

## Sparekassen Sjælland-Fyn

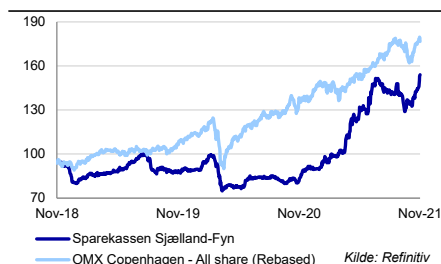
Finans  
Danmark

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.

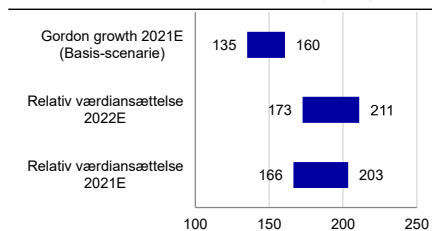
## HOVEDDATA

|                       |                     |
|-----------------------|---------------------|
| Land                  | Danmark             |
| Bloomberg             | SPKSJF.DC           |
| Reuters               | SPKSJF.CO           |
| Aktiekurs (luk) (kr.) | 154.0               |
| Free float            | 84%                 |
| Markedsværdi (mia.)   | EUR 0.36 / DKK 2.67 |
| Hjemmeside            | www.spks.dk/        |
| Næste rapportering    | 10 Feb 2022         |

## KURSUDVIKLING



## VÆRDANSÆTTELSESMETODE (DKK)



## ESTIMATÆNDRINGER

| År                                   | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|
| Indtægter i alt                      | 0%    | -1%   | 0%    |
| Omkostninger i alt                   | -1%   | -1%   | -1%   |
| Resultat før nedskrivninger på udlån | 2%    | 0%    | 1%    |
| Resultat før skat                    | -2%   | 0%    | 2%    |
| Udbytte pr. aktie                    | 0%    | 0%    | 0%    |
| Indtjening pr. aktie, justeret       | -2%   | 0%    | 2%    |

Kilde: Nordea estimater

## Nordea Markets - Analytikere

**Jakob Brink**  
Director, Sector Coordinator

**Mathias Nielsen**  
Analyst

## Handler på marginpres

Sparekassen Sjælland-Fyn rapporterede et 3 kvartalsresultat før nedskrivninger på DKK 120 mio., DKK 15 mio. (14%) over vores estimat. Nettorenteindtægterne landede DKK 10 mio. (5%) under vores estimat, hvilket var drevet af et fortsat pres på marginerne samt en svag udlånvækst. På den positive side, overgik gebyrindtægterne vores estimat med 4%, mens de samlede udgifter var DKK 5 mio. (2%) lavere end vores estimat. Nedskrivninger på udlån var DKK 10 mio. for 3. kvartal. Justerer vi for stigningen i det ledelsesmæssige skøn på DKK 18 mio. k/k, ser vi fortsat en positiv udvikling i den underliggende bonitet. Banken løftede forventningerne til årets resultat før skat til DKK 485-525 mio. (tidligere DKK 450-525 mio.). Vi estimerer, at årets resultat lander på DKK 515 mio., svarende til den øvre ende af selskabets nye forventninger. Vores nye Gordon-growth modelbaserede fair værdi pr. aktie er DKK 135-160 (132-157).

## Gebyrindtægter fortsætter at løfte indtjening, og mere er muligt

Efter ændringer til gebyrstrukturere og et skærpet fokus på indtjeningspotentialet i forretningen udgør gebyrindtægterne nu mere end nettorenteindtægterne. I 3. kvartal 2021 udgjorde nettoengebyrindtægterne ~49% af bankens samlede indtægter. Derudover var alle underliggende gebyrlinjer bedre end forventet, bortset fra lånesagsgebyrer, som dog er mere svingende af natur. Vi vurderer derfor, at bankens gebyrindtægter har nået et nyt og højere niveau. Derudover forventer vi at se yderligere ændringer til gebyrstrukturen og initiativer, som fortsat vil løfte gebyrindtægterne og styrke bankens profitabilitet fremadrettet.

## Små ændringer til 2021E-23E justeret EPS (indtjening pr. aktie)

Vi sænker 2021E-23E nettorenteindtægterne med 2-3%, hvilket er drevet af et fortsat marginpres samt en afdæmpet udlånvækst. Vi sænker imidlertid vores 2021-23E omkostningsestimater med 1%, mens vi hæver vores estimat for 2021E-23E gebyrindtægterne med 1-3%. Vi sænker derfor 2021E justeret EPS med 2%, mens vi hæver 2023E justeret EPS med 2%.

## Ny fair værdi pr. aktie DKK 135-160 (132-157)

Sparekassen Sjælland-Fyn nævner i 3. kvartalsrapporten, at de vil fremlægge en ny strategiplan inden udgangen af april 2022, som kommer som opfølgning på den nuværende 'Nye-Veje' strategiplan. Vi forventer, at de nye finansielle mål vil afspejle en fortsættelse af det nuværende fokus på profitabilitet og omkostningseffektivisering. Sparekassen Sjælland-Fyn handler ~25% lavere end konkurrenterne målt på 2022E justeret P/E.

## NØGLETAL

| DKKm                                 | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021E | 2022E  | 2023E  |
|--------------------------------------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|
| Indtægter i alt                      | 1,073  | 1,042  | 1,097  | 1,186  | 1,255 | 1,256  | 1,285  |
| Omkostninger i alt                   | 769    | 815    | 830    | 818    | 795   | 799    | 804    |
| Nedskrivningsprocent                 | -0.32% | -0.04% | -0.14% | -1.32% | 0.28% | -0.33% | -0.40% |
| Resultat før skat                    | 273    | 230    | 251    | 242    | 515   | 432    | 446    |
| Egenkapitalforrentning               | 12.0%  | 8.5%   | 8.2%   | 7.8%   | 13.3% | 9.8%   | 9.2%   |
| Afkast på indre værdi (justeret)     | 8.5%   | 4.4%   | 6.6%   | 6.0%   | 12.3% | 9.3%   | 8.8%   |
| Kurs/indre værdi                     | 0.67   | 0.52   | 0.55   | 0.52   | 0.79  | 0.74   | 0.70   |
| Kurs/indre værdi (justeret)          | 0.71   | 0.54   | 0.56   | 0.54   | 0.81  | 0.76   | 0.72   |
| BIS III egentlig kernekapitalprocent | 10.7%  | 13.0%  | 14.0%  | 16.1%  | 16.9% | 17.4%  | 18.0%  |
| Udbytte pr. aktie, kr.               | 0.00   | 2.50   | 3.00   | 0.00   | 6.00  | 6.00   | 6.00   |
| Udbytteprocent                       | 0.00%  | 3.11%  | 3.35%  | 0.00%  | 3.90% | 3.90%  | 3.90%  |
| Samlet pay-out ratio                 | 0.00   | 0.18   | 0.23   | 0.00   | 0.24  | 0.31   | 0.30   |

Kilde: Virksomhedsdata og Nordea estimater

# Estimater

## ÆNDRINGER TIL ESTIMATER

| DKKm   | 2021E         | 2022E        | 2023E        | 2021E               | 2022E      | 2023E      | 2021E               | 2022E        | 2023E        |
|--|---------------|--------------|--------------|---------------------|------------|------------|---------------------|--------------|--------------|
|  | Nye estimater |              |              | Ændring i estimater |            |            | Tidligere estimater |              |              |
| <b>Netto renteindtægter</b>                                    | <b>583</b>    | <b>593</b>   | <b>603</b>   | <b>-3%</b>          | <b>-4%</b> | <b>-4%</b> | <b>601</b>          | <b>616</b>   | <b>626</b>   |
| Udbytte af aktier m.v.   | 18            | 18           | 18           | 0%                  | 0%         | 0%         | 18                  | 18           | 18           |
| Gebyrer og provisionsindtægter                                 | 634           | 650          | 670          | 1%                  | 2%         | 3%         | 626                 | 635          | 649          |
| Afgivne gebyrer og provisionsudgifter                          | 18            | 18           | 18           | 1%                  | 1%         | 1%         | 18                  | 18           | 18           |
| <b>Netto rente- og gebyrindtægter</b>                          | <b>1,218</b>  | <b>1,244</b> | <b>1,273</b> | <b>-1%</b>          | <b>-1%</b> | <b>0%</b>  | <b>1,227</b>        | <b>1,251</b> | <b>1,276</b> |
| Kursreguleringer   | 21            | -8           | -8           | 383%                | 0%         | 0%         | 4                   | -8           | -8           |
| Andre driftsindtægter  | 16            | 20           | 20           | -8%                 | 0%         | 0%         | 17                  | 20           | 20           |
| <b>Indtægter i alt</b>   | <b>1,255</b>  | <b>1,256</b> | <b>1,285</b> | <b>0%</b>           | <b>-1%</b> | <b>0%</b>  | <b>1,249</b>        | <b>1,263</b> | <b>1,288</b> |
| Udgifter til personale og administration                       | 725           | 730          | 735          | 0%                  | -1%        | -1%        | 729                 | 736          | 743          |
| Af- og nedskrivninger på immaterielle og materielle aktiver    | 51            | 51           | 51           | -1%                 | -1%        | -1%        | 51                  | 51           | 51           |
| Andre driftsudgifter   | 19            | 18           | 18           | -4%                 | 0%         | 0%         | 20                  | 18           | 18           |
| <b>Omkostninger i alt</b>                                      | <b>795</b>    | <b>799</b>   | <b>804</b>   | <b>-1%</b>          | <b>-1%</b> | <b>-1%</b> | <b>800</b>          | <b>805</b>   | <b>812</b>   |
| <b>Resultat før nedskrivninger på udlån</b>                    | <b>460</b>    | <b>457</b>   | <b>481</b>   | <b>2%</b>           | <b>0%</b>  | <b>1%</b>  | <b>449</b>          | <b>458</b>   | <b>475</b>   |
| Nedskrivninger på udlån m.v.                                   | -34           | 40           | 50           | -42%                | 0%         | 0%         | -59                 | 40           | 50           |
| Resultat af kapitalandele i assoc. og tilknyttede virksomheder | 22            | 15           | 15           | 35%                 | 25%        | 28%        | 16                  | 12           | 12           |
| <b>Resultat før skat</b>                                       | <b>515</b>    | <b>432</b>   | <b>446</b>   | <b>-2%</b>          | <b>0%</b>  | <b>2%</b>  | <b>524</b>          | <b>430</b>   | <b>437</b>   |
| Skat   | 89            | 91           | 104          | -6%                 | 0%         | 2%         | 95                  | 90           | 102          |
| <b>Resultat efter skat</b>                                     | <b>426</b>    | <b>341</b>   | <b>342</b>   | <b>-1%</b>          | <b>0%</b>  | <b>2%</b>  | <b>428</b>          | <b>340</b>   | <b>336</b>   |
| <b>Indtjening pr. aktie, justeret, kr.</b>                     | <b>22.04</b>  | <b>18.29</b> | <b>18.39</b> | <b>-2%</b>          | <b>0%</b>  | <b>2%</b>  | <b>22.41</b>        | <b>18.21</b> | <b>18.00</b> |
| <b>Udbytte pr. aktie, kr.</b>                                  | <b>6.00</b>   | <b>6.00</b>  | <b>6.00</b>  | <b>0%</b>           | <b>0%</b>  | <b>0%</b>  | <b>6.00</b>         | <b>6.00</b>  | <b>6.00</b>  |

Kilde: Nordea estimater

## 3. KVARTALSRESULTAT I FORHOLD TIL ESTIMATER

| DKKm   | Faktisk      | NDA          | Afvigelse     | Faktisk      | q/q           | Faktisk      | Ar/Ar         |
|--|--------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
|  | Q3 21        | Q3 21E       | vs. Faktisk   | Q2 21        | vækst         | Q3 20        | vækst         |
| <b>Netto renteindtægter</b>                                    | <b>143</b>   | <b>153</b>   | <b>-10</b>    | <b>-6%</b>   | <b>150</b>    | <b>141</b>   | <b>2%</b>     |
| Udbytte af aktier m.v.   | 0            | 0            | 0             | -            | 16            | 0            | -             |
| Gebyrer og provisionsindtægter                                 | 156          | 150          | 7             | 4%           | 156           | 137          | 14%           |
| Afgivne gebyrer og provisionsudgifter                          | 4            | 4            | 0             | 2%           | 4             | 4            | 10%           |
| <b>Netto rente- og gebyrindtægter</b>                          | <b>295</b>   | <b>299</b>   | <b>-3</b>     | <b>-1%</b>   | <b>317</b>    | <b>274</b>   | <b>8%</b>     |
| Kursreguleringer   | 13           | -2           | 15            | -            | -4            | 33           | -61%          |
| Andre driftsindtægter  | 4            | 6            | -1            | -24%         | 4             | 4            | 0%            |
| <b>Indtægter i alt</b>   | <b>312</b>   | <b>302</b>   | <b>10</b>     | <b>3%</b>    | <b>317</b>    | <b>311</b>   | <b>0%</b>     |
| Udgifter til personale og administration                       | 176          | 180          | -4            | -2%          | 185           | 177          | 0%            |
| Af- og nedskrivninger på immaterielle og materielle aktiver    | 11           | 12           | -1            | -5%          | 8             | 16           | -28%          |
| Andre driftsudgifter   | 4            | 5            | -1            | -14%         | 6             | 4            | 12%           |
| <b>Omkostninger i alt</b>                                      | <b>192</b>   | <b>197</b>   | <b>-5</b>     | <b>-2%</b>   | <b>200</b>    | <b>196</b>   | <b>-2%</b>    |
| <b>Resultat før nedskrivninger på udlån</b>                    | <b>120</b>   | <b>105</b>   | <b>15</b>     | <b>14%</b>   | <b>117</b>    | <b>115</b>   | <b>5%</b>     |
| Nedskrivninger på udlån m.v.                                   | 10           | -15          | 25            | -            | -19           | 31           | -69%          |
| Resultat af kapitalandele i assoc. og tilknyttede virksomheder | 9            | 4            | 5             | -            | 4             | 5            | 69%           |
| <b>Resultat før skat</b>                                       | <b>119</b>   | <b>124</b>   | <b>-5</b>     | <b>-4%</b>   | <b>140</b>    | <b>89</b>    | <b>35%</b>    |
| Skat   | 21           | 26           | -5            | -21%         | 30            | 5            | -             |
| <b>Resultat efter skat</b>                                     | <b>99</b>    | <b>98</b>    | <b>0</b>      | <b>0%</b>    | <b>109</b>    | <b>84</b>    | <b>18%</b>    |
| <b>Egentlig kernekapitalprocent</b>                            | <b>15.1%</b> | <b>14.6%</b> | <b>0.5 pp</b> | <b>14.8%</b> | <b>0.3 pp</b> | <b>13.7%</b> | <b>1.4 pp</b> |

Kilde: Virksomhedsdata og Nordea estimater

# Rapporterede tal og estimater

## KVARTALVISE NØGLETAL

### AKTIEDATA

| DKKm  | Q1 20 | Q2 20 | Q3 20 | Q4 20 | Q1 21  | Q2 21  | Q3 21  | Q4 21E |
|---|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| Indtjening per aktie                                  | 2.17  | 2.01  | 4.47  | 3.11  | 7.92   | 5.95   | 5.32   | 3.94   |
| Indtjening per aktie, justeret                        | 2.10  | 2.05  | 3.98  | 2.73  | 7.27   | 6.27   | 5.35   | 4.24   |
| Indre værdi per aktie                                 | 163.2 | 165.2 | 169.7 | 172.4 | 180.5  | 186.3  | 191.4  | 195.3  |
| Indre værdi per aktie, justeret                       | 158.0 | 160.0 | 164.4 | 167.2 | 175.2  | 181.0  | 186.2  | 190.1  |
| Udbytte per aktie                                     | -     | -     | -     | -     | -      | -      | -      | -      |
| Udbytte pay-out ratio                                 | -     | -     | -     | -     | -      | -      | -      | -      |
| Aktietilbagekøb (pr. aktie)                           | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| Samlet pay-out ratio                                  | -     | -     | -     | -     | -      | -      | -      | -      |
| Aktiekurs ved periodens afslutning                    | 78.20 | 83.60 | 83.20 | 83.20 | 154.00 | 154.00 | 154.00 | 154.00 |
| Markedsværdi  | 1,359 | 1,453 | 1,446 | 1,446 | 2,676  | 2,676  | 2,676  | 2,676  |
| Udvandet antal aktier ved periodens afslutning (mio.) | 17    | 17    | 17    | 17    | 17     | 17     | 17     | 17     |

### VÆRDIANSÆTTELSE

| (x)                       | Q1 20 | Q2 20 | Q3 20 | Q4 20 | Q1 21 | Q2 21 | Q3 21 | Q4 21E |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| P/E (annualiseret)        | 9.0   | 10.4  | 4.7   | 6.7   | 4.9   | 6.5   | 7.2   | 9.8    |
| P/E (justeret)            | 9.3   | 10.2  | 5.2   | 7.6   | 5.3   | 6.1   | 7.2   | 9.1    |
| Kurs/indre værdi          | 0.48  | 0.51  | 0.49  | 0.48  | 0.85  | 0.83  | 0.80  | 0.79   |
| Kurs/indre værdi justeret | 0.50  | 0.52  | 0.51  | 0.50  | 0.88  | 0.85  | 0.83  | 0.81   |
| Udbytteprocent            | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -      |
| Samlet direkte afkast     | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -      |

### KAPITALPROCENTER

| %  | Q1 20  | Q2 20  | Q3 20  | Q4 20  | Q1 21  | Q2 21  | Q3 21  | Q4 21E |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| BIS II Trans. egentlig kernekapitalprocent | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      |
| BIS II Trans. kapitalprocent               | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      |
| BIS III egentlig kernekapital              | 2,359  | 2,371  | 2,349  | 2,709  | 2,629  | 2,632  | 2,580  | 2,878  |
| BIS III REA                                | 17,348 | 16,248 | 17,182 | 16,799 | 17,896 | 17,763 | 17,105 | 17,028 |
| BIS III egentlig kernekapitalprocent       | 13.6%  | 14.6%  | 13.7%  | 16.1%  | 14.7%  | 14.8%  | 15.1%  | 16.9%  |
| BIS III kernekapitalprocent                | 15.8%  | 16.9%  | 15.9%  | 18.4%  | 16.8%  | 16.9%  | 17.3%  | 19.1%  |
| BIS III kapitalprocent                     | 19.6%  | 20.4%  | 19.2%  | 21.8%  | 20.0%  | 20.1%  | 20.6%  | 22.5%  |
| Justeret egenkapital/aktiver               | 10.9%  | 10.6%  | 10.8%  | 10.7%  | 11.2%  | 11.1%  | 11.4%  | 11.6%  |
| Justeret egenkapital/udlån                 | 22.5%  | 23.5%  | 23.8%  | 24.3%  | 24.7%  | 25.8%  | 26.7%  | 27.1%  |
| Gearingsratio                              | 9.4%   | 9.0%   | 8.9%   | 9.9%   | 9.7%   | 9.3%   | 9.1%   | 10.1%  |

### KREDITKVALITET

| DKKm   | Q1 20        | Q2 20        | Q3 20        | Q4 20        | Q1 21         | Q2 21         | Q3 21        | Q4 21E        |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|--------------|---------------|
| Værdiforringede lån                              | -            | -            | -            | -            | -             | -             | -            | -             |
| Nedskrivnings-/hensættelsessaldo                 | 719          | 714          | 754          | 747          | 633           | 628           | 649          | 646           |
| Dækningsratio                                    | -            | -            | -            | -            | -             | -             | -            | -             |
| Nedskrivnings-/hensættelsessaldo / udån i alt    | 5.90%        | 6.04%        | 6.30%        | 6.25%        | 5.13%         | 5.15%         | 5.36%        | 5.30%         |
| Værdiforringede lån / udlån i alt                | 0.00%        | 0.00%        | 0.00%        | 0.00%        | 0.00%         | 0.00%         | 0.00%        | 0.00%         |
| <b>Nedskrivningsprocent</b>                      | <b>2.42%</b> | <b>1.28%</b> | <b>1.07%</b> | <b>0.56%</b> | <b>-0.51%</b> | <b>-0.60%</b> | <b>0.32%</b> | <b>-0.33%</b> |
| Vækst i nedskrivnings-/hensættelsessaldo (år/år) | -46%         | -37%         | -30%         | -26%         | -32%          | -28%          | -22%         | -2%           |
| Vækst i værdiforringede lån (år/år)              | -            | -            | -            | -            | -             | -             | -            | -             |

### PROFITABILITET

| Justeret for engangsposter     | Q1 20 | Q2 20 | Q3 20 | Q4 20 | Q1 21 | Q2 21 | Q3 21 | Q4 21E |
|--------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Egenkapitalforrentning         | 5.3%  | 5.1%  | 9.7%  | 6.6%  | 17.2% | 14.5% | 12.1% | 9.3%   |
| Afkast på justeret indre værdi | 5.5%  | 5.3%  | 10.1% | 6.8%  | 17.7% | 15.0% | 12.4% | 9.6%   |
| O/I                            | 66.9% | 70.2% | 63.1% | 75.9% | 56.6% | 63.0% | 61.5% | 73.0%  |
| Nettorentemarginal             | 4.51% | 4.34% | 4.64% | 4.80% | 4.84% | 4.95% | 4.75% | 4.75%  |

### INDTÆGTSFORDELING

| Justeret for engangsposter                 | Q1 20 | Q2 20 | Q3 20 | Q4 20 | Q1 21 | Q2 21 | Q3 21 | Q4 21E |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Nettorenteindtægter                        | 47%   | 47%   | 45%   | 48%   | 45%   | 47%   | 46%   | 48%    |
| Nettogebyrindtægter                        | 59%   | 53%   | 43%   | 45%   | 50%   | 53%   | 49%   | 50%    |
| Nettoreultat fra finansielle transaktioner | -8%   | -2%   | 11%   | 4%    | 4%    | -1%   | 4%    | 0%     |
| Nettoforsikringsresultat                   | 0%    | 0%    | 0%    | 0%    | 0%    | 0%    | 0%    | 0%     |
| Andre driftsindtægter                      | 2%    | 1%    | 1%    | 2%    | 1%    | 1%    | 1%    | 2%     |

Kilde: Virksomhedsdata og Nordea estimater

## KVARTALVIS RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

## RESULTATOPGØRELSE

| DKKm  | Q1 20      | Q2 20      | Q3 20      | Q4 20      | Q1 21      | Q2 21      | Q3 21      | Q4 21E     |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Nettorenteindtægter                         | 138        | 132        | 141        | 145        | 146        | 150        | 143        | 144        |
| Nettogebyrindtægter                         | 173        | 148        | 133        | 138        | 164        | 168        | 152        | 151        |
| Nettoresultat fra finansielle transaktioner | -25        | -6         | 33         | 14         | 13         | -4         | 13         | 0          |
| Nettoforsikringsresultat                    | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Andre driftsindtægter                       | 5          | 4          | 4          | 7          | 3          | 4          | 4          | 5          |
| <b>Indtægter i alt</b>                      | <b>292</b> | <b>279</b> | <b>311</b> | <b>304</b> | <b>327</b> | <b>317</b> | <b>312</b> | <b>300</b> |
| Personale og adm. omkostninger              | 178        | 178        | 177        | 196        | 173        | 185        | 176        | 191        |
| Andre driftsudgifter                        | 6          | 5          | 4          | 9          | 3          | 6          | 4          | 6          |
| Afskrivninger                               | 12         | 13         | 16         | 26         | 9          | 8          | 11         | 22         |
| <b>Omkostninger i alt</b>                   | <b>196</b> | <b>196</b> | <b>196</b> | <b>230</b> | <b>185</b> | <b>200</b> | <b>192</b> | <b>219</b> |
| <b>Resultat før nedskrivninger på udlån</b> | <b>97</b>  | <b>83</b>  | <b>115</b> | <b>73</b>  | <b>142</b> | <b>117</b> | <b>120</b> | <b>81</b>  |
| Nedskrivninger på udlån                     | 74         | 39         | 31         | 17         | -15        | -19        | 10         | -10        |
| Andet                                       | 24         | 2          | 5          | 4          | 5          | 4          | 9          | 4          |
| <b>Resultat før skat</b>                    | <b>47</b>  | <b>46</b>  | <b>89</b>  | <b>61</b>  | <b>162</b> | <b>140</b> | <b>119</b> | <b>95</b>  |
| Skat  | 3          | 5          | 5          | 1          | 18         | 30         | 21         | 20         |
| Ophørte aktiviteter                         | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Minoritetsinteresse                         | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>Periodens resultat</b>                   | <b>44</b>  | <b>41</b>  | <b>84</b>  | <b>60</b>  | <b>144</b> | <b>109</b> | <b>99</b>  | <b>75</b>  |

## BALANCE

| DKKm  | Q1 20         | Q2 20         | Q3 20         | Q4 20         | Q1 21         | Q2 21         | Q3 21         | Q4 21E        |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Kassebeholdning / interbank                 | 440           | 439           | 435           | 481           | 2,014         | 2,443         | 3,639         | 3,639         |
| Udlån                                       | 12,172        | 11,807        | 11,980        | 11,951        | 12,344        | 12,194        | 12,117        | 12,192        |
| Immaterielle aktiver                        | 91            | 91            | 91            | 91            | 91            | 91            | 91            | 91            |
| <b>Aktiver i alt</b>                        | <b>25,221</b> | <b>26,337</b> | <b>26,537</b> | <b>27,266</b> | <b>27,153</b> | <b>28,427</b> | <b>28,334</b> | <b>28,409</b> |
| Gæld til kreditinstitutter og centralbanker | 612           | 694           | 858           | 558           | 504           | 850           | 907           | 907           |
| Indlån                                      | 18,549        | 19,423        | 19,419        | 20,001        | 19,737        | 20,296        | 20,054        | 20,104        |
| Supplerende kapital                         | 674           | 674           | 569           | 570           | 570           | 570           | 571           | 570           |
| Minoritetsinteresse                         | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Aktiekapital                                | 2,836         | 2,871         | 2,948         | 2,996         | 3,136         | 3,237         | 3,326         | 3,394         |
| <b>Passiver i alt</b>                       | <b>25,221</b> | <b>26,337</b> | <b>26,537</b> | <b>27,266</b> | <b>27,153</b> | <b>28,427</b> | <b>28,334</b> | <b>28,409</b> |
| Udlån til indlån                            | 66%           | 61%           | 62%           | 60%           | 63%           | 60%           | 60%           | 61%           |
| Bankudlån til indlån                        | 66%           | 61%           | 62%           | 60%           | 63%           | 60%           | 60%           | 61%           |
| LCR   | -             | -             | -             | -             | -             | -             | -             | -             |
| NSFR  | -             | -             | -             | -             | -             | -             | -             | -             |

## VÆKST (ÅR/ÅR)

| Justeret for engangsposter           | Q1 20       | Q2 20       | Q3 20      | Q4 20      | Q1 21       | Q2 21       | Q3 21      | Q4 21E     |
|--------------------------------------|-------------|-------------|------------|------------|-------------|-------------|------------|------------|
| Nettorenteindtægter                  | 1%          | -6%         | -3%        | 4%         | 6%          | 13%         | 2%         | -1%        |
| Nettogebyrindtægter                  | 27%         | 4%          | 5%         | -3%        | -5%         | 13%         | 14%        | 10%        |
| <b>Indtægter i alt</b>               | <b>4%</b>   | <b>4%</b>   | <b>21%</b> | <b>5%</b>  | <b>12%</b>  | <b>14%</b>  | <b>0%</b>  | <b>-1%</b> |
| Personale og adm. omkostninger       | 2%          | -1%         | 0%         | 1%         | -3%         | 4%          | 0%         | -3%        |
| <b>Omkostninger i alt</b>            | <b>1%</b>   | <b>-2%</b>  | <b>-5%</b> | <b>0%</b>  | <b>-5%</b>  | <b>2%</b>   | <b>-2%</b> | <b>-5%</b> |
| Resultat før nedskrivninger på udlån | 12%         | 20%         | 119%       | 26%        | 46%         | 41%         | 5%         | 10%        |
| Resultat før skat                    | -40%        | -31%        | 85%        | 4%         | 246%        | 205%        | 35%        | 56%        |
| <b>Periodens resultat</b>            | <b>-40%</b> | <b>-31%</b> | <b>85%</b> | <b>4%</b>  | <b>246%</b> | <b>205%</b> | <b>35%</b> | <b>56%</b> |
| <b>Udlån</b>                         | <b>-1%</b>  | <b>-5%</b>  | <b>-4%</b> | <b>-2%</b> | <b>1%</b>   | <b>3%</b>   | <b>1%</b>  | <b>2%</b>  |
| Indlån                               | 2%          | 6%          | 7%         | 7%         | 6%          | 4%          | 3%         | 1%         |
| Aktiver                              | 4%          | 6%          | 7%         | 8%         | 8%          | 8%          | 7%         | 4%         |
| REA vækst (BIS II Trans.)            | -           | -           | -          | -          | -           | -           | -          | -          |
| REA vækst (BIS III)                  | -4%         | -14%        | -7%        | -3%        | 3%          | 9%          | 0%         | 1%         |

Kilde: Virksomhedsdata og Nordea estimater

**ÅRLIGE NØGLETAL**

| DKKm  | 2015  | 2016   | 2017   | 2018  | 2019  | 2020  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|---|-------|--------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| Indtjening pr. aktie, kr.                             | n.a.  | 12.23  | 15.41  | 8.53  | 11.64 | 11.75 | 23.13  | 18.22  | 18.30  |
| Indtjening pr. aktie, justeret, kr.                   | n.a.  | 8.29   | 13.00  | 5.89  | 10.18 | 9.76  | 22.04  | 18.29  | 18.39  |
| Indre værdi pr. aktie, kr.                            | n.a.  | 157.9  | 170.9  | 155.2 | 164.1 | 172.4 | 195.3  | 207.3  | 219.9  |
| Indre værdi pr. aktie, justeret, kr.                  | n.a.  | 146.4  | 160.4  | 148.0 | 158.9 | 167.2 | 190.1  | 202.1  | 214.7  |
| Udbytte pr. aktie, kr.                                | 3.00  | 3.05   | 0.00   | 2.50  | 3.00  | 0.00  | 6.00   | 6.00   | 6.00   |
| Udbytte pay-out ratio                                 | n.a.  | 9%     | 0%     | 18%   | 23%   | 0%    | 24%    | 31%    | 30%    |
| Aktietilbagekøb (pr. aktie)                           | n.a.  | n.a.   | 0.00   | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| Samlet pay-out ratio                                  | n.a.  | 9%     | 0%     | 18%   | 23%   | 0%    | 24%    | 31%    | 30%    |
| Aktiekurs ved periodens afslutning, kr.               | 98.00 | 107.00 | 114.50 | 80.40 | 89.60 | 83.20 | 154.00 | 154.00 | 154.00 |
| Markedsværdi  | n.a.  | 1,394  | 1,492  | 1,397 | 1,557 | 1,446 | 2,676  | 2,676  | 2,676  |
| Udvandet antal aktier ved periodens afslutning (mio.) | 0     | 13     | 13     | 17    | 17    | 17    | 17     | 17     | 17     |

**VÆRDIANSÆTTELSE**

| (x)                         | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------------------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| P/E (annualiseret)          | -    | 8.7  | 7.4  | 9.4  | 7.7  | 7.1  | 6.7   | 8.5   | 8.4   |
| P/E (justeret)              | -    | 12.9 | 8.8  | 13.6 | 8.8  | 8.5  | 7.0   | 8.4   | 8.4   |
| Kurs/indre værdi            | -    | 0.68 | 0.67 | 0.52 | 0.55 | 0.52 | 0.79  | 0.74  | 0.70  |
| Kurs/indre værdi (justeret) | -    | 0.73 | 0.71 | 0.54 | 0.56 | 0.54 | 0.81  | 0.76  | 0.72  |
| Udbytteprocent              | -    | 1.4% | 0.0% | 2.7% | 3.7% | 0.0% | 3.9%  | 3.9%  | 3.9%  |
| Samlet direkte afkast       | -    | 1.4% | 0.0% | 2.7% | 3.3% | 0.0% | 3.9%  | 3.9%  | 3.9%  |

**KAPITALPROCENTER**

| %  | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| BIS II Trans. egentlig kernekapitalprocent | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      |
| BIS II Trans. kapitalprocent               | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      |
| BIS III egentlig kernekapital              | 1,472  | 1,576  | 1,818  | 2,295  | 2,431  | 2,709  | 2,878  | 3,057  | 3,261  |
| BIS III REA                                | 14,721 | 15,858 | 16,973 | 17,639 | 17,343 | 16,799 | 17,028 | 17,541 | 18,069 |
| BIS III egentlig kernekapitalprocent       | 10.0%  | 9.9%   | 10.7%  | 13.0%  | 14.0%  | 16.1%  | 16.9%  | 17.4%  | 18.0%  |
| BIS III kernekapitalprocent                | 13.0%  | 12.9%  | 14.0%  | 15.1%  | 16.2%  | 18.4%  | 19.1%  | 19.6%  | 20.1%  |
| BIS III kapitalprocent                     | 15.5%  | 15.6%  | 16.3%  | 17.7%  | 20.1%  | 21.8%  | 22.5%  | 22.8%  | 23.3%  |
| Justeret egenkapital/aktiver               | 9.5%   | 9.6%   | 9.7%   | 10.8%  | 10.9%  | 10.7%  | 11.6%  | 12.2%  | 12.9%  |
| Justeret egenkapital/udlån                 | 18.2%  | 18.2%  | 17.9%  | 21.1%  | 22.6%  | 24.3%  | 27.1%  | 28.1%  | 29.1%  |
| Gearingsratio                              | 7.9%   | 7.9%   | 8.5%   | 9.6%   | 9.6%   | 9.9%   | 10.1%  | 10.6%  | 11.2%  |

**KREDITKVALITET**

| DKKm   | 2015          | 2016          | 2017          | 2018          | 2019          | 2020          | 2021E        | 2022E         | 2023E         |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|
| Værdiforringede lån                              | -             | -             | -             | -             | -             | -             | -            | -             | -             |
| Nedskrivnings-/hensættelsessaldo                 | 1,908         | 1,361         | 1,143         | 1,014         | 657           | 747           | 646          | 633           | 620           |
| Dækningsratio                                    | -             | -             | -             | -             | -             | -             | -            | -             | -             |
| Nedskrivnings-/hensættelsessaldo / udån i alt    | 19.54%        | 13.00%        | 9.78%         | 8.33%         | 5.38%         | 6.25%         | 5.30%        | 5.07%         | 4.84%         |
| Værdiforringede lån / udlån i alt                | 0.00%         | 0.00%         | 0.00%         | 0.00%         | 0.00%         | 0.00%         | 0.00%        | 0.00%         | 0.00%         |
| <b>Nedskrivningsprocent</b>                      | <b>-1.50%</b> | <b>-1.10%</b> | <b>-0.32%</b> | <b>-0.04%</b> | <b>-0.14%</b> | <b>-1.32%</b> | <b>0.28%</b> | <b>-0.33%</b> | <b>-0.40%</b> |
| Vækst i nedskrivnings-/hensættelsessaldo (år/år) | -31%          | -29%          | -16%          | -11%          | -35%          | 14%           | -14%         | -2%           | -2%           |
| Vækst i værdiforringede lån (år/år)              | -             | -             | -             | -             | -             | -             | -            | -             | -             |

**PROFITABILITET**

| Justeret for engangsposter       | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Egenkapitalforrentning           | 8.1%  | 5.4%  | 7.9%  | 4.2%  | 6.4%  | 5.8%  | 12.0% | 9.1%  | 8.6%  |
| Afkast på indre værdi (justeret) | 8.9%  | 5.9%  | 8.5%  | 4.4%  | 6.6%  | 6.0%  | 12.3% | 9.3%  | 8.8%  |
| O/I                              | 71.0% | 74.8% | 75.3% | 86.4% | 77.4% | 70.4% | 64.6% | 64.9% | 63.8% |
| Nettorentemarginal               | 6.10% | 4.89% | 4.39% | 4.00% | 4.43% | 4.41% | 4.63% | 4.61% | 4.58% |

**INDTÆGTSFORDELING**

| Justeret for engangsposter                  | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Nettorenteindtægter                         | 62%  | 51%  | 48%  | 51%  | 50%  | 46%  | 45%   | 46%   | 46%   |
| Nettogebyrindtægter                         | 43%  | 44%  | 45%  | 49%  | 51%  | 51%  | 52%   | 53%   | 53%   |
| Nettoresultat fra finansielle transaktioner | -6%  | 5%   | 4%   | -1%  | -4%  | 1%   | 2%    | -1%   | -1%   |
| Nettoforsikringsresultat                    | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%    | 0%    | 0%    |
| Andre driftsindtægter                       | 2%   | 0%   | 2%   | 2%   | 3%   | 2%   | 1%    | 2%    | 2%    |

Virksomhedsdata og Nordea estimater

## ÅRLIG RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

## RESULTATOPGØRELSE

| DKKm  | 2015       | 2016         | 2017         | 2018         | 2019         | 2020         | 2021E        | 2022E        | 2023E        |
|---|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Nettorenteindtægter                         | 602        | 551          | 542          | 541          | 565          | 557          | 583          | 593          | 603          |
| Nettogebyrindtægter                         | 418        | 421          | 457          | 464          | 549          | 592          | 635          | 650          | 670          |
| Nettoreultat fra finansielle transaktioner  | -58        | 47           | 43           | 21           | -44          | 16           | 21           | -8           | -8           |
| Nettoforsikringsresultat                    | 0          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Andre driftsindtægter                       | 15         | 24           | 31           | 16           | 27           | 21           | 16           | 20           | 20           |
| <b>Indtægter i alt</b>                      | <b>978</b> | <b>1,043</b> | <b>1,073</b> | <b>1,042</b> | <b>1,097</b> | <b>1,186</b> | <b>1,255</b> | <b>1,256</b> | <b>1,285</b> |
| Personale og adm. omkostninger              | 613        | 644          | 691          | 746          | 726          | 729          | 725          | 730          | 735          |
| Andre driftsudgifter                        | 50         | 14           | 19           | 20           | 19           | 23           | 19           | 18           | 18           |
| Afskrivninger                               | 31         | 52           | 59           | 49           | 85           | 66           | 51           | 51           | 51           |
| <b>Omkostninger i alt</b>                   | <b>694</b> | <b>710</b>   | <b>769</b>   | <b>815</b>   | <b>830</b>   | <b>818</b>   | <b>795</b>   | <b>799</b>   | <b>804</b>   |
| <b>Resultat før nedskrivninger på udlån</b> | <b>284</b> | <b>333</b>   | <b>304</b>   | <b>227</b>   | <b>267</b>   | <b>368</b>   | <b>460</b>   | <b>457</b>   | <b>481</b>   |
| Nedskrivninger på udlån                     | 150        | 107          | 33           | 4            | 17           | 161          | -34          | 40           | 50           |
| Andet                                       | 3          | 2            | 3            | 8            | 2            | 35           | 22           | 15           | 15           |
| <b>Resultat før skat</b>                    | <b>136</b> | <b>228</b>   | <b>273</b>   | <b>230</b>   | <b>251</b>   | <b>242</b>   | <b>515</b>   | <b>432</b>   | <b>446</b>   |
| Skat  | -8         | 12           | 16           | 22           | 25           | 13           | 89           | 91           | 104          |
| Ophørte aktiviteter                         | 0          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Minoritetsinteresse                         | 0          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Periodens resultat</b>                   | <b>144</b> | <b>216</b>   | <b>257</b>   | <b>208</b>   | <b>227</b>   | <b>229</b>   | <b>426</b>   | <b>341</b>   | <b>342</b>   |

## BALANCE

| DKKm  | 2015          | 2016          | 2017          | 2018          | 2019          | 2020          | 2021E         | 2022E         | 2023E         |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Kassebeholdning / interbank                 | 623           | 384           | 357           | 413           | 441           | 481           | 3,639         | 3,639         | 3,639         |
| Udlån                                       | 9,763         | 10,474        | 11,681        | 12,174        | 12,217        | 11,951        | 12,192        | 12,497        | 12,809        |
| Immaterielle aktiver                        | 162           | 150           | 138           | 125           | 91            | 91            | 91            | 91            | 91            |
| <b>Aktiver i alt</b>                        | <b>18,730</b> | <b>19,859</b> | <b>21,487</b> | <b>23,857</b> | <b>25,359</b> | <b>27,266</b> | <b>28,409</b> | <b>28,714</b> | <b>29,026</b> |
| Gæld til kreditinstitutter og centralbanker | 319           | 429           | 439           | 425           | 525           | 558           | 907           | 907           | 907           |
| Indlån                                      | 14,633        | 15,647        | 16,589        | 18,223        | 18,700        | 20,001        | 20,104        | 20,506        | 20,916        |
| Supplerende kapital                         | 465           | 466           | 403           | 454           | 673           | 570           | 570           | 570           | 570           |
| Minoritetsinteresse                         | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Aktiekapital                                | 1,939         | 2,058         | 2,228         | 2,697         | 2,851         | 2,996         | 3,394         | 3,602         | 3,822         |
| <b>Passiver i alt</b>                       | <b>18,730</b> | <b>19,859</b> | <b>21,487</b> | <b>23,857</b> | <b>25,359</b> | <b>27,266</b> | <b>28,409</b> | <b>28,714</b> | <b>29,026</b> |
| Udlån til indlån                            | 67%           | 67%           | 70%           | 67%           | 65%           | 60%           | 61%           | 61%           | 61%           |
| Bankudlån til indlån                        | -             | -             | -             | -             | -             | -             | -             | -             | -             |
| LCR   | -             | -             | -             | -             | -             | -             | -             | -             | -             |
| NSFR  | -             | -             | -             | -             | -             | -             | -             | -             | -             |

## VÆKST (ÅR/ÅR)

| Justeret for engangsposter           | 2015        | 2016        | 2017       | 2018        | 2019       | 2020       | 2021E       | 2022E       | 2023E     |
|--------------------------------------|-------------|-------------|------------|-------------|------------|------------|-------------|-------------|-----------|
| Nettorenteindtægter                  | -8%         | -18%        | -2%        | -2%         | 13%        | -1%        | 5%          | 2%          | 2%        |
| Nettogebyrindtægter                  | 15%         | 1%          | 8%         | 2%          | 18%        | 8%         | 7%          | 2%          | 3%        |
| <b>Indtægter i alt</b>               | <b>-10%</b> | <b>-1%</b>  | <b>4%</b>  | <b>-6%</b>  | <b>14%</b> | <b>8%</b>  | <b>6%</b>   | <b>0%</b>   | <b>2%</b> |
| Personale og adm. omkostninger       | 6%          | 7%          | 4%         | 9%          | -3%        | 0%         | -1%         | 1%          | 1%        |
| <b>Omkostninger i alt</b>            | <b>5%</b>   | <b>4%</b>   | <b>5%</b>  | <b>8%</b>   | <b>2%</b>  | <b>-1%</b> | <b>-3%</b>  | <b>0%</b>   | <b>1%</b> |
| Resultat før nedskrivninger på udlån | -34%        | -14%        | 2%         | -48%        | 89%        | 42%        | 27%         | -1%         | 6%        |
| Resultat før skat                    | -22%        | 2%          | 57%        | -40%        | 73%        | -4%        | 126%        | -17%        | 4%        |
| <b>Periodens resultat</b>            | <b>-20%</b> | <b>-25%</b> | <b>57%</b> | <b>-40%</b> | <b>73%</b> | <b>-4%</b> | <b>126%</b> | <b>-17%</b> | <b>1%</b> |
| Udlån                                | -2%         | 7%          | 12%        | 4%          | 0%         | -2%        | 2%          | 2%          | 2%        |
| Indlån                               | -4%         | 7%          | 6%         | 10%         | 3%         | 7%         | 1%          | 2%          | 2%        |
| Aktiver                              | -3%         | 6%          | 8%         | 11%         | 6%         | 8%         | 4%          | 1%          | 1%        |
| REA vækst (BIS II Trans.)            | -           | -           | -          | -           | -          | -          | -           | -           | -         |
| REA vækst (BIS III)                  | 2%          | 8%          | 7%         | 4%          | -2%        | -3%        | 1%          | 3%          | 3%        |

Kilde: Virksomhedsdata og Nordea estimater

# Ansvarsfraskrivelse og vigtig information

## Materialets oprindelse

Dette materiale er udarbejdet af: Nordea Bank Abp, 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 enhederne Nordea Markets og Equity Sales & Research.

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

## Materialets indhold

Dette materiale er alene udarbejdet af Nordea Markets eller Equity Sales & Research.

Vurderinger eller forslag fra obligations- og aktieanalysefunktionerne i Nordea 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 analys materialet fra de respektive navngivne kilder. Offentliggørelsesdatoen fremgår af det refererede eller gengivne analysmateriale. 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 eller Equity Sales & Research 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' eller Equity Sales & Researchs 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 eller Equity Sales & Research ("Ekstern information"), har Nordea Markets eller Equity Sales & Research 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 markeds-mæssige 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 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 Markets eller Equity Sales & Research 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 underlagt interne regler for hensigtsmæssig etisk adfærd, håndtering af intern viden og ikke-offentliggjort analysmateriale, 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 Nordeas 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](http://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, eller til kunder i andre jurisdiktioner hvor restriktioner er gældende. 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.

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 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-linære 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 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](https://research.nordea.com/compliance#equity-changes)

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

Nordea 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**

8 november 2021, 13:44 CET

---

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