

**Buy – Target: NOK 36**  
**High Risk**

# Sparebanken Øst

*78 øre kjøper deg en krone*

**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

# Syndikerte banklån – Minimal gjenværende 'eksotisk' eksponering

## Gjenværende 'eksotiske' syndikerte banklån per 31. Juli

	NOKm
Latvia	47.3
Ukraina	22.3
Samlet Øst-Europa	69.6
Tapsavsetning	14
<b>Netto eksponering Øst-Europa</b>	<b>55.6</b>
Island (netto)	23.7
<b>Total usikret eksponering (netto)</b>	<b>79.3</b>
Bokført EK (eks. immatrielle eiendeler)	1415.7
<b>Total usikret eksponering (netto) som % av EK</b>	<b>5.6%</b>
<b>Island eksponering (netto) som % av EK</b>	<b>1.7%</b>

- ▶ Nettoeksponering per 4Q08 var:
  - Island 167m
  - Baltikum 323m
  - Øvrig Norden 630m
- ▶ I dag gjenstår kun 79m av Island og Baltikum, dvs. totalt 5.6% av bokført EK eks. goodwill
- ▶ Øvrig Norden er hovedsakelig Danmark – som nå er statsgarantert – samt litt norsk eksponering
- ▶ "God" motpartsrisiko i Øst Europa:
  - I Latvia er EBRD inne i banken Øst er eksponert mot
  - I Ukraina er eksponeringen mot en datter av en Østerriksk bank
- ▶ Islandseksponering (netto) er kun 1.7% av EK eks. goodwill

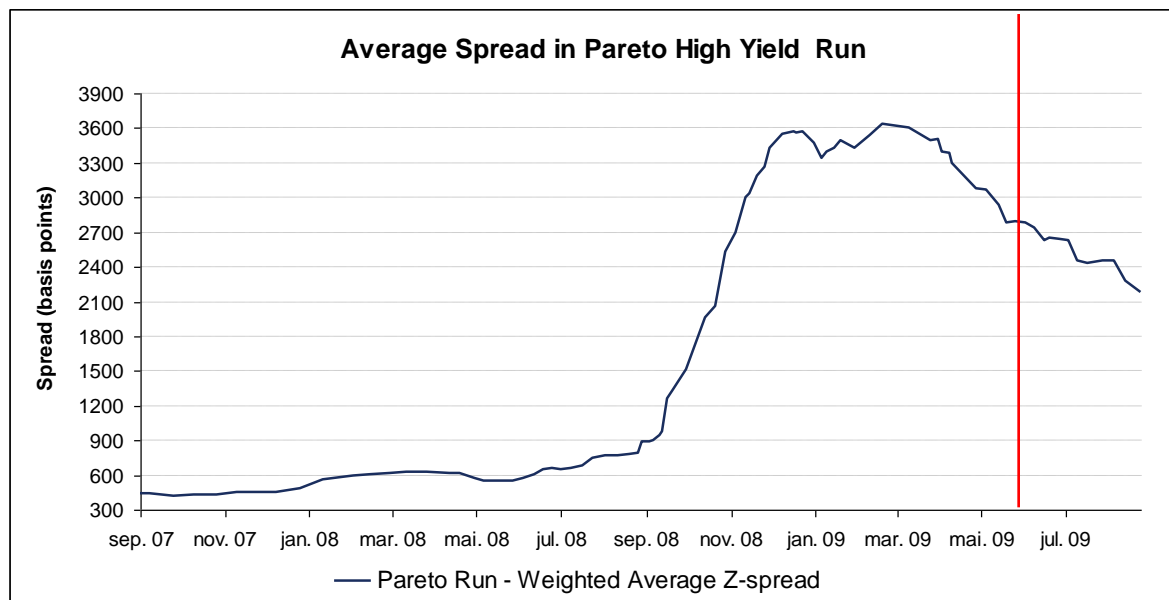
# Investeringsporteføljen – Spreadene har kommet videre inn i 3Q09

Investeringsporteføljen til Spb. Øst (699m)

## Investment portfolio per 2Q09

	Book value	Face value	%
Real estate	54	109	50%
Industry	190	254	75%
Shipping	65	100	65%
Oil	65	93	70%
Offshore	109	175	62%
Financials	90	106	85%
Other	126	132	95%
<b>Total</b>	<b>699</b>	<b>969</b>	<b>72%</b>

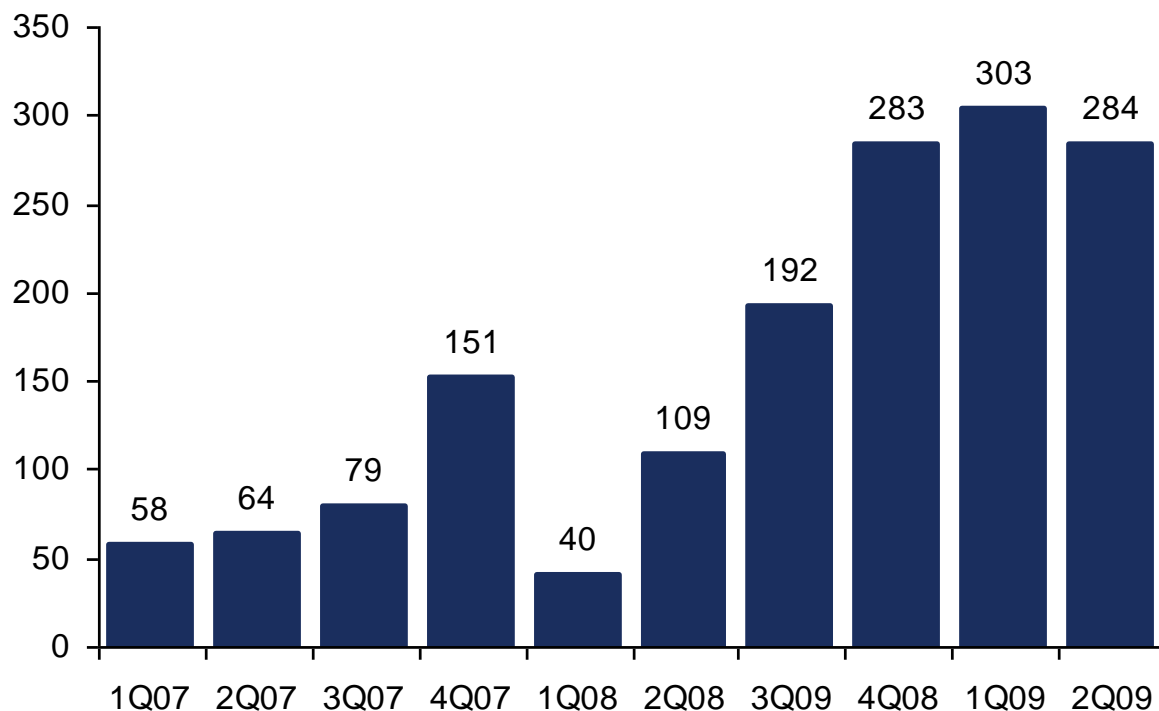
- ▶ Investeringsporteføljen til Spb. Øst er ført mark-to-market
- ▶ Norske high yield obligasjoner har spreadet ytterligere inn siden 2Q09
- ▶ Gjenværende snitt løpetid på investeringsporteføljen var 2.46 år per 2Q09
- ▶ Norske high yield obligasjoner har fortsatt å sprede inn i 3Q09



# Driften i Eksportfinans går stadig bedre

## Underliggende drift i Eksportfinans viser betydelig framgang

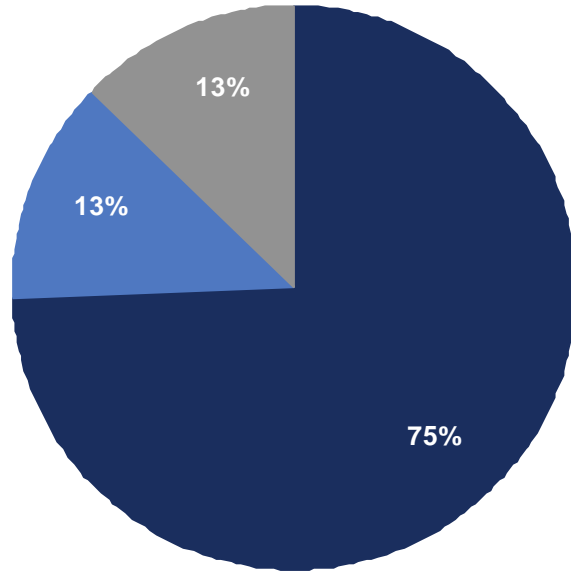
Pre-tax profits excluding fair value adjustments (NOKm)



- ▶ Sp. Øst har skrevet ned verdien av sin aksjepost i Eksportfinans med 55m til 139m i 2008
- ▶ Den underliggende driften i Eksportfinans tilsier en økning i verdien av aksjene snarere enn et fall
  - Overskudd før skatt til Eksportfinans er “forstyrret” av at både eiendeler og gjeld føres til virkelig verdi over resultatet
  - Hvis vi stripper ut slike “fair value” justeringer ser vi at underliggende drift viser betydelig framgang
- ▶ Garantien som Spb. Øst har stilt mot tap i likviditetsporteføljen til Eksportfinans utgjør nå en forpliktelse på 74m, ned fra 100m fra 1Q09
  - Garantiforpliktelsen vil følge utviklingen i kredittspredene

# Egentlig en god gammeldags norsk sparebank med mye boliglån

Utlånsboken til Spb. Øst per 2Q09



■ Privat ■ Eiendomsdrift ■ Annet BM

## % utlån privatmarked

SPOG	75%
SVEG	73%
NONG	68%
PLUG	60%
MING	59%
MORG	58%
ROGG	57%
SADG	56%

- ▶ Sp. Øst er på vei tilbake til den tradisjonelle norske sparebanksmodellen
- ▶ Vekst på BM har vært tilnærmet 0% de siste årene
  - 0.8% CAGR siden 2005
  - Tilsier liten sjanse for overraskelser på tapssiden fremover
- ▶ Dette området skal nå satses på igjen, noe vi tror er god timing med dagens marginbilde
- ▶ 75% personmarked, hvorav størsteparten er boliglån, er høyere enn alle de andre "store" sparebankene

# Finanskrisen over for Spb. Øst – utfordringen ligger lenger frem

ROE på 8% når finanskriseeffektene er borte

	2010E	Justeringer	2010E justert
Netto rente	500	-80	420
Andre inntekter	100	20	120
Totale inntekter	600	-60	540
Kostnader	-320		-320
Resultat før tap	280		220
Tap på utlån	-50	10	-40
Resultat før tap	230		180
Nettoresultat	166		130
ROE	10.4%		8.1%

Frende

Normalisering i AS Finacering = -40m  
 Investeringsportefølje i run-off = -40m

- ▶ Spb. Østs største utfordring kommer etter finanskrisen
- ▶ Vi beregner at en normalisering vil redusere ROE med to prosentenheter
  - Både rentenetto fra bilfinansiering og avkastning på investeringsporteføljen vil sannsynligvis falle
  - Økte inntekter fra andre produkter på bakgrunn av Frende-satsning
  - Positiv effekt fra lavere tap
- ▶ Avkastningen må selvfølgelig sees i sammenheng med bankens risikoprofil

# Oppsummering

*Spb. Øst er på god vei tilbake til "røttene". Dette er ikke reflektert i dagen kurs. Kjøp. Kursmål NOK 36.*

- ▶ Risiko knyttet til balansen er vesentlig redusert og vi mener man kjøper en krone for 78 øre
- ▶ Vi har vanskelig for å se at avkastning på lengre sikt blir vesentlig over investorenes krav; derav vårt kursmål på 1x bokførte verdier
- ▶ NOK 36 er tross alt 30% over dagens kurs (NOK 27.7)

# 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](http://www.pareto.no). All investment recommendations should be reviewed in conjunction with the information therein.