



# Aktienyt

## Topdanmark

Hold  
Uændret

Aktuel kurs: 150,50 DKK

Begivenhed: 2. kvartalsregnskab

Seneste analyse på selskabet:  
15/08/13 – Stærk forsikringsdrift  
men sløjt investeringsresultat i  
regnskabet på tirsdag

Kalender:  
19/11/13 – 3. kvartalsregnskab

Forventet opdatering:  
Kvartalsvist

## Flot investeringsresultat sikrer lille Topdanmark-opjustering

Vi fastholder Hold-anbefalingen på Topdanmark. Investeringsresultatet er væsentligste drivkraft bag det bedre end ventede resultat og opjusteringen. Skadesresultatet skal efter vores vurdering være endnu bedre for at retfærdiggøre kursstigninger, men det massive aktietilbagekøb støvsuger markedet for aktier.

### Investeringsresultatet trækker den bedre end ventede indtjening

Topdanmarks resultat før skat på 361 mio. kr. er bedre end vores forventninger på 275 mio. kr. og markedsforventningerne på 346 mio. kr. Et stærkt investeringsresultat overrasker positivt, mens det forsikringstekniske resultat og resultatet i 'Liv' er på linje med vores forventninger.

### 'Skade' holder sig på sporet

Det forsikringstekniske resultat er 1% bedre end vores forventninger (-7% ift. markedsforventningerne). Indtægterne i 'privat' er lavere end forventet, men et bedre skadeforløb og ikke mindst højere afløbsgevinster løfter resultatet, der er 15% højere end vi ventede. I 'Erhverv' er indtægter og skadeforløb stort set på linje med vores forventninger – men lavere afløbsgevinster trækker resultatet ned i forhold til vores estimater. Investeringsafkastet er 85 mio. kr. bedre end vores meget forsigtige forventninger – og også bedre end markedsforventningerne. CDO porteføljen leverer et særligt stærkt bidrag, men afkastet er bedre end vi ventede på stort set alle aktivklasser i kvartalet. Resultatet i 'Liv' er 2 mio. kr. bedre end vores estimat.

### Lille opjustering af resultatprognosen

Samlet forhøjer Topdanmark resultatprognosen med 50 mio. kr. efter skat. Selskabet forventer fortsat en combined ratio på 90-91 i år (før afløb i 2. halvår). Topdanmarks opdaterede modelprognose viser nu et forsikringsteknisk resultat på 840-890 mio. kr. (før: 820-870 mio. kr.). Investeringsafkastet opjusteres med 10 mio. kr. til 370-420 mio. kr. Prognosen for 'Liv' opjusteres med 40 mio. kr. til nu 380-410 mio. kr. på grund af højere tilbageførsler fra skyggekontoen som følge af et højere investeringsafkast end forventet. Samtidig forhøjer Topdanmark aktietilbagekøbet for i år med 50 mio. kr. til 2,2 mia. kr. Vi sænker vores 2013-estimater for det forsikringstekniske resultat en smule i forlængelse af regnskabet – og forhøjer estimaterne for 'Liv'.

### Fint skadesresultat mangler wow-effekt i forhold til dyr prisfastsættelse

Igen er gode investeringsresultater og tilbageførsler fra skyggekontoen de vigtigste drivkræfter bag et bedre end ventet regnskab og en forhøjet prognose fra Topdanmark. Skadesforsikringsresultaterne viser fortsat et højt niveau – men de skal efter vores vurdering vise endnu stærkere takter for at drive aktiekursen yderligere i vejret. Vi er endnu ikke overbeviste om, at det ligger i kortene med Topdanmarks i forvejen trimmede indtjeningsmaskine. Vi venter dog ingen nævneværdige forskydninger i konkurrencebilledet på det danske forsikringsmarked til Topdanmarks ugunst i de næste kvartaler. Det massive aktietilbagekøbsprogram giver en væsentlig kursstøtte på det aktuelle kursniveau, som vi betragter som dyrt. Blandt forsikringsaktierne ser vi større potentiale i Tryk-aktien (Køb).

Topdanmark, Nr. 6 / 2013  
Jacob Pedersen, CFA  
Senioranalytiker  
tlf. +45 74 37 44 52  
jacob.pedersen@sydbank.dk  
20.08.2013, kl.: 15:05

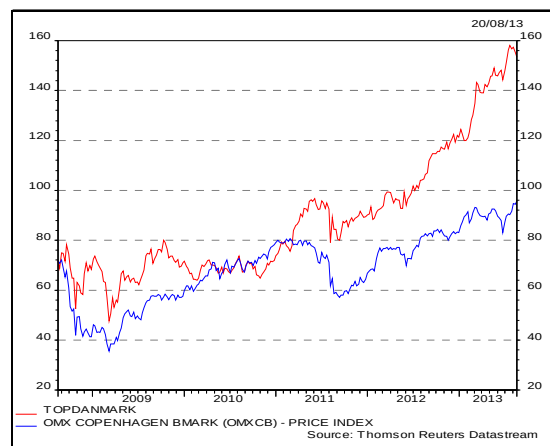
sydbank.dk  
Aktieanalysen

## Kursudvikling, resultater og Sydbanks forventninger

| Mio. DKK                   | 2K 2012 | 2K 2013 | 2012  | 2013E | 2014E |
|----------------------------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Bruttopræmieindtægter      | 1522    | 1473    | 8.759 | 8.826 | 8.914 |
| Teknisk resultat           | 336     | 294     | 1.067 | 981   | 1.009 |
| Ordinært resultat før skat | 377     | 361     | 2.335 | 1.807 | 1.553 |
| Nettoresultat              | 285     | 279     | 1.823 | 1.400 | 1.167 |
| Combined ratio (%)         | 84,9%   | 86,8%   | 88,1% | 89,2% | 90,1% |
| Egenkap. forrentning       | -       | -       | 36,7% | 28,2% | 25,6% |
| EPS - udvandet             | 2,21    | 2,34    | 14,21 | 12,01 | 11,07 |
| P/E                        | -       | -       | 8,5   | 12,5  | 13,6  |
| Indre værdi                | -       | -       | 42    | 39    | 43    |
| K/I                        | -       | -       | 2,9   | 3,8   | 3,5   |
| Yield                      | -       | -       | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |

Note: combined ratio = Erstatningsprocent + omkostningsprocent + genforsikringsprocent.

|                   |                |              |         |
|-------------------|----------------|--------------|---------|
| Markedsværdi :    | 18,9 mia. kr.  | Likviditet : | Høj     |
| Regnskabsår :     | 01.01 - 31.12  | Fondskode :  | 1025953 |
| Seneste udbytte : | 0,0 DKK /aktie | Reuterkode : | TOP.CO  |



## Forretningsområde

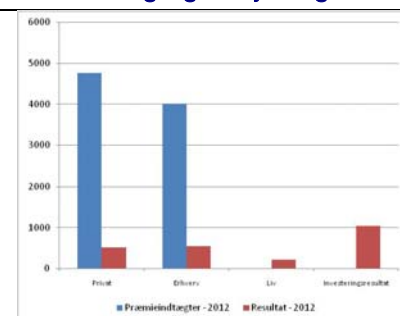
Topdanmark er landsdækkende inden for skadesforsikring samt livs- og pensionsforsikring. Inden for skadesforsikring er Topdanmark næststørst i Danmark med hver fjerde indbygger, hver sytende erhvervsvirksomhed samt halvdelen af det danske landbrug som kunder. På markedet for livs- og pensionsforsikring er Topdanmark en mindre spiller. Topdanmarks distributionskanaler er målrettet mod de forskellige segmenter og suppleret med salg gennem blandt andet pengeinstitutter, autoforhandlere og forsikringsmæglere.

## Risici

Topdanmarks primære risiko er de vejrmæssige forhold i Danmark, da vejret har stor betydning for antallet af skader. En kraftig storm vil således have en negativ effekt på nettoresultatet. Risikoen for et terrorangreb er et andet væsentligt risikoelement. Topdanmark har desuden større risici i relation til udsving på de finansielle markeder.

## Middel

## Omsætning og indtjening



## Valuta-eksponering målt ved omsætningsfordeling

Danmark: 100,0%

## 2-faktor dividende model - til illustration af kursforventninger

| Kurs                        | 112,88 (-25%) | 150,50 | 188,13(+25%) | Forudsætninger                           |
|-----------------------------|---------------|--------|--------------|------------------------------------------|
| Højvækst periode (antal år) | 1 år          | 1 år   | 1 år         | Vækst på 15% p.a. og afkastkrav 8,0%     |
| Vækst (% pr. år)            | 5,0%          | 5,0%   | 6,2%         | Højvækstperiode 15 år og afkastkrav 8,0% |
| Afkastkrav (%)              | 13,8%         | 12,5%  | 11,5%        | Højvækstperiode 15 år og 15% p.a. vækst  |

## Konkurrenceparametre

Gen. score: 3,4

## Selskabets forventninger

### Leverandører

3

Medarbejderne er en vigtig "råvare". Topdanmark 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 og markedsføring.

### Kunder

3

Kunderne har en relativ lav forhandlingsstyrke. Produkterne er stort set standardiserede. Afgangen af kunder vil stige efter, at opsigelsesperioden er ændret til 1 måned.

### Intensitet

3

Middel konkurrence inden for forsikring i Danmark. De 5 største selskaber sidder på ca. 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.

"For skadeforretningen forventes en præmiefremgang 1-2% og en kombineret ratio på 90-91% (eksklusiv afløbsgevinster i 2. halvår) i år. Den modelmæssige resultatprognose er på 1.250-1.350 mio. kr. efter skat."

## Ændring i indtjening pr. aktie

| DKK   | Før   | Nu    | Ændring |
|-------|-------|-------|---------|
| 2013E | 11,91 | 12,01 | 0,8%    |
| 2014E | 11,05 | 11,07 | 0,2%    |

## Relativ performance (OMX)

| 1M    | 3M    | 12M   |
|-------|-------|-------|
| -9,3% | -1,8% | 22,8% |

Sydbank

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. Sydbanks analyser udarbejdes i overensstemmelse med Den Danske Finansanalytikerforenings anbefalinger og etiske regler.

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 konjunkturforventninger. 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 virksomheden i kategorien     | 12 måneder   | 40,7%                     |
| Hold       | På linje med gennemsnittet af virksomheder i kategorien  | 12 måneder   | 33,3%                     |
| Sælg       | Dårligere end gennemsnittet af virksomheder i kategorien | 12 måneder   | 25,9%                     |

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.

Anbefalingsoversigt:

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

For en uddybning af alle anbefalinger samt en historisk anbefalingsoversigt for selskabet henviser vi til [www.sydbank.dk/investering/analyser/aktier](http://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. I analysen nævnes investeringsprodukter som har risikomærkningen gul. Risikomærkningen gul betyder at, der investeres i et investeringsprodukt, hvor der er risiko for, at det investerede beløb kan tabes helt eller delvist. Produkttypen er typisk ikke vanskelig at gennemskue. 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 er under tilsyn af Finanstilsynet, Århusgade 110, 2100 København Ø.