%	0%	16%	23%	23%	23%
Aktietilbagekøb (per aktie)	n.a.	n.a.	n.a.	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Samlet pay-out ratio	n.a.	n.a.	9%	0%	16%	23%	23%	23%
Aktiekurs ved periodens afslutning, kr.	n.a.	98.00	107.00	114.50	95.80	102.51	109.68	117.36
Markedsværdi	n.a.	n.a.	1,394	1,492	1,665	1,781	1,906	2,039
Udvandet antal aktier ved periodens afslutning (mio.)	0	0	13	13	17	17	17	17

VÆRDIANSÆTTELSE

(x)	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
P/E (annualiseret)	-	-	8.7	7.4	10.1	6.8	6.5	6.5
P/E (justeret)	-	-	12.9	8.8	14.6	8.0	7.6	7.6
Kurs/indre værdi	-	-	0.68	0.67	0.61	0.61	0.60	0.59
Kurs/indre værdi justeret	-	-	0.73	0.71	0.64	0.63	0.62	0.61
Udbytteprocent	-	-	1.4%	0.0%	2.2%	3.9%	4.4%	4.7%
Samlet direkte afkast	-	-	1.4%	0.0%	2.2%	3.7%	3.8%	3.8%

KAPITALPROCENTER

%	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
BIS II Trans. egentlig kernekapitalprocent	-	-	-	-	-	-	-	-
BIS II Trans. kapitalprocent	-	-	-	-	-	-	-	-
BIS III egentlig kernekapital	1,207	1,472	1,576	1,818	2,267	2,450	2,671	2,907
BIS III REA	14,459	14,721	15,858	16,973	17,385	18,471	19,140	19,701
BIS III egentlig kernekapitalprocent	8.3%	10.0%	9.9%	10.7%	13.0%	13.3%	14.0%	14.8%
BIS III kernekapitalprocent	11.6%	13.0%	12.9%	14.0%	15.0%	15.1%	15.7%	16.5%
BIS III kapitalprocent	14.7%	15.5%	15.6%	16.3%	17.3%	17.3%	17.9%	18.6%
Justeret egenkapital/aktiver	7.5%	9.5%	9.6%	9.7%	10.9%	11.4%	12.2%	13.0%
Justeret egenkapital/udlån	14.6%	18.2%	18.2%	17.9%	21.2%	21.5%	22.5%	23.7%
Gearingsratio	6.2%	7.9%	7.9%	8.5%	9.6%	10.0%	10.6%	11.4%

KREDITKVALITET

DKKm	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
Værdiforringede lån	-	-	-	-	-	-	-	-
Nedskrivnings-/hensættelsessaldo	2,755	1,908	1,361	1,143	1,074	1,053	1,032	1,011
Dækningsratio	-	-	-	-	-	-	-	-
Nedskrivnings-/hensættelsessaldo / udån i alt	27.60%	19.54%	13.00%	9.78%	8.80%	8.06%	7.60%	7.23%
Værdiforringede lån / udlån i alt	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Nedskrivningsprocent	-2.36%	-1.50%	-1.10%	-0.32%	-0.09%	-0.33%	-0.34%	-0.37%
Vækst i nedskrivnings-/hensættelsessaldo (år/år)	-12%	-31%	-29%	-16%	-6%	-2%	-2%	-2%
Vækst i værdiforringede lån (år/år)	-	-	-	-	-	-	-	-

PROFITABILITET

Justeret for engangsposter	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
Egenkapitalforrentning	11.4%	8.1%	5.4%	7.9%	4.6%	7.9%	8.2%	8.1%
Afkast på justeret indre værdi	12.9%	8.9%	5.9%	8.5%	4.9%	8.3%	8.6%	8.5%
O/I	60.6%	71.0%	74.8%	75.3%	83.8%	71.4%	69.5%	68.2%
Nettorentemarginal	6.27%	6.10%	4.89%	4.39%	3.93%	4.57%	4.58%	4.58%

INDTÆGTSFORDELING

Justeret for engangsposter	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
Nettorenteindtægter	60%	62%	51%	48%	49%	51%	51%	51%
Nettogebyrindtægter	33%	43%	44%	45%	49%	45%	45%	45%
Nettoresultat fra finansielle transaktioner	5%	-6%	5%	4%	1%	3%	3%	3%
Nettoforsikringsresultat	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Andre driftsindtægter	1%	2%	0%	2%	2%	2%	2%	2%

Kilde: Virksomhedsdata og Nordea estimater

ÅRLIGE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE**RESULTATOPGØRELSE**

DKKm	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Nettorenteindtægter	511	654	602	551	542	534	600	632
Nettogebyrindtægter	288	365	418	421	457	466	514	539
Nettoresultat fra finansielle transaktioner	-31	55	-58	47	43	42	30	31
Nettoforsikringsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0
Andre driftsindtægter	373	15	15	24	31	17	18	18
Indtægter i alt	1,141	1,090	978	1,043	1,073	1,059	1,161	1,220
Personale og adm. omkostninger	500	577	613	644	691	738	748	766
Andre driftsudgifter	30	47	50	14	19	17	17	17
Afskrivninger	48	36	31	52	59	49	49	49
Omkostninger i alt	578	660	694	710	769	804	814	833
Resultat før nedskrivninger på udlån	564	429	284	333	304	255	347	387
Nedskrivninger på udlån	1,460	257	150	107	33	11	40	45
Andet	1	3	3	2	3	2	2	2
Resultat før skat	-895	175	136	228	273	246	309	344
Skat	-152	-4	-8	12	16	20	27	30
Ophørte aktiviteter	0	0	0	0	0	0	0	0
Minoritetsinteresse	0	0	0	0	0	0	0	0
Periodens resultat	-743	180	144	216	257	225	282	314

BALANCE

DKKm	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Kassebeholdning / interbank	328	572	623	384	357	406	406	406
Udlån	10,906	9,981	9,763	10,474	11,681	12,206	13,061	13,583
Immaterielle aktiver	186	174	162	150	138	128	128	128
Aktiver i alt	20,099	19,322	18,730	19,859	21,487	23,721	24,575	25,098
Gæld til kreditinstitutter og centralbanker	370	308	319	429	439	518	518	518
Indlån	15,723	15,315	14,633	15,647	16,589	17,419	18,290	18,838
Supplerende kapital	1,282	596	465	466	403	415	415	415
Minoritetsinteresse	0	0	0	0	0	0	0	0
Aktiekapital	1,529	1,631	1,939	2,058	2,228	2,715	2,934	3,181
Passiver i alt	20,099	19,322	18,730	19,859	21,487	23,721	24,575	25,098
Udlån til indlån	69%	65%	67%	67%	70%	70%	71%	72%
Bankudlån til indlån	-	-	-	-	-	-	-	-
LCR	-	-	-	-	-	-	-	-
NSFR	-	-	-	-	-	-	-	-

VÆKST (ÅR/ÅR)

Justeret for engangsposter	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Nettorenteindtægter	4%	28%	-8%	-18%	-2%	-3%	23%	6%
Nettogebyrindtægter	15%	27%	15%	1%	8%	2%	10%	5%
Indtægter i alt	50%	-5%	-10%	-1%	4%	-4%	19%	5%
Personale og adm. omkostninger	13%	15%	6%	7%	4%	8%	1%	2%
Omkostninger i alt	17%	14%	5%	4%	5%	6%	1%	2%
Resultat før nedskrivninger på udlån	109%	-24%	-34%	-14%	2%	-37%	109%	12%
Resultat før skat	-4233%	-120%	-22%	2%	57%	-32%	96%	12%
Periodens resultat	-3852%	-124%	-20%	-25%	57%	-32%	96%	12%
Udlån	18%	-8%	-2%	7%	12%	4%	7%	4%
Indlån	34%	-3%	-4%	7%	6%	5%	5%	3%
Aktiver	18%	-4%	-3%	6%	8%	10%	4%	2%
REA vækst (BIS II Trans.)	-	-	-	-	-	-	-	-
REA vækst (BIS III)	12%	2%	2%	8%	7%	2%	6%	4%

Kilde: Virksomhedsdata og Nordea estimater

Ansvarsfraskrivelse og vigtig information

Materialets oprindelse

Dette materiale er udarbejdet af: Nordea Bank AB (publ), herunder filialerne Nordea Danmark, Filial af Nordea Bank Abp, Finland, Nordea Bank Abp, filial i Norge og Nordea Bank Abp, filial i Sverige (tilsammen "Nordea"), via enheden Nordea Markets.

Nordea Bank Abp er underlagt tilsyn af Den Europæiske Centralbank og det finske finanstilsyn, og filialerne er underlagt tilsyn af Den Europæiske Centralbank og det finske finanstilsyn og finanstilsynsmyndighederne i de respektive lande.

Materialets indhold

Dette materiale er alene udarbejdet af Nordea Markets.

Vurderinger eller forslag fra obligations- og aktieanalysefunktionerne i Nordea Markets kan afvige fra hinanden og fra vurderinger fremsat af andre enheder i Nordea. Årsagen til dette kan typisk være forskellige tidshorisonter, metoder, sammenhænge eller andre faktorer.

Oplysningerne i dette materiale skal ikke ses som og udgør ikke investeringsrådgivning og skal ej heller ses som et tilbud om eller en opfordring til køb eller salg af finansielle instrumenter. Oplysningerne i materialet tager ikke højde for bestemte modtageres investeringsformål, økonomiske situation eller behov. Det tilrådes altid at indhente relevant og konkret professionel rådgivning, inden der træffes investerings- eller kreditbeslutninger.

Vurderinger og ratings er baseret på en eller flere værdiansættelsesmetoder, herunder pengestrømsanalyse, anvendelse af multipler og adfærdstekniske analyser af underliggende markedsbevægelser i kombination med overvejelser om markedsforholdene og tidshorisonen. Væsentlige forudsætninger, der ligger til grund for prognoser eller ratings i refererede eller gengivne analyser fremgår af analysedataene fra de respektive navngivne kilder. Offentliggørelsesdatoen fremgår af det refererede eller gengivne analysedata. Vurderinger og estimater kan blive opdateret i efterfølgende udgaver af materialet, forudsat at det relevante selskab/den relevante udsteder behandles på ny i sådant materiale.

Materialets gyldighed

Alle vurderinger og estimater i materialet er, uanset kilde, givet i god tro og gælder kun pr. den anførte dato og kan ændres uden videre.

Ingen individuel investerings- eller skatterådgivning

Materialet er udelukkende generel og foreløbig information til investorer og skal ikke ses som grundlag for investeringsbeslutninger. Materialet er udarbejdet af Nordea Markets som generelt informationsmateriale til personlig brug for de investorer, for hvem det er gjort tilgængeligt. Materialet skal ikke opfattes som en personlig anbefaling af bestemte finansielle instrumenter eller strategier og udgør således ikke individuel investeringsrådgivning tilpasset den enkelte investor. Materialet tager ikke højde for den enkelte investors økonomiske situation, nuværende aktiver eller passiver, kendskab til og erfaring med investeringer, investeringsformål og investeringshorisont samt risikoprofil og præferencer. Investorer skal især sikre sig, at den påtænkte investering er egnet i forhold til vedkommendes økonomiske og skattemæssige situation og investeringsformål. Investorer bærer risikoen for potentielle tab i forbindelse med en investering.

Før investor handler på baggrund af oplysningerne i dette materiale, anbefales det at indhente rådgivning i den valgte jurisdiktion om (men ikke begrænset til) de økonomiske, juridiske, skattemæssige eller lovgivningsmæssige konsekvenser af en investering.

Oplysningerne i materialet skal ikke opfattes som rådgivning om de skattemæssige konsekvenser ved at foretage visse investeringer. Enhver potentiel investor skal foretage sin egen vurdering af de skattemæssige og andre økonomiske konsekvenser af en investering.

Kilder

Dette materiale kan være baseret på eller indeholde information som eksempelvis estimater og værdiansættelser fra: Nordea Markets' analytikere eller repræsentanter, offentligt tilgængelig information, information fra andre enheder i Nordea eller andre navngivne kilder.

I det omfang materialet eller rapporten er baseret på eller indeholder information fra andre kilder ("Andre kilder") end Nordea Markets ("Ekstern information"), har Nordea Markets skønnet, at de Andre kilder er pålidelige, men hverken Nordea, andre med forbindelse til eller tilknyttet Nordea eller nogen anden person garanterer eller har noget ansvar for nøjagtigheden, tilstrækkeligheden eller fuldstændigheden af den Eksterne information.

Ansvarsbegrænsning

Nordea eller andre associerede eller tilknyttede selskaber påtager sig intet ansvar for så vidt angår nogen beslutning om køb, salg eller bibeholdelse af en investering foretaget af en investor på baggrund af dette materiale. I intet tilfælde vil Nordea eller andre associerede og tilknyttede selskaber være ansvarlig for direkte eller indirekte tab, utilsigtede tab eller særlige tab eller følgeskader (uanset om dette burde kunne være forudset eller ej), der måtte opstå som følge af oplysningerne i dette materiale.

Risikooplysninger

Risikoen ved at investere i visse finansielle instrumenter, inklusive instrumenterne omtalt i dette materiale, er generelt høj, eftersom deres markedsværdi bliver påvirket af en lang række forskellige faktorer, herunder de operationelle og finansielle vilkår for det relevante selskab, vækstmuligheder, ændringer i rentesatser, det økonomiske og politiske klima, valutakurser, skift i markedsfølelse og forventninger osv. Hvor en investering eller et værdipapir er denomineret i en anden valuta end investors referencevaluta, vil ændringer i valutakurser kunne have en negativ effekt på værdien af eller kursen på samt indtægter af eller fra investeringen for investor. Den historiske udvikling er ikke nødvendigvis en indikation for den fremtidige udvikling. Estimater for den fremtidige udvikling er baseret på forudsætninger, der måske ikke holder. Ved investering i enkeltaktier kan investor helt eller delvist tabe det investerede beløb.

Interessekonflikter

Læsere af dette materiale skal være opmærksomme på, at Nordea har modtaget betaling fra selskabet nævnt i materialet for at udarbejde rapporten. Betalingen er ikke afhængig af materialets indhold.

Nordea, tilknyttede selskaber eller medarbejdere i Nordea må udføre ydelser for, indgå forretninger med, have lange eller korte positioner i eller på anden måde have interesser i værdipapirer (herunder derivater) i ethvert selskab, der omtales i materialet.

For at begrænse eventuelle interessekonflikter og imødegå misbrug af intern viden er analytikerne i Nordea Markets underlagt interne regler for hensigtsmæssig etisk adfærd, håndtering af intern viden og ikke-offentliggjort analysedata, kontakt til andre enheder i Koncernselskaberne og egne værdipapirhandlere. De interne regler er udarbejdet i overensstemmelse med gældende lovgivning og relevante branchestandarder. Formålet med de interne regler er eksempelvis at sikre, at ingen analytikere misbruger eller foranlediger, at andre misbruger fortrolig information. Det er Nordea Markets' politik, at der ikke er sammenhæng mellem indtjeningen fra kapitalmarkedsaktiviteter og individuel aflønning af analytikere. Nordea og filialerne er medlem af nationale børsmæglerforeninger i hvert af de lande, hvor Nordea har hovedkontor. De interne regler er udarbejdet i overensstemmelse med anbefalinger udstedt af børsmæglerforeningerne. Dette materiale er udarbejdet i overensstemmelse med Nordeas politik for interessekonflikter, som kan ses på www.nordea.com/mifid.

Distributionsbegrænsninger

De værdipapirer, der omtales i materialet, er ikke nødvendigvis godkendt til salg i visse jurisdiktioner. Dette materiale er ikke tiltænkt og må ikke distribueres til privatkunder i Storbritannien eller USA. Dette materiale er alene tiltænkt og må kun distribueres til godkendte investorer, investorer med ekspertviden eller institutionelle investorer i Singapore, som kan kontakte Nordea Bank, Singapore Branch, 138 Market Street, #09-01, CapitaGreen, Singapore 048946.

Materialet må distribueres af Nordea Bank Luxembourg S.A., 562, rue de Neudorf, L-2015 Luxembourg, som er underlagt tilsynsmyndigheden Commission de Surveillance du Secteur Financier.

Dette materiale må distribueres af Nordea Bank, Singapore Branch, som er underlagt tilsyn af Den Europæiske Centralbank, det finske finanstilsyn og tilsynsmyndigheden Monetary Authority of Singapore.

Dette materiale må distribueres til institutionelle investorer i Storbritannien af Nordea Bank Abp, London Branch, 6th Floor, 5 Aldermanbury Square, London, EC2V 7AZ, som er underlagt tilsyn af Den Europæiske Centralbank og det finske finanstilsyn og underlagt begrænset tilsyn af Financial Conduct Authority og Prudential Regulation Authority i Storbritannien. Enkeltheder vedrørende omfanget af dette tilsyn af Financial Conduct Authority og Prudential Regulation Authority kan fås ved henvendelse til Nordea.

Mekanisk, fotografisk eller anden gengivelse af hele materialet eller dele heraf er ikke tilladt ifølge gældende lov om ophavsret.

Analytikers aktiebeholdning

Aktie- og obligationsanalytikerne i Nordea Markets ejer ingen aktier i de selskaber, de dækker. Analytikere eller associates har ingen beholdninger eller anden tilknytning.

Fair value og følsomhed

Vi beregner fair value-kursen efter afvejning af DCF, DDM, SOTP, aktivbaseret og andre standardmetoder for værdiansættelse. Vores fair value-kurser er følsomme over for ændringer i forudsætningerne for værdiansættelsen, hvor vækst, marginer, skattesatser, nøgletal for arbejdskapital, nøgletal for investment-to-sales og kapitalomkostninger normalt er de mest følsomme. Det skal bemærkes, at vores fair value-kurser ændrer sig uforholdsmæssigt, hvis forudsætningerne for værdiansættelsen ændres. Det skyldes den ikke-lineære udformning af de anvendte standardmodeller for værdiansættelse (nævnt ovenfor). Som en konsekvens af de standardmodeller for værdiansættelse, som vi anvender, kan ændringer på 1-2 %-point i en enkelt forudsætning for værdiansættelsen ændre den afledte fair value med op til 30% eller mere. Alt analysemateriale er produceret på ad hoc-basis efter behov og opdateres, når omstændighederne kræver det.

Markedsføringsmateriale

Dette analysemateriale er udarbejdet som markedsføringsmateriale. Materialet er bestilt og betalt af det selskab, som materialet omhandler, og er ikke udarbejdet i overensstemmelse med reglerne for uafhængig investeringsanalyse. Materialet er heller ikke underlagt forbud om handel forud for offentliggørelsen af materialet. Analytikerne i Nordea Markets må i henhold til interne retningslinjer ikke eje aktier i de selskaber/sektorer, de dækker.

Hvor anvendeligt findes anbefalingsændringer her: [https://](https://research.nordea.com/compliance#equity-changes)

research.nordea.com/compliance#equity-changes

Market making-forpligtelser i aktier og derivater og andre betydelige finansielle interesser

Nordea Markets har ikke market making-forpligtelser i Sparekassen Sjælland-Fyn.

Investment banking-transaktioner

I lyset af Nordeas position på markedet bør læserne antage, at banken i øjeblikket (eller i de kommende tre måneder og frem) kan være involveret i eller søge involvering i fortrolige investment banking-transaktioner med selskabet/selskaber omtalt i dette materiale.

Udsteders gennemgang

Dette materiale er ikke gennemgået af udsteder før offentliggørelsen.

Afslutningsdato

2 november 2018, 14:10 CET

Nordea Bank Abp	Nordea Bank Abp, filial i Sverige	Nordea Danmark, Filial af Nordea Bank Abp, Finland	Nordea Bank Abp, filial i Norge
Nordea Markets Division, Research Visiting address: Aleksis Kiven katu 7, Helsinki FI-00020 Nordea Finland Tel: +358 9 1651 Fax: +358 9 165 59710 Reg. no.: 2858394-9 Satamaradankatu 5 Helsinki	Nordea Markets Division, Research Visiting address: Smålandsgatan 17 SE-105 71 Stockholm Sweden Tel: +46 8 614 7000 Fax: +46 8 534 911 60	Nordea Markets Division, Research Visiting address: Grønjørdsvej 10 DK-2300 Copenhagen S Denmark Tel: +45 3333 3333 Fax: +45 3333 1520	Nordea Markets Division, Research Visiting address: Essendropsgate 7 N-0107 Oslo Norway Tel: +47 2248 5000 Fax: +47 2256 8650