



Køb Uændret

Aktuel kurs:

783,00 DKK

Begivenhed:

Årsregnskab 2014

Seneste analyse:

23/01/15 – Fint forsikringsvej
vil bane vejen for nyt stærkt
Tryg-regnskab

Kalender:

25/03/15 – Generalforsamling
15/04/15 – 1. kvartalsregnskab
10/10/15 – Halvårsregnskab
09/10/15 – 3. kvartalsregnskab

Forventet opdatering:

Kvartalsvist

Tryg afslutter 2014 med manér – og har godbidderne klar til investorerne i 2015

Vi fastholder købsanbefalingen på Tryg efter et stærkt årsregnskab. Indtjeningen er klart bedre end ventet, og besparelsesprogrammet på 750 mio. kr. gør Trygs indtjeningsprofil attraktiv. Aktien er ikke længere billig, men indtjeningen kan overraske positivt, og rekordstore udlodninger i år vil fastholde investorerne appetit på Tryg-aktier.

Trygs indtjening i overhalingsbanen

Trygs resultat i 4. kvartal 2014 er væsentligt bedre, end vi forventede. Bruttopræmieindtægterne er godt nok 1% under vores estimat (+1% ift. markedsforsventningerne), men det forsikringstekniske resultat på 775 mio. kr. er langt bedre end vores forventning på 624 mio. kr. (og konsensus på 584 mio. kr.). Combined ratio (CR) på 83,5 i årets sidste kvartal er også bedre end ventet. Højere afløbsgevinster hjælper til – men den underliggende udvikling er væsentligt bedre, end vi ventede. Investeringsresultatet på 13 mio. kr. er lidt svagere, end vi modellerede – men indeholder også en nedskrivning på 106 mio. kr. på værdien af hovedsædet.

Indtægterne er langsomt på vej i rigtig retning

Selv om bruttopræmieindtægterne er lidt svagere, end vi forventede i 4. kvartal – er der stadig tydeligere tegn på fremdrift – også hjulpet en smule af nogle mindre opkøb. Således var bruttopræmieindtægterne reelt uændrede (-0,1%) i lokal valuta i 4. kvartal, hvilket dækker over en lille tilbagegang i 'Erhverv' (-1,8%), men fremgang i både 'Industri' (1,5%) og 'Sverige' (+1,6%) og uændrede indtægter i Privat (-0,2%). Det forsikringstekniske resultat i 'Privat' er væsentligt bedre, end vi forventede på trods af noget lavere afløbsgevinster. I 'Erhverv' overrasker indtjeningen også markant positivt – selv når vi korrigerer for højere afløbsgevinster. 'Industri' leverer lidt bedre end ventet indtjening – men kun på grund af meget høje afløbsgevinster, mens indtjeningen i 'Sverige' er under vores forventninger.

2015-meldinger tyder på at fremdriften i fortsætter

Tryg melder om svagt faldende til uændrede bruttopræmieindtægter i 2015 – men stigende indtægter igen fra 2016. Effektiviseringsprogrammet på 750 mio. kr. vil i tillæg påvirke indtjeningen positivt – særligt fra 2016. Vi noterer desuden, at Tryg nu nævner et forventet niveau for afløbsgevinster i perioden 2015-2017 på ca. 6%, og det er mere, end vi på forhånd modellerede. En lidt lavere skatteprocent medvirker desuden til, at vi løfter vores 2015-estimer. På udlodningssiden går Tryg-investorer et særdeles attraktivt 2015 i møde. Det foreslåede udbytte på 29 kr. pr. aktie for 2014 bliver fulgt op af et nyt halvårligt udbytte i juli. Sammen med det igangsatte aktietilbagekøb forventer vi, at Tryg i alt vil sende ca. 3,6 mia. kr. retur til aktionærerne i 2015.

Aktien er ikke billig længere – men udlodning og indtjeningsprofil kan løfte kursen

Regnskabet fra Tryg understreger, at selskabet er i storform – og at der ikke bliver hvilet på laurbærrene. Stadig bedre indkøbsbetingelser og mikrotarifering er gode argumenter for, at Tryg kan vinde konkurrencekraft i de kommende år. Det vil ske i et forsikringsmarked, hvor vi har svært ved at se forsikringsportaler, mere prisaggressive konkurrenter eller internetbaserede forsikringsselskaber røkke nævneværdigt ved de største aktørers strukturelle fordele.

Vi anser Trygs indtjeningsprofil som attraktiv som følge af effektiviseringer og stabilisering og fremgang i indtægterne. Investorerne har dog allerede taget forskud på fortrinlighederne, og Tryg-aktien handler aktuelt på en K/I for 2015 på 4,6x. Vi forventer dog, at den attraktive indtjeningsprofil kombineret med aktietilbagekøb og en rekordhøj udlodning i år – med udbytte både i foråret og i juli efter halvårsregnskabet vil fastholde investorerne appetit på Tryg-aktier.

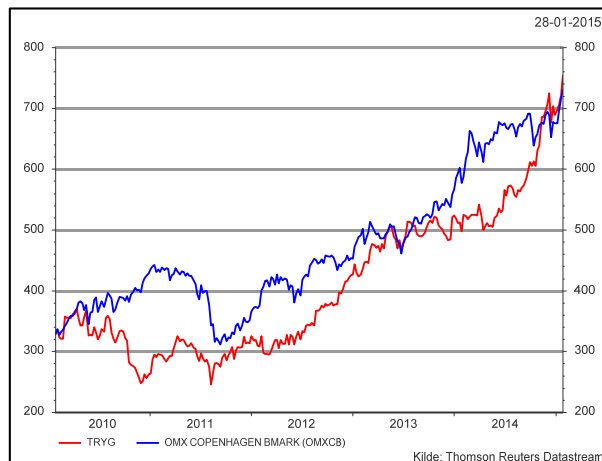
Sydbank

Kursudvikling, resultater og Sydbanks forventninger

Mio. DKK	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Bruttopræmieindtægter	19.504	18.652	18.469	18.848	19.235
Teknisk resultat	2.496	3.032	2.849	2.958	3.086
Ordinært resultat før skat	2.993	3.302	2.882	3.131	3.264
Nettoresultat	2.369	2.557	2.234	2.427	2.530
Combined ratio (%)	87,5%	84,1%	84,9%	84,7%	84,3%
Egenkap. forrentning	21,5%	23,0%	21,4%	25,4%	27,3%
EPS - udvandet	39,38	43,46	39,06	43,40	46,15
P/E	13,3	15,9	20,0	18,0	17,0
Indre værdi	184	190	170	168	167
K/I	2,8	3,6	4,6	4,7	4,7
Yield	5,1%	4,2%	4,0%	4,7%	5,0%

Note: combined ratio = Erstatningsprocent + omkostningsprocent + genforsikringsprocent.

Markedsværdi :	44,8 mia. kr.	Likviditet :	Høj
Regnskabsår :	01.01 - 31.12	Fondskode :	6001327
Foreslået udbytte	29 DKK /aktie	Reuterkode :	TRYG.CO



Forretningsområde

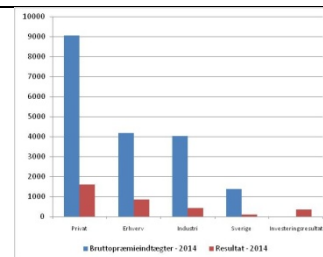
Tryg er etableret i 2002, da Tryg i Danmark købte Nordeas skadesforsikringsdel. Selskabet er børsnoteret i 2005 og har Tryghedsgruppen som største aktionær med 60% ejerandel. Tryg er den største udbyder af skadesforsikringsprodukter i Danmark med en markedsandel på ca. 20% og nr. tre i Norge efter Gjensidige og If med ca. 16-17% af markedet. Markedspositionen i Sverige er lavere. Selskabet udbyder skadesforsikringsprodukter til såvel private som erhvervs- og industrivirksomheder.

Risici

Tryg's primære risiko er de vejrmæssige forhold, da vejret har stor betydning for antallet af skader. En kraftig storm vil således have en negativ effekt på nettoresultatet. Tryg er eksponeret mod de finansielle markeder via den "Fri Investeringsportefølje", som er sammensat af aktier, ejendomme og obligationer.

Middel

Omsætning og indtjening '13



USD-følsomhed: ingen
Rentedækning: -

Valuta-eksponering målt ved omsætningsfordeling

Danmark: 50,2% Norge: 39,3% Sverige: 10,6%

Simpel K/I-ROE model - til illustration af kursforventninger

	Lavvækstscenario	Aktuel kurs	Højvækstscenario	
Fair aktiekurs	611,5	783,0	1040,1	Simpel K/I-ROE model til værdiansættelse. IKKE KURSMÅL
Egenkapitalforrentning (ROE)	20%	23%	25%	Hvilken egenkapitalforrentning afspejler kursen
Vækst	1,6%	2,6%	3,6%	Sydbanks aktuelle vækstforventning (i aktuel-kurs scenario)
Egenkapitalomkostning	7,6%	7,6%	7,6%	Sydbanks aktuelle estimat for aktieejernes afkastkrav
Kurspotentiale	-21,9%	-	32,8%	

Konkurrenceparametre

Gen. score: 3,6

Selskabets forventninger

Leverandører

3

Medarbejderne er en vigtig "råvare". Tryg har en begrænset forhandlingsstyrke i relation til genforsikringselskaber pga. størrelsen sammenlignet med internationale selskaber.

Substitutter

5

Der er ingen velegnede substitutter til forsikring. Alternativet er fravalg.

Indgangsbarrierer

3

Begrænsede indgangsbarrierer. Etablering kræver investeringer i distribution, markedsføring, opbygning af kundebase samt datagrundlag for at kunne risikovurdere kunderne.

Kunder

3

Kunderne har en relativ lav forhandlingsstyrke – men kan ret let skifte selskab. Produkterne er i nogen udstrækning standardiserede.

Intensitet

4

Middel konkurrence inden for forsikring i Danmark. De 5 største selskaber sidder på 70% af markedet. En konsolidering blandt de større selskaber er ikke oplagt.

Scoreingsintervallet er på 1-5. En høj score er ensbetydende med en stærk position.

Finansielle målsætninger:

*Egenkapitalforrentning efter skat på mere end 21% i 2017 (20% i 2015)

* Combined ratio på maksimalt 87 fra 2017 (90% i 2015)

* Omkostningsprocent under 14 i 2017 (15 i 2015)

Ændring i indtjening pr. aktie

DKK	Før	Nu	Ændring
2015E	38,07	39,06	2,6%
2016E	42,89	43,40	1,2%

Relativ performance (OMX)

1M	3M	12M
-0,69%	9,24%	21,63%

Almindelige oplysninger om udarbejdelse af analyser i Sydbank

Denne analyse er udarbejdet af Sydbanks aktieanalyseafdeling, som er en del af Sydbank Markets, en forretningsenhed i Sydbank. Sydbank er under tilsyn af Finanstilsynet.

Sydbank har udarbejdet procedurer, der skal forebygge og forhindre interessekonflikter og sikre, at de udarbejdede analyser har en høj standard og er baseret på objektiv og uafhængig analyse. Disse procedurer er indarbejdet i forretningsgangene, der omfatter aktieanalyseaktiviteterne i Sydbank.

Finansielle modeller og metoder anvendt i denne analyse

De anbefalinger og holdninger, der udtrykkes i denne analyse er dannet på basis af en kombination af Discounted Cash Flow-analyse, branchekendskab, peer-group analyse samt selskabsspecifikke og markedstekniske elementer (begivenheder der påvirker både selskabets finansielle og driftsmæssige profil). Analysens omsætnings- og indtjeningsestimater er baseret på segmenterede modeller under anvendelse af subjektive vurderinger af relevante fremtidige markedstendenser og konjunkturfremtidsbilleder. De heraf fremkomne resultater er samlet i en værdiansættelsesmodel, som også tager højde for den seneste udvikling i historiske rapporter. Endvidere tages der højde for selskabets egne samt konkurrerende selskabers forventninger.

Risikovurdering og følsomhed

En vurdering af de væsentligste risikoforhold og en kategorisering af risikoen (lav, middel eller høj) i forbindelse med anbefalingerne og holdningerne til denne analyse, herunder en følsomhedsanalyse, er gengivet i den senest udsendte Aktienyt på dette selskab. Heraf fremgår ligeledes en vurdering af selskabets konkurrenceposition, som scores på en skala fra 1 til 5, hvor en høj score er ensbetydende med en stærk konkurrenceposition. De anførte risikofaktorer og følsomhedsanalysen kan dog ikke anses for at være udtømmende.

Valutakursrisiko

Såfremt aktiekursen er noteret i en anden valuta end danske kroner kan valutakursudsving påføre investorer tab eller gevinst.

Planlagte opdateringer af analysen

Denne analyse planlægges opdateret kvartalsvist.

Anbefalingsstruktur

Inden for det seneste kvartal har Sydbank haft investeringsanbefalinger på 27 selskaber. Fordelingen af anbefalinger fremgår nedenfor under ”Fordeling af anbefalinger”. Betydningen af anbefalingerne på selskabsniveau fremgår nedenfor under kursudvikling.

På selskabsniveau:

Anbefaling	Kursudvikling	Tidshorisont	Fordeling af anbefalinger
Køb	Bedre end gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	51,9%
Hold	På linje med gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	18,5%
Sælg	Dårligere end gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	29,6%

Vi opdeler virksomhederne i to kategorier - cykliske og defensive aktier. Køb betyder således, at aktien vil klare sig relativt bedre end de øvrige selskaber i kategorien. Hold betyder, at aktien vil klare sig på linje med de øvrige selskaber i kategorien. Endelig betyder sælg, at vi forventer, at aktien vil klare sig dårligere end de øvrige aktier i kategorien. Eventuelle ændringer i anbefalingen i forhold til den seneste anbefaling på selskabet fremgår af denne analyse.

	Køb	Hold	Sælg
Cykliske aktier	A. P. Møller Mærsk D/S NORDEN Danske Bank NKT Holding Pandora Rockwool Vestas	Nordea	Bang & Olufsen DSV FLSmidth SAS
Defensive aktier	ALK-Abelló Carlsberg GN Store Nord ISS Novo Nordisk Tryg	Chr. Hansen Coloplast H. Lundbeck TDC	Novozymes Royal Unibrew Topdanmark William Demant

For en uddybning af alle anbefalinger samt en historisk anbefalingsoversigt for selskabet henviser vi til www.sydbank.dk/investering/analyser/aktier.

Denne investeringsanalyse henvender sig til Sydbanks kunder og må ikke uden Sydbanks udtrykkelige samtykke offentliggøres eller distribueres videre. Analysen er udarbejdet på grundlag af informationer fra kilder, som Sydbank finder troværdige. Sydbank påtager sig dog intet ansvar for mangler, herunder eventuelle fejl i kilder, trykfejl eller beregningsfejl, samt efterfølgende ændrede forudsætninger.

Anbefalinger i analysen er udtryk for bankens generelle holdning og kan ikke alene danne grundlag for investeringsbeslutninger. Anbefalinger kan medtages i forbindelse med rådgivning i Sydbank, hvor tillige kunders individuelle forhold skal indgå.

Investering er forbundet med risikoen for økonomisk tab. Hverken historiske afkast og kursudvikling eller prognoser for fremtiden i materialet kan anvendes som pålidelig indikator for fremtidige afkast og kursudvikling. Et afkast og/eller en kursudvikling som beskrevet i dette materiale kan blive negativ. Hvor oplysningerne er baseret på bruttoafkast, vil gebyrer, provisioner og andre omkostninger kunne medføre, at afkastet bliver lavere end anført i materialet. Hvor materialet oplyser om den skattemæssige behandling af en disposition, er det med forbehold for, at den skattemæssige behandling altid afhænger af den enkelte kundes individuelle situation og at reglerne i øvrigt kan ændre sig fremover.

I analysen nævnes aktier, som har risikomærkningen gul. Risikomærkningen gul betyder, at når der investeres i aktier, er der risiko for, at det investerede beløb kan tabes helt eller delvist. Produkttypen er typisk ikke vanskelig at gennemskue.

Denne publikation er ikke et tilbud om eller en opfordring til at købe eller sælge finansielle instrumenter.

Sydbank fraskriver sig ethvert ansvar for tab, der måtte have direkte eller indirekte sammenhæng med dispositioner, der er foretaget alene på baggrund af anbefalinger i analysen.

Banken eller dens ansatte kan besidde finansielle instrumenter omhandlet i analysen.

Sydbank A/S, Peberlyk 4, 6200 Aabenraa, cvr. nr. 12626509 er under tilsyn af Finanstilsynet, Århusgade 110, 2100 København Ø.