

Buy – Target: NOK 53
High Risk

SMN

Ta plass! Dørene lukkes!

Haakon Boenes

Direct: +47 2413 2118

Mobile: +47 9130 5900

Email: haakon@pareto.no

Søren Clausen

Direct: +47 2413 2149

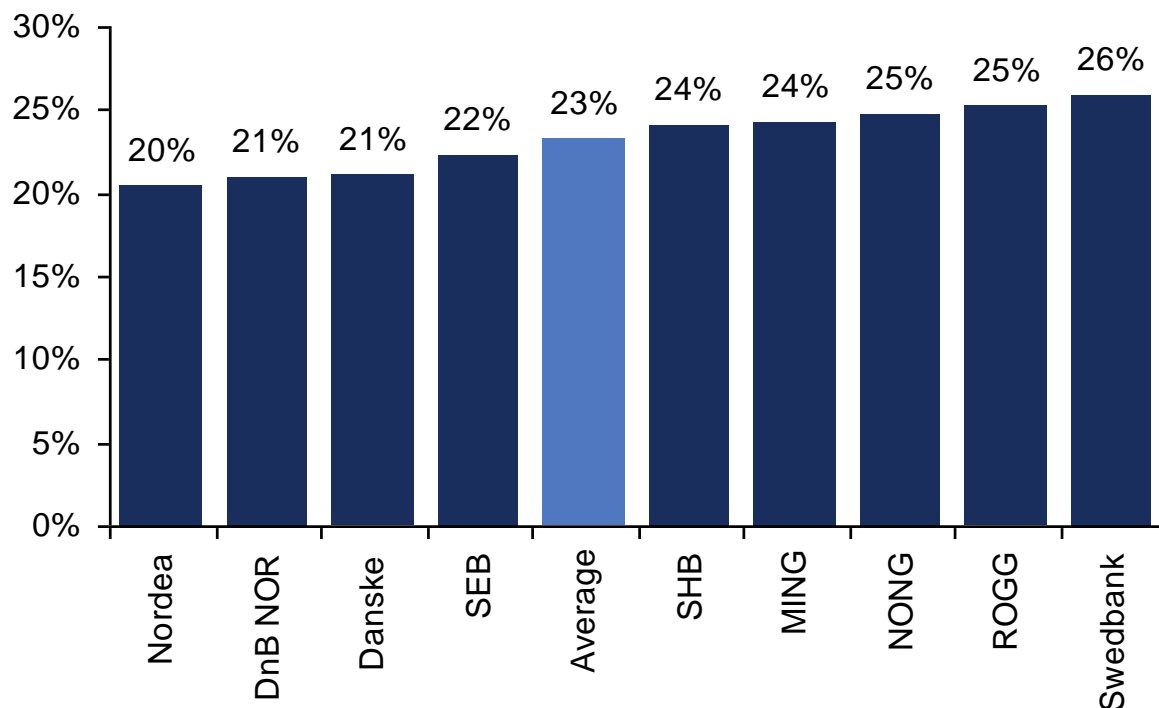
Mobile: +47 9283 3044

Email: soren@pareto.no

Virksomhet med høy historisk avkastning og relativt lav risiko

Historisk avkastning på EK før utlånstap og skatt

Historical average (2001 - 2008)

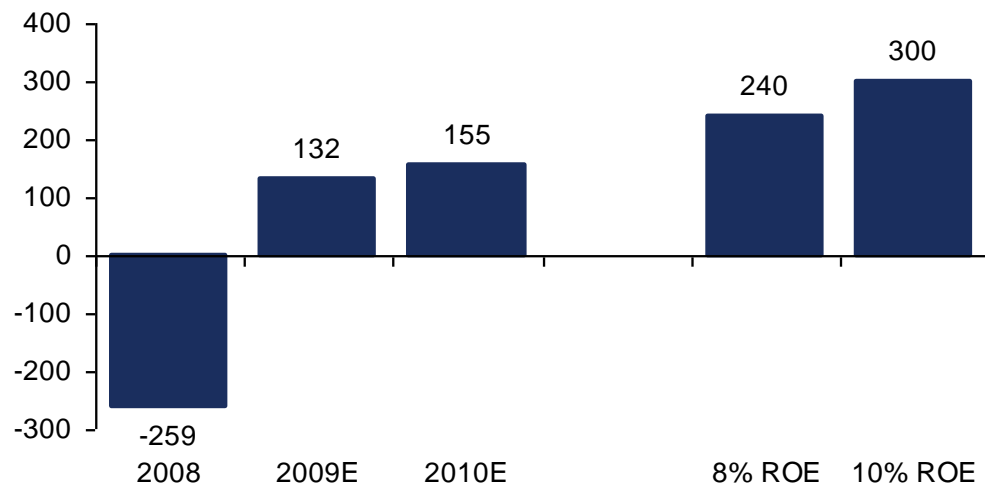


- ▶ Sparebanker har levert høy avkastning relativt til Nordiske storbanker og SMN har hengt med
- ▶ Swedbank har vært best i klassen
 - Omfatter hoveddelen av svensk sparebankvesen
 - Har i tillegg tatt høy risiko i Baltikum og Ukraina
 - Har vært betydelig høyere giret enn norske sparebanker
- ▶ Risikoprofilen i de norske sparebankene har vært lavere enn i storbankene
 - Begrenset eksponering mot international shipping, finansiering av PE-prosjekter, tilvekstmarkeder, etc.
 - Høy andel av boliglån
 - Lokalt forankret forretning
 - Høyere andel EK på balansen
- ▶ Eneste ankepunkt er mangel på diversifisering

Vekst gjennom oppkjøp

Restrukturering av BN Bank godt i gang

Nettoreultat (NOKm)



- ▶ Flere "1-banker" gikk sammen om å kjøpe BN Bank høsten 2008
 - Prisen på NOK 300m var ca 10% av bokført EK
- ▶ SMN førte an ved å kjøpe 25% og har siden inngått avtale med Sparebanken Hedmark om å kjøpe deres andel på 15%
 - Avtalen krever regulatorisk godkjenning
 - Betinget at andre banker fraviker forkjøpsrett
- ▶ Utsikter til meget god avkastning for SMN
 - Samlet investering ved kjøp av 40% vil være NOK 275m
 - SMNs resultatandel for 2009E og 2010E forventes å være NOK 115m
 - Anledning til å bygge markedsposisjon i Ålesund

”Gruppen”: Kronens juvel, men ikke tiden for luksusgoder...

Produktkompetanse samlet i Sparebank 1 Gruppen

| Sparebank 1 Sum-of-the-parts valuation | | |
|--|---|------------|
| | Assumptions | NOKbn |
| Non-life insurance | 10.0x 2010E P/E, 2.2x 2009E tangible book | 4.9 |
| Mutual funds | 13x 2010E P/E | 1.0 |
| Life insurance | 1.0x 2009E tangible book, 10x 2010E P/E | 1.3 |
| Banking | 0.78x 2009E book value, 10x 2010E P/E | 0.8 |
| Receivables handl. + Cards | 12x 2010E P/E | 0.6 |
| Holding company | 2010E P/E of 11.4 (avg. for the business units) | -0.3 |
| Net debt | | -1.2 |
| Total | | 7.1 |

- ▶ Sparebank 1 bankene er store distributører av forsikring, spareprodukter og andre finansielle tjenester
- ▶ Sparebank 1 Gruppen står for det aller vesentligste av produksjon og produktutvikling
- ▶ Verdiene ligger delvis skjult i selskapsstrukturen
 - Eierandeler bokført etter egenkapitalmetoden, dvs. nettoresultat er inkludert i ”andre, andre” inntekter
- ▶ Sammenlignbare selskaper har vært vurdert vesentlig høyere i gode tider
 - Verdianslaget vårt høsten 2007 var på NOK 11mrd
 - Forskjellen utgjør NOK 6.4 per bevis i SMN

Utsiktene for SMNs inntjening har bedret seg gjennom året

Estimater for SMN (NOKm)

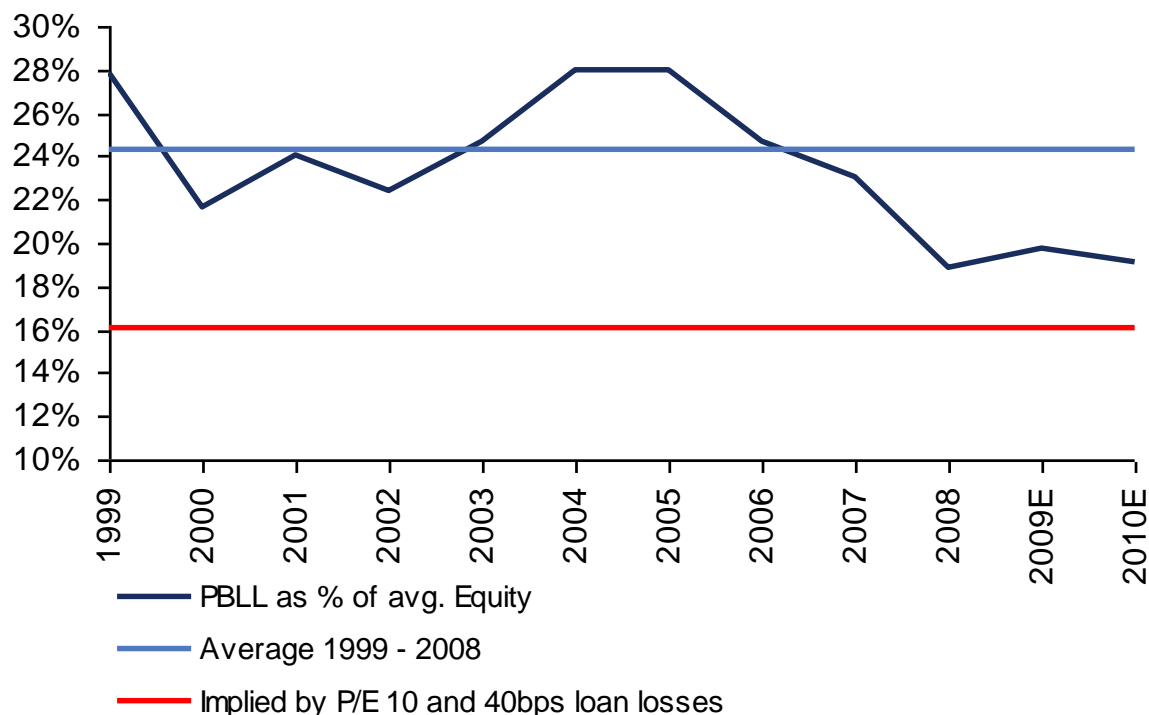
| | 1Q09 | 2Q09 | 3Q09E | 4Q09E | 2008 | 2009E | 2010E |
|----------------------|------|------|-------|-------|--------|--------|--------|
| Netto renteinntekter | 333 | 300 | 325 | 347 | 1,345 | 1,305 | 1,400 |
| Andre inntekter | 196 | 340 | 247 | 292 | 823 | 1,075 | 1,060 |
| Totale inntekter | 529 | 640 | 572 | 639 | 2,168 | 2,380 | 2,459 |
| Kostnader | -307 | -319 | -305 | -315 | -1,189 | -1,246 | -1,273 |
| Resultat før tap | 222 | 321 | 267 | 324 | 979 | 1,134 | 1,187 |
| Tap på utlån | -110 | -73 | -50 | -67 | -202 | -300 | -300 |
| Resultat før skatt | 112 | 248 | 217 | 257 | 777 | 834 | 887 |
| ROE (annualisert) | 5% | 15% | 12% | 14% | 11.9% | 11.5% | 11.3% |
| EPEC | | | | | 5.1 | 5.3 | 5.6 |
| BVPC | | | | | 44.7 | 48.2 | 51.5 |
| DPEC | | | | | 1.7 | 2.2 | 2.5 |

- ▶ Vi oppjusterte nylig våre EPEC estimater med 15% for 2009E og 10% for 2010E
- ▶ Bedre utsikter for rentenetto
 - Økte marginer på utlån til bedrifter
 - Negative effekter fra lavere renter begynner å stabiliseres
- ▶ Lavere tapsanslag for 2. halvår
 - Lave renter virker
 - 'Spiralen' snudd fra negativ til positiv
 - Fremdeles usikkert hvordan 2010E blir
- ▶ Provisjonsinntekter fremdeles preget av nedturen
- ▶ EPEC på NOK 5.3 for 2009E burde gi god støtte for verdien på MING

Lave forventninger til fremtiden

Lav fremtidig ROE innbakt i dagens kurs

Profit before loan losses (PBL) as % of average equity



- ▶ Vi har beregnet at dagens kurs tilsvarer en forventet fremtidig ROE før tap og skatt, **åtte prosentpoeng under** gjennomsnittet for 1999-2008
- ▶ Vi har utledet en implisitt forventet ROE før tap og skatt ved å regne "baklengs" fra dagen kurs på egenkapitalbeviset
- ▶ Regnestykket er basert på en antagelse om at:
 - Fair P/E på en bank med riktige estimer er 10x
 - Normaliserte tap for SMN er 0.4%

Oppsummering

SMNs egenkapitalbevis fremstår som en god “siste sjanse” til å handle på salg i banksektoren. 1.0x bokførte verdier synes beskjedent for en bank med et sterkt varemerke og god historisk avkastning å vise til. Kjøp.

- ▶ Har bevist tidligere ved å levere høy avkastning
- ▶ Smart oppkjøp av BN Bank, som kan gi ekstra oppside
- ▶ Eierskap i produktselskaper som over tid er verdifulle, men for tiden ikke fenger
- ▶ Estimatene synes å være på vei opp igjen
- ▶ Investorenes forventninger framstår som altfor lave

Disclaimer

These recommendations were not presented to the issuers before dissemination.

Pareto and the analyst accept no responsibility and expressly disclaim any and all liabilities for any and all losses related to investments caused by or motivated by Recommendations from Pareto. Any person receiving a Recommendation from Pareto is deemed to have accepted this disclaimer. The disclaimer shall apply even if an Investment Recommendation is shown to be erroneous or incomplete or based upon incorrect or incomplete facts, interpretations or assessments or assumptions by Pareto, and irrespective of whether Pareto or any person related to Pareto can be blamed for the incident.

For further disclosures on relevant definitions, methods, risks, potential conflicts of interest etc. and disclaimers please see www.pareto.no. All investment recommendations should be reviewed in conjunction with the information therein.