

## Sparekassen Sjælland-Fyn

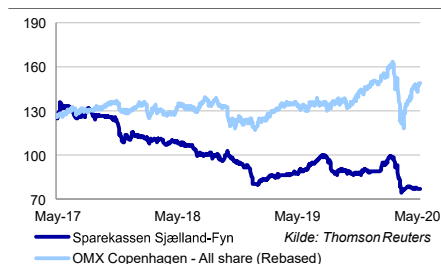
Finans  
Danmark

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.

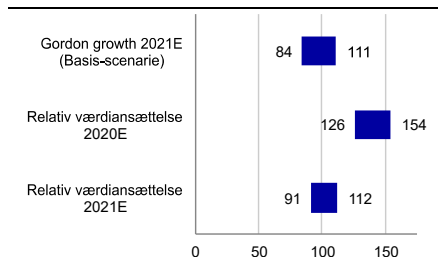
## HOVEDDATA

Land	Danmark
Bloomberg	SPKSJF DC
Reuters	SPKSJF.CO
Aktiekurs (luk) (kr.)	77.4
Free float	84%
Markedsværdi (mia.)	EUR 0.18 / DKK 1.34
Hjemmeside	www.spks.dk/
Næste rapportering	11 aug 2020

## KURSDVIKLING



## VÆRDANSÆTTELSESMETODE



## ESTIMATÆNDRINGER

Ar	2020E	2021E	2022E
Indtægter i alt	0%	0%	0%
Omkostninger i alt	0%	0%	0%
Resultat før nedskrivninger på udlån	2%	0%	0%
Resultat før skat	3%	2%	3%
Udbytte per aktie	-	0%	0%
Indtjening per aktie, justeret	3%	2%	3%

Kilde: Nordea estimater

## Nordea Markets - Analytikere

**Jakob Brink**  
Senior Analyst, Sector Coordinator

**Mathias Nielsen**  
Analyst

## De finansielle mål sætter retningen

Der var kun få overraskelser i 1. kvartalsregnskabet fra Sparekassen Sjælland-Fyn, som ikke allerede var blevet annonceret sammen med de foreløbige tal 22. april. Medvinden fra negative indlånsrenter for privatkunder var dog større, end vi havde forventet. Modsat endte udlånsvæksten i kvartalet på -0,4% i forhold til slut-2019, hvilket var under vores estimat på +0,5%. Selvom Sparekassen Sjælland-Fyn fortsætter med at nærme sig sine finansielle mål, så mener vi stadig, at disse er ambitiøse, da markedsvilkårene er forværret siden introduktionen i 2017. Vi forventer dog fortsat, at banken vil mindske hullet med 8 pp (50%) til andre danske banker på omkostninger/indtægter ratioen mellem 2017-21E. Vi løfter vores 2020E-22E justerede EPS (indtjening pr. aktie) estimater med 2-3%, drevet af 1% højere 2020E-22E nettorenteindtægter. Vores nye fair værdi pr. aktie interval er DKK 79-111 (76-107).

## Lav udlånsvækst gør ondt, men bedre marginer hjælper

Udlånet faldt med 0,4% i kvartalet, hvilket er det andet kvartal i træk med negativ udlånsvækst kvartal over kvartal. Dette er ikke sket siden 1. kvartal 2016. Hvor det på kort sigt øger presset på nettorenteindtægterne at være forsigtig på sidelinjen, så kan denne mentalitet lede til bedre rentemarginer for hele sektoren, hvis andre banker også bliver mere forsigtige. I forbindelse med 1. kvartalsregnskaberne har vi bemærket, at flere banker har nævnt, at de forventer, at udlånsmarginalerne er stabile eller stigende i de kommende kvartaler. Derudover har vi set banker udvide negative indlånsrenter til flere privatkunder, hvilket kan give yderligere support til nettorenteindtægterne.

## Vi løfter 2020E-22E justeret EPS med 2-3%

Kravet til den kontracykliske buffer er blevet sænket til 0% (2%), og indfasningen af NEP-kravet er blevet udskudt med 6 måneder. Derfor udskyder vi også vores forventninger til bankens udstedelse af NEP-kapital med 6 måneder, hvilket leder til 1% højere 2020E-22E nettorenteindtægter. Vi justerer også vores forventninger til resultatet af associerede virksomheder til at inkludere gevinster på bankens ejerandel i Lollands Bank, og dermed løfter vi vores 2020E-22E justeret EPS med 2-3%.

## Fair værdi interval på DKK 79-111 (76-107)

Drevet af højere estimater løfter vi vores Gordon growth-baseret fair værdi pr. aktie interval til DKK 79-111 (76-107). Sparekassen Sjælland-Fyn aktien har gjort det ~6% bedre end sektoren de seneste 3 måneder men ~9% dårligere end sektoren den seneste måned. Aktien handler på en 2021E justeret P/E på 5,7x, ~24% under andre danske banker.

## NØGLETAL

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
DKKm							
Indtægter i alt	1,043	1,073	1,042	1,097	1,120	1,147	1,171
Omkostninger i alt	710	769	815	830	789	786	793
Nedskrivningsprocent	-1.10%	-0.32%	-0.04%	-0.14%	-0.85%	-0.36%	-0.39%
Resultat før skat	228	273	230	251	257	327	340
Egenkapitalforrentning	10.8%	12.0%	8.5%	8.2%	8.0%	9.6%	9.3%
Afkast på justeret indre værdi	5.9%	8.5%	4.4%	6.6%	6.4%	7.8%	7.6%
Kurs/indre værdi	0.68	0.67	0.52	0.55	0.45	0.42	0.39
Kurs/indre værdi justeret	0.73	0.71	0.54	0.56	0.46	0.43	0.41
BIS III egentlig kernekapitalprocent	9.9%	10.7%	13.0%	14.0%	14.9%	15.3%	15.6%
Udbytte per aktie, kr.	3.05	0.00	2.50	3.00	0.00	4.00	4.50
Udbytteprocent	2.87%	0.00%	3.11%	3.35%	0.00%	5.17%	5.81%
Samlet pay-out ratio	0.09	0.00	0.18	0.23	0.00	0.23	0.25

Kilde: Virksomhedsdata og Nordea estimater

# Estimater

## ÆNDRINGER TIL ESTIMATER

	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
DKKm	Nye estimater			Ændring i estimater			Tidligere estimater		
Renteindtægter	620	630	643	1%	0%	0%	613	628	640
Renteudgifter	54	55	60	4%	-1%	-1%	52	55	60
<b>Netto renteindtægter</b>	<b>566</b>	<b>576</b>	<b>583</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>	<b>561</b>	<b>573</b>	<b>580</b>
Udbytte af aktier m.v.	30	25	25	9%	0%	0%	27	25	25
Gebyrer og provisionsindtægter	545	545	561	-1%	-1%	-1%	548	548	565
Afgivne gebyrer og provisionsudgifter	18	18	19	-6%	-6%	-6%	19	20	20
<b>Netto rente- og gebyrindtægter</b>	<b>1,123</b>	<b>1,127</b>	<b>1,151</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>1,117</b>	<b>1,127</b>	<b>1,150</b>
Kursreguleringer	-23	0	0	0%	-	-	-23	0	0
Andre driftsindtægter	20	20	20	0%	0%	0%	20	20	20
<b>Indtægter i alt</b>	<b>1,120</b>	<b>1,147</b>	<b>1,171</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>1,115</b>	<b>1,147</b>	<b>1,170</b>
Udgifter til personale og administration	718	717	724	0%	0%	0%	718	717	724
Af- og nedskrivninger på immaterielle og materielle aktiver	51	51	51	0%	0%	0%	51	51	51
Andre driftsudgifter	20	18	18	0%	0%	0%	20	18	18
<b>Omkostninger i alt</b>	<b>789</b>	<b>786</b>	<b>793</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>789</b>	<b>786</b>	<b>793</b>
<b>Resultat før nedskrivninger på udlån</b>	<b>332</b>	<b>362</b>	<b>378</b>	<b>2%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>326</b>	<b>361</b>	<b>377</b>
Nedskrivninger på udlån m.v.	104	45	50	0%	0%	0%	104	45	50
Resultat af kapitalandele i associerede og tilknyttede virksomheder	29	10	12	7%	150%	200%	27	4	4
<b>Resultat før skat</b>	<b>257</b>	<b>327</b>	<b>340</b>	<b>3%</b>	<b>2%</b>	<b>3%</b>	<b>249</b>	<b>320</b>	<b>331</b>
Skat	22	28	29	3%	2%	3%	21	28	29
<b>Resultat efter skat</b>	<b>235</b>	<b>299</b>	<b>311</b>	<b>3%</b>	<b>2%</b>	<b>3%</b>	<b>228</b>	<b>293</b>	<b>303</b>
<b>Indtjening pr. aktie, justeret, kr.</b>	<b>10.43</b>	<b>13.56</b>	<b>14.16</b>	<b>3%</b>	<b>2%</b>	<b>3%</b>	<b>10.10</b>	<b>13.27</b>	<b>13.78</b>
<b>Udbytte pr. aktie, kr.</b>	<b>0.00</b>	<b>4.00</b>	<b>4.50</b>	<b>-</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0.00</b>	<b>4.00</b>	<b>4.50</b>

Kilde: Virksomhedsdata og Nordea estimater

# Rapporterede tal og estimater

## KVARTALSVISE NØGLETAL

### AKTIEDATA

DKKm	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20E	Q3 20E	Q4 20E
Indtjening per aktie	3.76	2.80	2.18	2.90	2.17	3.85	3.34	2.76
Indtjening per aktie, justeret	3.52	3.00	2.15	2.61	2.10	3.59	3.16	2.67
Indre værdi per aktie	156.5	159.3	161.2	164.1	163.2	167.1	170.4	173.2
Indre værdi per aktie, justeret	149.5	152.5	154.5	158.9	158.0	161.8	165.1	167.9
Udbytte per aktie	-	-	-	-	-	-	-	-
Udbytte pay-out ratio	-	-	-	-	-	-	-	-
Aktietilbagekøb (per 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	86.80	94.80	89.60	89.60	78.20	77.60	77.60	77.60
Markedsværdi	1,508	1,647	1,557	1,557	1,359	1,348	1,348	1,348
Udvandet antal aktier ved periodens afslutning (mio.)	17	17	17	17	17	17	17	17

### VÆRDIANSÆTTELSE

(x)	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20E	Q3 20E	Q4 20E
P/E (annualiseret)	5.8	8.5	10.3	7.7	9.0	5.0	5.8	7.0
P/E (justeret)	6.2	7.9	10.4	8.6	9.3	5.4	6.1	7.3
Kurs/indre værdi	0.55	0.59	0.56	0.55	0.48	0.46	0.46	0.45
Kurs/indre værdi justeret	0.58	0.62	0.58	0.56	0.50	0.48	0.47	0.46
Udbytteprocent	-	-	-	-	-	-	-	-
Samlet direkte afkast	-	-	-	-	-	-	-	-

### KAPITALPROCENTER

%	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20E	Q3 20E	Q4 20E
BIS II Trans. egentlig kernekapitalprocent	-	-	-	-	-	-	-	-
BIS II Trans. kapitalprocent	-	-	-	-	-	-	-	-
BIS III egentlig kernekapital	2,249	2,250	2,232	2,431	2,359	2,359	2,359	2,570
BIS III REA	18,101	18,843	18,381	17,343	17,348	17,109	17,168	17,228
BIS III egentlig kernekapitalprocent	12.4%	11.9%	12.1%	14.0%	13.6%	13.8%	13.7%	14.9%
BIS III kernekapitalprocent	14.5%	13.9%	14.2%	16.2%	15.8%	16.0%	15.9%	17.1%
BIS III kapitalprocent	17.0%	16.7%	17.0%	20.1%	19.6%	19.9%	19.2%	20.4%
Justeret egenkapital/aktiver	10.7%	10.7%	10.8%	10.9%	10.9%	11.1%	11.3%	11.5%
Justeret egenkapital/udlån	21.2%	21.4%	21.6%	22.6%	22.5%	23.0%	23.3%	23.6%
Gearingratio	9.3%	9.1%	9.0%	9.6%	9.4%	9.3%	9.3%	10.1%

### KREDITKVALITET

DKKm	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20E	Q3 20E	Q4 20E
Værdiforringede lån	-	-	-	-	-	-	-	-
Nedskrivnings-/hensættelsessaldo	937	869	831	657	719	715	711	708
Dækningsratio	-	-	-	-	-	-	-	-
Nedskrivnings-/hensættelsessaldo / udån i alt	7.65%	7.03%	6.70%	5.38%	5.90%	5.84%	5.79%	5.73%
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>0.29%</b>	<b>0.08%</b>	<b>0.17%</b>	<b>0.02%</b>	<b>2.42%</b>	<b>0.33%</b>	<b>0.33%</b>	<b>0.33%</b>
Vækst i nedskrivnings-/hensættelsessaldo (år/år)	-30%	-27%	-15%	-42%	-46%	-37%	-34%	-30%
Vækst i værdiforringede lån (år/år)	-	-	-	-	-	-	-	-

### PROFITABILITET

Justeret for engangsposter	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20E	Q3 20E	Q4 20E
Egenkapitalforrentning	9.7%	8.0%	5.5%	6.6%	5.3%	8.9%	7.7%	6.4%
Afkast på justeret indre værdi	10.2%	8.4%	5.8%	6.9%	5.5%	9.2%	8.0%	6.6%
O/I	69.2%	74.1%	79.7%	79.9%	66.9%	68.6%	71.1%	75.4%
Nettorentemarginal	4.59%	4.68%	4.79%	4.58%	4.51%	4.56%	4.70%	4.69%

### INDTÆGTSFORDELING

Justeret for engangsposter	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20E	Q3 20E	Q4 20E
Nettorenteindtægter	49%	53%	57%	48%	47%	49%	53%	53%
Nettoebyrindtægter	48%	53%	49%	49%	59%	49%	45%	45%
Nettoresultat fra finansielle transaktioner	0%	-9%	-8%	1%	-8%	1%	0%	0%
Nettoforsikringsresultat	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Andre driftsindtægter	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%

Kilde: Virksomhedsdata og Nordea estimater

## KVARTALSVIS RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

## RESULTATOPGØRELSE

DKKm	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20E	Q3 20E	Q4 20E
Nettorenteindtægter	137	141	146	140	138	140	144	144
Nettogebyrindtægter	136	143	127	143	173	140	122	121
Nettoreultat fra finansielle transaktioner	-1	-24	-20	2	-25	2	0	0
Nettoforsikringsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0
Andre driftsindtægter	9	9	5	5	5	5	5	5
<b>Indtægter i alt</b>	<b>281</b>	<b>269</b>	<b>258</b>	<b>289</b>	<b>292</b>	<b>287</b>	<b>271</b>	<b>270</b>
Personale og adm. omkostninger	175	180	177	194	178	179	175	186
Andre driftsudgifter	3	3	4	9	6	5	5	5
Afskrivninger	16	16	24	28	12	13	13	13
<b>Omkostninger i alt</b>	<b>194</b>	<b>199</b>	<b>206</b>	<b>231</b>	<b>196</b>	<b>197</b>	<b>193</b>	<b>204</b>
<b>Resultat før nedskrivninger på udlån</b>	<b>87</b>	<b>70</b>	<b>52</b>	<b>58</b>	<b>97</b>	<b>90</b>	<b>78</b>	<b>66</b>
Nedskrivninger på udlån	9	2	5	1	74	10	10	10
Andet	1	0	1	1	24	0	2	3
<b>Resultat før skat</b>	<b>79</b>	<b>67</b>	<b>48</b>	<b>58</b>	<b>47</b>	<b>80</b>	<b>70</b>	<b>59</b>
Skat	7	12	4	2	3	7	6	5
Ophørte aktiviteter	0	0	0	0	0	0	0	0
Minoritetsinteresse	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Periodens resultat</b>	<b>71</b>	<b>55</b>	<b>44</b>	<b>57</b>	<b>44</b>	<b>73</b>	<b>64</b>	<b>54</b>

## BALANCE

DKKm	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20E	Q3 20E	Q4 20E
Kassebeholdning / interbank	400	410	456	441	440	440	440	440
Udlån	12,247	12,369	12,416	12,217	12,172	12,232	12,293	12,354
Immaterielle aktiver	122	119	116	91	91	91	91	91
<b>Aktiver i alt</b>	<b>24,209</b>	<b>24,809</b>	<b>24,897</b>	<b>25,359</b>	<b>25,221</b>	<b>25,281</b>	<b>25,342</b>	<b>25,403</b>
Gæld til kreditinstitutter og centralbanker	545	602	705	525	612	612	612	612
Indlån	18,151	18,343	18,224	18,700	18,549	18,596	18,642	18,688
Supplerende kapital	455	604	522	673	674	674	569	569
Minoritetsinteresse	0	0	0	0	0	0	0	0
Aktiekapital	2,719	2,769	2,801	2,851	2,836	2,903	2,961	3,009
<b>Passiver i alt</b>	<b>24,209</b>	<b>24,809</b>	<b>24,897</b>	<b>25,359</b>	<b>25,221</b>	<b>25,281</b>	<b>25,342</b>	<b>25,403</b>
Udlån til indlån	67%	67%	68%	65%	66%	66%	66%	66%
Bankudlån til indlån	67%	67%	68%	65%	66%	66%	66%	66%
LCR	-	-	-	-	-	-	-	-
NSFR	-	-	-	-	-	-	-	-

## VÆKST (ÅR/ÅR)

Justeret for engangsposter	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20E	Q3 20E	Q4 20E
Nettorenteindtægter	20%	21%	29%	6%	1%	-1%	-1%	3%
Nettogebyrindtægter	11%	13%	21%	29%	27%	-2%	-4%	-15%
<b>Indtægter i alt</b>	<b>19%</b>	<b>19%</b>	<b>4%</b>	<b>24%</b>	<b>4%</b>	<b>7%</b>	<b>5%</b>	<b>-7%</b>
Personale og adm. omkostninger	-1%	-4%	-4%	-3%	2%	-1%	-1%	-4%
<b>Omkostninger i alt</b>	<b>2%</b>	<b>-3%</b>	<b>3%</b>	<b>6%</b>	<b>1%</b>	<b>-1%</b>	<b>-6%</b>	<b>-12%</b>
Resultat før nedskrivninger på udlån	95%	252%	6%	299%	12%	29%	50%	14%
Resultat før skat	138%	135%	14%	110%	-40%	20%	47%	2%
<b>Periodens resultat</b>	<b>138%</b>	<b>135%</b>	<b>14%</b>	<b>110%</b>	<b>-40%</b>	<b>20%</b>	<b>47%</b>	<b>2%</b>
<b>Udlån</b>	<b>5%</b>	<b>3%</b>	<b>3%</b>	<b>0%</b>	<b>-1%</b>	<b>-1%</b>	<b>-1%</b>	<b>1%</b>
Indlån	8%	5%	5%	3%	2%	1%	2%	0%
Aktiver	12%	6%	6%	6%	4%	2%	2%	0%
REA vækst (BIS II Trans.)	-	-	-	-	-	-	-	-
REA vækst (BIS III)	8%	5%	7%	-2%	-4%	-9%	-7%	-1%

Kilde: Virksomhedsdata og Nordea estimater

**ÅRLIGE NØGLETAL****AKTIEDATA**

DKKm	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Indtjening per aktie, kr.	n.a.	12.23	15.41	8.53	11.64	12.10	15.77	16.47
Indtjening per aktie, justeret, kr.	n.a.	8.29	13.00	5.89	10.18	10.43	13.56	14.16
Indre værdi per aktie, kr.	n.a.	157.9	170.9	155.2	164.1	173.2	186.4	196.3
Indre værdi per aktie, justeret, kr.	n.a.	146.4	160.4	148.0	158.9	167.9	181.2	191.0
Udbytte per aktie, kr.	3.00	3.05	0.00	2.50	3.00	0.00	4.00	4.50
Udbytte pay-out ratio	n.a.	9%	0%	18%	23%	0%	23%	25%
Aktietilbagekøb (per aktie)	n.a.	n.a.	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Samlet pay-out ratio	n.a.	9%	0%	18%	23%	0%	23%	25%
Aktiekurs ved periodens afslutning, kr.	98.00	107.00	114.50	80.40	89.60	77.60	83.03	88.84
Markedsværdi	n.a.	1,394	1,492	1,397	1,557	1,348	1,443	1,544
Udvandet antal aktier ved periodens afslutning (mio.)	0	13	13	17	17	17	17	17

**VÆRDIANSÆTTELSE**

(x)	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
P/E (annualiseret)	-	8.7	7.4	9.4	7.7	6.4	5.3	5.4
P/E (justeret)	-	12.9	8.8	13.6	8.8	7.4	6.1	6.3
Kurs/indre værdi	-	0.68	0.67	0.52	0.55	0.45	0.45	0.45
Kurs/indre værdi justeret	-	0.73	0.71	0.54	0.56	0.46	0.46	0.47
Udbytteprocent	-	1.4%	0.0%	2.7%	3.7%	0.0%	5.0%	5.6%
Samlet direkte afkast	-	1.4%	0.0%	2.7%	3.3%	0.0%	4.8%	5.1%

**KAPITALPROCENTER**

%	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
BIS II Trans. egentlig kernekapitalprocent	-	-	-	-	-	-	-	-
BIS II Trans. kapitalprocent	-	-	-	-	-	-	-	-
BIS III egentlig kernekapital	1,472	1,576	1,818	2,295	2,431	2,570	2,707	2,840
BIS III REA	14,721	15,858	16,973	17,639	17,343	17,228	17,717	18,220
BIS III egentlig kernekapitalprocent	10.0%	9.9%	10.7%	13.0%	14.0%	14.9%	15.3%	15.6%
BIS III kernekapitalprocent	13.0%	12.9%	14.0%	15.1%	16.2%	17.1%	17.4%	17.7%
BIS III kapitalprocent	15.5%	15.6%	16.3%	17.7%	20.1%	20.4%	20.6%	20.8%
Justeret egenkapital/aktiver	9.5%	9.6%	9.7%	10.8%	10.9%	11.5%	12.2%	12.8%
Justeret egenkapital/udlån	18.2%	18.2%	17.9%	21.1%	22.6%	23.6%	24.9%	25.6%
Gearingsratio	7.9%	7.9%	8.5%	9.6%	9.6%	10.1%	10.5%	10.9%

**KREDITKVALITET**

DKKm	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Værdiforringede lån	-	-	-	-	-	-	-	-
Nedskrivnings-/hensættelsessaldo	1,908	1,361	1,143	1,014	657	708	694	680
Dækningsratio	-	-	-	-	-	-	-	-
Nedskrivnings-/hensættelsessaldo / udån i alt	19.54%	13.00%	9.78%	8.33%	5.38%	5.73%	5.48%	5.24%
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>-1.50%</b>	<b>-1.10%</b>	<b>-0.32%</b>	<b>-0.04%</b>	<b>-0.14%</b>	<b>-0.85%</b>	<b>-0.36%</b>	<b>-0.39%</b>
Vækst i nedskrivnings-/hensættelsessaldo (år/år)	-31%	-29%	-16%	-11%	-35%	8%	-2%	-2%
Vækst i værdiforringede lån (år/år)	-	-	-	-	-	-	-	-

**PROFITABILITET**

Justeret for engangsposter	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Egenkapitalforrentning	8.1%	5.4%	7.9%	4.2%	6.4%	6.2%	7.5%	7.4%
Afkast på justeret indre værdi	8.9%	5.9%	8.5%	4.4%	6.6%	6.4%	7.8%	7.6%
O/I	71.0%	74.8%	75.3%	86.4%	77.4%	72.0%	70.0%	69.2%
Nettorentemarginal	6.10%	4.89%	4.39%	4.00%	4.43%	4.41%	4.41%	4.36%

**INDTÆGTSFORDELING**

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

Kilde: Virksomhedsdata og Nordea estimer

## ÅRLIG RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE

## RESULTATOPGØRELSE

DKKm	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Nettorenteindtægter	602	551	542	541	565	566	576	583
Nettogebyrindtægter	418	421	457	464	549	557	551	567
Nettoreultat fra finansielle transaktioner	-58	47	43	21	-44	-23	0	0
Nettoforsikringsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0
Andre driftsindtægter	15	24	31	16	27	20	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>1,120</b>	<b>1,147</b>	<b>1,171</b>
Personale og adm. omkostninger	613	644	691	746	726	718	717	724
Andre driftsudgifter	50	14	19	20	19	20	18	18
Afskrivninger	31	52	59	49	85	51	51	51
<b>Omkostninger i alt</b>	<b>694</b>	<b>710</b>	<b>769</b>	<b>815</b>	<b>830</b>	<b>789</b>	<b>786</b>	<b>793</b>
<b>Resultat før nedskrivninger på udlån</b>	<b>284</b>	<b>333</b>	<b>304</b>	<b>227</b>	<b>267</b>	<b>332</b>	<b>362</b>	<b>378</b>
Nedskrivninger på udlån	150	107	33	4	17	104	45	50
Andet	3	2	3	8	2	29	10	12
<b>Resultat før skat</b>	<b>136</b>	<b>228</b>	<b>273</b>	<b>230</b>	<b>251</b>	<b>257</b>	<b>327</b>	<b>340</b>
Skat	-8	12	16	22	25	22	28	29
Ophørte aktiviteter	0	0	0	0	0	0	0	0
Minoritetsinteresse	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>235</b>	<b>299</b>	<b>311</b>

## BALANCE

DKKm	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Kassebeholdning / interbank	623	384	357	413	441	440	440	440
Udlån	9,763	10,474	11,681	12,174	12,217	12,354	12,663	12,980
Immaterielle aktiver	162	150	138	125	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>25,403</b>	<b>25,712</b>	<b>26,028</b>
Gæld til kreditinstitutter og centralbanker	319	429	439	425	525	612	612	612
Indlån	14,633	15,647	16,589	18,223	18,700	18,688	19,062	19,443
Supplerende kapital	465	466	403	454	673	569	569	569
Minoritetsinteresse	0	0	0	0	0	0	0	0
Aktiekapital	1,939	2,058	2,228	2,697	2,851	3,009	3,239	3,410
<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>25,403</b>	<b>25,712</b>	<b>26,028</b>
Udlån til indlån	67%	67%	70%	67%	65%	66%	66%	67%
Bankudlån til indlån	-	-	-	-	-	-	-	-
LCR	-	-	-	-	-	-	-	-
NSFR	-	-	-	-	-	-	-	-

## VÆKST (ÅR/ÅR)

Justeret for engangsposter	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Nettorenteindtægter	-8%	-18%	-2%	-2%	13%	0%	2%	1%
Nettogebyrindtægter	15%	1%	8%	2%	18%	1%	-1%	3%
<b>Indtægter i alt</b>	<b>-10%</b>	<b>-1%</b>	<b>4%</b>	<b>-6%</b>	<b>14%</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>
Personale og adm. omkostninger	6%	7%	4%	9%	-3%	-1%	0%	1%
<b>Omkostninger i alt</b>	<b>5%</b>	<b>4%</b>	<b>5%</b>	<b>8%</b>	<b>2%</b>	<b>-5%</b>	<b>0%</b>	<b>1%</b>
Resultat før nedskrivninger på udlån	-34%	-14%	2%	-48%	89%	27%	10%	5%
Resultat før skat	-22%	2%	57%	-40%	73%	2%	30%	4%
<b>Periodens resultat</b>	<b>-20%</b>	<b>-25%</b>	<b>57%</b>	<b>-40%</b>	<b>73%</b>	<b>2%</b>	<b>30%</b>	<b>4%</b>
Udlån	-2%	7%	12%	4%	0%	1%	2%	2%
Indlån	-4%	7%	6%	10%	3%	0%	2%	2%
Aktiver	-3%	6%	8%	11%	6%	0%	1%	1%
REA vækst (BIS II Trans.)	-	-	-	-	-	-	-	-
REA vækst (BIS III)	2%	8%	7%	4%	-2%	-1%	3%	3%

Kilde: Virksomhedsdata og Nordea estimer

# 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 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 analysedataet 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 markedsmæssige 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](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. 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 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-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 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](https://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**

13 maj 2020, 12:36 CET