

NORDEA

16/10/2026 12:15 CET

Denne rapport er en delvis oversættelse af rapporten
"Regulatory risks fail to rattle strong earnings" publiceret d.
16/10/2026



Kasper Mellas, Analyst
+358 45 6717 150
kasper.mellas@inderes.fi

INDERES KUNDE
SELSKABSANALYSE



Regulatoriske risici rokker ikke ved stærk indtjening

Nordeas Q3 var på linje med vores forventninger, og både udlånsporteføljen og kapital under forvaltning fortsatte med at vokse. Udsigterne for indtjeningsvæksten er også gode, understøttet af stigende renter. Vi sænker dog vores kursmål til EUR 17,0 (tidligere EUR 17,5) for at afspejle den forhøjede regulatoriske risiko. Efter kursfaldet hæver vi vores anbefaling til Akkumulér (tidligere Reducér), da udbytter og indtjeningsvækst allerede giver et tilstrækkeligt forventet afkast.

Indtjeningsudviklingen fortsatte som ventet

Nordeas Q3-resultat lå tæt på vores forventninger. Nettorenteindtægterne voksede som ventet i forhold til kvartalet før, og udlånet forblev robust. De samlede indtægter steg 2% år-til-år, drevet af væksten i kapital under forvaltning. Driftsomkostningerne og nedskrivningerne på udlån var en smule lavere end ventet, hvilket løftede driftsresultatet ca. 2% over vores estimat. I forbindelse med regnskabet fastholdt Nordea sin forventninger, men satte aktietilbagekøbet på pause, og afventer en kommende opdatering af bankens kreditrisikomodeller.

Lønsomhedsudsigterne er stærke

Vores indtjeningsestimer for indeværende år falder, primært fordi dagsværdireguleringerne i Q3 var svagere end ventet. For de kommende år sænker vi vores estimer for nedskrivninger på udlån en anelse, som følge af de forbedrede økonomiske udsigter og hæver vores estimer for nettorenteindtægterne som følge af det højere renteniveau. Samlet set er vores indtjeningsestimer stort set uændrede. Vores udlodningsforventninger falder dog, da vi ikke længere forventer aktietilbagekøb i år, og vi ser først tilbagekøbene genoptaget for alvor i 2028.

Vi forventer, at Nordeas sammenlignelige indtjening vender tilbage til moderat vækst i 2026, særligt understøttet af gebyr- og provisionsindtægterne. Derefter forventer vi en stabil indtjeningsvækst (i gennemsnit ~5% årligt) drevet af stigende

indtægter og god omkostningsstyring. Vi mener, at nettorenteindtægterne allerede har nået bunden og vil blive understøttet af det højere renteniveau, mens gebyr- og provisionsindtægterne bør fortsætte med at vokse – primært drevet af kapitalforvaltning, som vi forventer fortsat vil vokse hurtigere end de øvrige bankaktiviteter. Vi forventer, at nedskrivninger på udlån forbliver moderate og omtrent på det normaliserede niveau, selskabet estimerer (0,10% af udlånsporteføljen årligt).

Vores indtjenings- og lønsomhedsestimer ligger under Nordeas mål, som vi finder ambitiøse (EPS på ~2 EUR og en egenkapitalforrentning på klart over 15% i 2030). Vi forventer dog, at Nordeas lønsomhed forbliver over 15% og gradvist forbedres, hvilket vi anser for et fremragende niveau i en konkurrencepræget banksektor. Vi forventer, at udlodningerne til aktionærerne forbliver generøse (udbytteandel på 65-70%), mens aktietilbagekøbene tidligst genoptages i 2. halvår 2027.

Det forventede afkast er igen tilstrækkeligt

Baseret på vores forventninger om en egenkapitalforrentning på 15-16% og et afkastkrav på 9,5% anser vi en P/B på 1,8-1,9x for fair, hvilket med bankens nuværende egenkapital svarer til en aktiekurs på EUR 16,4-17,7. Vores kursmål ligger tæt på midten af intervallet, da vi trods usikkerhederne vurderer Nordeas samlede lønsomhedsudsigter som stærke. En mere positiv holdning vil kræve, at de regulatoriske risici aftager (opdateringen af kreditrisikomodellerne og retssagen i Danmark). Efter kursfaldet på regnskabsdagen er værdiansættelsen (P/B 1,7x) dog ikke krævende, og det forventede afkast for de kommende år (~10-12%) består af udbytter og kursstigning drevet af indtjeningsvækst. Sammenlignet med peers er værdiansættelsen heller ikke anstrengt i betragtning af Nordeas bedre lønsomhedsudsigter – selvom værdiansættelsesniveauerne i hele banksektoren er steget markant.

Anbefaling
Akkumulér
(tidligere Reducér)

Kursmål:
EUR 17.00
(tidligere EUR 17.50)

Aktiekurs:
EUR 15.65



	2025	2026e	2027e	2028e
Revenue	11743.0	11987.1	12727.3	13276.2
growth-%	-3%	2%	6%	4%
EBIT adj.	6316.0	6365.0	6734.6	7205.0
EBIT-% adj.	53.8 %	53.1 %	52.9 %	54.3 %
Net income	4814.0	4724.8	5199.1	5547.9
EPS (adj.)	1.39	1.43	1.53	1.66

P/E (adj.)	11.6	10.9	10.2	9.4
P/B	1.7	1.6	1.5	1.4
Dividend yield-%	6.0 %	6.2 %	6.6 %	6.9 %
EV/EBIT (adj.)	8.7	8.4	7.9	7.3
EV/EBITDA	8.7	8.6	7.9	7.3
EV/S	4.7	4.4	4.2	3.9

Source: Inderes

Guidance (Uændret)

Nordea forventer, at egenkapitalforrentningen overstiger 15%, og at omkostningsprocenten, ekskl. engangsposter og regulatoriske gebyrer, bliver 44-45% i 2026.

Indtjeningsudviklingen fortsatte som ventet

Vækst i nettorenteindtægterne understøtter indtægterne

Nordeas nettorenteindtægter steg ~1% både år-til-år og i forhold til det foregående kvartal, på linje med vores forventninger. Det højere renteniveau bør accelerere væksten i nettorenteindtægterne mod slutningen af året, da de positive effekter af renteutviklingen slår igennem på indtjeningen med en vis forsinkelse.

Nettorenteindtægterne i Q3 blev understøttet af en fortsat stærk låneefterspørgsel, og udlånsporteføljen voksede ~1% i forhold til kvartalet før. Efterspørgslen var fortsat stærkest blandt erhvervskunderne.

Nettogebyr- og provisionsindtægterne var en smule højere end ventet og voksede ~9% år-til-år som følge af øget kapital under forvaltning. Indflow inden for kapitalforvaltning var svagt positiv i kvartalet, og investeringsafkastet var også positivt.

Forsikringsresultatet oversteg vores forventninger, mens

dagsværdireguleringerne – som svinger fra kvartal til kvartal – var svagere end ventet. Dermed var de samlede driftsindtægter præcis på linje med vores forventninger og steg 2% år-til-år (2.968 MEUR vs. vores estimat på 2.969 MEUR).

Ingen tegn på forringelse af udlånsporteføljens kvalitet

Der var heller ingen væsentlige overraskelser på omkostningssiden, men driftsomkostningerne og nedskrivningerne på udlån var en smule lavere end vores estimer, hvilket løftede EBIT i Q3 ca. 2% over vores estimat (1.541 MEUR vs. vores estimat på 1.518 MEUR). Resultatet pr. aktie for kvartalet var EUR 0,35, og egenkapitalforrentningen var fremragende 15,1%. Faldet i indtjeningen sammenholdt med sidste år forklares udelukkende af nedskrivningerne på udlån, som i sammenligningsperioden var holdt nede af frigivelsen af buffere for ledelsesmæssige skøn.

Omkostningerne steg ~2% år-til-år, primært som følge af valutakursændringer, mens det underliggende omkostningsniveau kun steg en smule som følge af IT- og personaleomkostninger. Selvom Nordea er begyndt at reducere medarbejderantallet, har løninflationen indtil videre opvejet effekten. Personaleomkostningerne bør dog begynde at falde, da selskabet har annonceret forhandlinger, der berører 1.500 medarbejdere. Nordea sigter mod omkostningsbesparelser på 150 MEUR fra 2028 og 600 MEUR frem mod 2030 gennem stordriftsfordele og operationel effektivitet, samtidig med at banken fortsat investerer i digitale services og teknologiske kompetencer.

Nedskrivningerne på udlån i Q3 udgjorde 74 MEUR, svarende til ~0,07% af udlånsporteføljen (annualiseret). Med ledelsens estimat for det normale tabsniveau på ~0,10% er kreditrisikoen fortsat særdeles velafgrænset. Den rapporterede kvalitet af udlånsporteføljen forblev også god, uden stigning i misligholdte lån.

Estimates	Q3'25	Q3'26	Q3'26e	Q3'26e	Consensus		Diff-%	2026e
MEUR/EUR	Comparison	Actualized	Inderes	Consensus	High	Low	Act. vs. Inderes	Inderes
Net interest income	1,775	1,799	1,800	1,805	1,790	- 1,822	0%	7,170
Net commission income	811	880	870	879	854	- 902	1%	3,515
Insurance income	66	79	67	66	56	- 73	18%	290
Changes in fair value	245	198	220	216	205	- 226	-10%	960
Other income	13	12	12	13	10	- 17	0%	52
Total income	2,910	2,968	2,969	2,979	2,959	- 3,006	0%	11,987
Total expenses	-1,332	-1,353	-1,371	-1,366	-1,377	- -1,353	-1%	-5,696
Credit losses	19	-74	-80	-75	-91	- -52	-7%	-116
EBIT	1,597	1,541	1,518	1,539	1,502	- 1,573	2%	6,175
EPS	0.36	0.35	0.34	0.35	0.34	- 0.35	3%	1.39
EPS (adjusted)	0.36	0.35	0.34	0.35	0.34	- 0.35	3%	1.43

Source: Inderes & Infront (consensus)

Nordea Q3'26: Nettorenteindtægterne stiger, aktietilbagekøb sættes på pause



Usikkerhed om kapitalmodellerne tynger udbytteudsigterne

De nordiske økonomier viser også tidlige tegn på bedring, hvilket vi forventer vil understøtte udviklingen i nedskrivningerne på udlån. Stigende renter risikerer til gengæld at dæmpe virksomhedernes investeringslyst og forbrugertilliden. Investorerne bør nøje følge de makroøkonomiske udsigter, særligt renterne og den økonomiske vækst, da faldende renter kombineret med svækket vækst vil tynde bankens udsigter. Nordeas ledelse ser fortsat fremtidsudsigterne som stærke.

De regulatoriske risici er forhøjede

I forbindelse med regnskabet fastholdt Nordea sine indtjeningsforventninger. Banken venter fortsat en egenkapitalforrentning på over 15% og en omkostningsprocent på 44-45%, justeret for engangsomkostninger og regulatoriske gebyrer.

Nordea annoncerede ikke et nyt aktietilbagekøbsprogram, men satte i stedet tilbagekøbene på pause indtil videre i

afventning af den kommende opdatering af bankens kreditrisikomodeller. Banken forventede tidligere ingen negativ effekt af opdateringen, men efter drøftelser med Den Europæiske Centralbank forventer den nu, at ændringerne vil reducere kapitaliseringen. Banken har ikke givet et nærmere estimat for effekten og forventer en afgørelse tidligst i 2027.

I værste fald kan den endelige effekt på Nordeas kapitalposition blive betydelig: Det svenske Finansinspektionen hævdede for nylig SEB's kapitalkrav markant. Vi forventer dog en klart mere beskeden effekt for Nordea, da sagerne ikke er sammenlignelige. SEB's højere krav udsprang af mangler i bankens eksisterende kreditrisikomodeller, som blev identificeret allerede i 2023, og blev pålagt af en anden tilsynsmyndighed. Nordeas sag vedrører nye kreditrisikomodeller for erhvervseksponeringer, som banken søger godkendt af ECB gennem den almindelige proces. At bruge SEB som

pejlemærke giver derfor et for negativt billede af det sandsynlige udfald. Når det er sagt, bliver effekten næppe ubetydelig, eftersom usikkerheden var nok til at sætte tilbagekøbene på pause.

Nordea forventer desuden en dom i første instans i november i den igangværende retssag i Danmark, hvor anklagemyndigheden kræver en bøde på 6,6 mia. DKK (~890 MEUR). Sagen vedrører historiske mangler (2012-2015) i bankens kontroller til bekæmpelse af hvidvask. Nordeas hensættelser udgør kun ~95 MEUR, så den regulatoriske risiko er klart forhøjet på kort sigt.

Estimates	Q3'25	Q3'26	Q3'26e	Q3'26e	Consensus		Diff-%	2026e
MEUR/EUR	Comparison	Actualized	Inderes	Consensus	High	Low	Act. vs. Inderes	Inderes
Net interest income	1,775	1,799	1,800	1,805	1,790	- 1,822	0%	7,170
Net commission income	811	880	870	879	854	- 902	1%	3,515
Insurance income	66	79	67	66	56	- 73	18%	290
Changes in fair value	245	198	220	216	205	- 226	-10%	960
Other income	13	12	12	13	10	- 17	0%	52
Total income	2,910	2,968	2,969	2,979	2,959	- 3,006	0%	11,987
Total expenses	-1,332	-1,353	-1,371	-1,366	-1,377	- -1,353	-1%	-5,696
Credit losses	19	-74	-80	-75	-91	- -52	-7%	-116
EBIT	1,597	1,541	1,518	1,539	1,502	- 1,573	2%	6,175
EPS	0.36	0.35	0.34	0.35	0.34	- 0.35	3%	1.39
EPS (adjusted)	0.36	0.35	0.34	0.35	0.34	- 0.35	3%	1.43

Source: Inderes & Infront (consensus)

Estimatrevisioner

Estimatrevisioner

- Vores indtjeningsestimat for indeværende år falder, primært fordi dagsværdireguleringerne i Q3 var svagere end ventet.
- Vi sænker vores estimer for nedskrivninger på udlån i de kommende år en anelse som følge af de forbedrede vækstudsigter for økonomien,
- og hæver vores langsigtede estimat for nettorenteindtægterne en anelse for at afspejle det højere renteniveau.
- Samlet set er vores indtjeningsestimer for de kommende år dog stort set uændrede.
- Vores udlodningsforventninger ændres mere. I tråd med selskabets kommentarer forventer vi ikke længere aktietilbagekøb i år. Vi forventer, at tilbagekøbene tidligst genoptages i slutningen af 2027 og først for alvor tager til fra 2028.

Estimate revisions	2026e	2026e	Change	2027e	2027e	Change	2028	2028	Change
MEUR/EUR	Old	New	%	Old	New	%	Old	New	%
Net interest income	7,225	7,170	-1%	7,690	7,698	0%	7,978	8,072	1%
Net commission income	3,529	3,515	0%	3,731	3,705	-1%	3,798	3,862	2%
Changes in fair value	1,017	960	-6%	1,000	1,000	0%	1,010	1,010	0%
Total income	12,094	11,987	-1%	12,748	12,727	0%	13,120	13,276	1%
Total expenses	-5,695	-5,696	0%	-5,572	-5,624	1%	-5,666	-5,691	0%
Credit losses	-121	-116	-4%	-408	-368	-10%	-421	-380	-10%
EBIT	6,277	6,175	-2%	6,768	6,735	0%	7,033	7,205	2%
EBIT excluding NRIs	6,467	6,365	-2%	6,768	6,735	0%	7,033	7,205	2%
EPS	1.41	1.39	-1%	1.55	1.53	-1%	1.64	1.65	1%
EPS (adjusted)	1.45	1.43	-1%	1.55	1.53	-1%	1.64	1.65	1%
Dividend per share	0.98	0.97	-1%	1.04	1.04	0%	1.07	1.08	1%

Source: Inderes

Nordeas regnskab for 3. kvartal 2026



Stigende nettorenteindtægter giver indtjeningsvækst i de kommende år

Stigende renter understøtter nettorenteindtægterne

Vores indtjeningsestimater for Nordea drives primært af væksten i udlånsporteføljen, nettorentemarginalen (nettorenteindtægter/udlånsportefølje) og den forventede udvikling i gebyr- og provisionsindtægterne. Vi forventer, at udlånsporteføljen vokser med ~3% i 2027-2030. Vi forventer dermed, at den positive udvikling, der begyndte i 2025, fortsætter, da vi vurderer, at udsigterne på Nordeas kernemarkeder generelt er gunstige trods den øgede usikkerhed. Udsigterne er også gradvist blevet bedre i Finland, som har været en torn i øjet på koncernen, selvom høj arbejdsløshed og svag forbrugertillid fortsat tynger låneefterspørgslen.

Vi mener, at Nordeas nettorenteindtægter har nået bunden og fremover vil være opadgående, understøttet af de højere renter. Hvad angår de langsigtede udsigter for nettorenteindtægterne, skal det bemærkes, at det er ekstremt udfordrende at forudsige renteudviklingen, og

fejlmarginen har historisk været stor. Situationen vil derfor fortsætte med at udvikle sig i den ene eller anden retning. Udsigterne for nettorenteindtægterne tynges af priskonkurrence, som ifølge kommentarer fra Nordea og bankens peers ser ud til at være skærpet.

Gebyrer fra kapitalforvaltning er den største komponent i Nordeas nettogebyr- og provisionsindtægter. Vi forventer en årlig vækst i kapital under forvaltning på i gennemsnit 5-6%, fordelt på markedsudvikling (4,5%) og indflow (1,0-1,5%). For 2026 forventer vi dog hurtigere vækst som følge af den positive udvikling i starten af året. Vi forventer desuden, at det gennemsnitlige gebyrniveau fortsætter med at falde, drevet både af den voksende popularitet af passive produkter og den fortsatte skærpelse af priskonkurrencen inden for traditionel kapitalforvaltning (aktie- og obligationsfonde). Vores vækstestimat for gebyrerne fra kapitalforvaltning ligger derfor lidt under estimatet for væksten i kapital under forvaltning.

Vi forventer, at øvrige gebyr- og provisionsindtægter (primært knyttet til udlån og daglige bankforretninger) vokser omtrent i takt med udlånsporteføljen. Af de resterende indtægtslinjer er kun dagsværdireguleringer af væsentlig betydning. Disse har historisk udgjort ca. 1 mia. EUR årligt, og selskabets kommentarer tyder ikke på en ændring af dette niveau.

Moderat omkostningsvækst forventes

Vores omkostningsestimater forudser en lidt mere moderat omkostningsvækst end Nordeas egne mål (omkring 2% gennemsnitlig årlig vækst), da den nuværende ledelse har en fremragende track record med at forbedre effektiviteten. I vores estimater er omkostningsvæksten vægtet tungere mod øvrige driftsomkostninger (særligt IT-omkostninger), da Nordea sigter mod klare effektivitetsgevinster gennem AI-investeringer. Vi vurderer, at dette vil holde medarbejderantallet nede.

Estimate revisions	2026e	2026e	Change	2027e	2027e	Change	2028	2028	Change
MEUR/EUR	Old	New	%	Old	New	%	Old	New	%
Net interest income	7,225	7,170	-1%	7,690	7,698	0%	7,978	8,072	1%
Net commission income	3,529	3,515	0%	3,731	3,705	-1%	3,798	3,862	2%
Changes in fair value	1,017	960	-6%	1,000	1,000	0%	1,010	1,010	0%
Total income	12,094	11,987	-1%	12,748	12,727	0%	13,120	13,276	1%
Total expenses	-5,695	-5,696	0%	-5,572	-5,624	1%	-5,666	-5,691	0%
Credit losses	-121	-116	-4%	-408	-368	-10%	-421	-380	-10%
EBIT	6,277	6,175	-2%	6,768	6,735	0%	7,033	7,205	2%
EBIT excluding NRIs	6,467	6,365	-2%	6,768	6,735	0%	7,033	7,205	2%
EPS	1.41	1.39	-1%	1.55	1.53	-1%	1.64	1.65	1%
EPS (adjusted)	1.45	1.43	-1%	1.55	1.53	-1%	1.64	1.65	1%
Dividend per share	0.98	0.97	-1%	1.04	1.04	0%	1.07	1.08	1%

Source: Inderes

Lønsomhedsudsigterne er fortsat stærke

Vi vurderer risikoen for nedskrivninger på udlån som moderat

Vi forventer, at de årlige nedskrivninger på udlån i gennemsnit ligger omkring selskabets angivne normalniveau (~0,10% af udlånsporteføljen). De faktiske tab har ligget under dette niveau i de seneste år trods udfordringer på ejendomsmarkedet og en træg økonomisk vækst. Vi anser derfor samlet set risikoen i bankens udlånsportefølje for moderat. Bufferne for ledelsesmæssige skøn blev fuldt frigivet i Q1'26 og vil ikke længere understøtte indtjeningen.

Lønsomhedsudsigterne er stærke

Samlet set forventer vi, at Nordeas sammenlignelige indtjening vender tilbage til moderat vækst i 2026. Herfra forventer vi indtjeningsvækst (i gennemsnit ~5% årligt) takket være stigende indtægter og god omkostningsstyring. Vores lønsomhedsestimater ligger

dog under selskabets nye mål, som vi anser for ambitiøse, særligt mod slutningen af perioden (2026-2030). Forskellen kan forklares med vækstantagelserne: Nordea sigter mod at vokse hurtigere end det samlede marked, mens vores estimerer forudser en udvikling tættere på markedsvæksten.

Vi forventer dog, at Nordeas egenkapitalforrentning, justeret for engangsomkostninger, forbliver klart over 15% og gradvist forbedres, hvilket kan betragtes som et fremragende niveau i den konkurrenceprægede banksektor. Vi anser vores estimerede lønsomhedsniveau for ganske realistisk, da højere renter understøtter indtjeningen, og forbedret omkostningseffektivitet kan løfte lønsomheden yderligere. Bemærk, at Nordea beregner sin egenkapitalforrentning ud fra den gennemsnitlige egenkapital pr. kvartal, mens vores estimerer anvender gennemsnittet af egenkapitalen ved årets udgang. Lønsomhedstallene i rapportens tabeller afviger derfor en

smule fra selskabets egne beregninger.

Udlodningerne forbliver attraktive

Vi forventer fortsat generøse udbytteudlodninger som i tidligere år, og vi forventer, at Nordea udlodder 65-70% af sit resultat som udbytte i overensstemmelse med sin udbyttepolitik. Vi tror, at selskabet sigter mod et stabilt stigende udbytte, hvilket også er i tråd med vores estimerer.

Selskabet supplerer sit udbytte med løbende aktietilbagekøbsprogrammer. Baseret på selskabets seneste kommentarer bør disse dog ikke forventes før slutningen af 2027, da Nordea vil afvente Den Europæiske Centralbanks godkendelse af sin nye interne ratingbaserede (IRB) risikomodel for erhvervsudlån. Ledelsen forventer i øjeblikket, at modelændringen vil reducere kapitaliseringen, men har ikke givet et mere detaljeret estimat.

Estimate revisions	2026e	2026e	Change	2027e	2027e	Change	2028	2028	Change
MEUR/EUR	Old	New	%	Old	New	%	Old	New	%
Net interest income	7,225	7,170	-1%	7,690	7,698	0%	7,978	8,072	1%
Net commission income	3,529	3,515	0%	3,731	3,705	-1%	3,798	3,862	2%
Changes in fair value	1,017	960	-6%	1,000	1,000	0%	1,010	1,010	0%
Total income	12,094	11,987	-1%	12,748	12,727	0%	13,120	13,276	1%
Total expenses	-5,695	-5,696	0%	-5,572	-5,624	1%	-5,666	-5,691	0%
Credit losses	-121	-116	-4%	-408	-368	-10%	-421	-380	-10%
EBIT	6,277	6,175	-2%	6,768	6,735	0%	7,033	7,205	2%
EBIT excluding NRIs	6,467	6,365	-2%	6,768	6,735	0%	7,033	7,205	2%
EPS	1.41	1.39	-1%	1.55	1.53	-1%	1.64	1.65	1%
EPS (adjusted)	1.45	1.43	-1%	1.55	1.53	-1%	1.64	1.65	1%
Dividend per share	0.98	0.97	-1%	1.04	1.04	0%	1.07	1.08	1%

Source: Inderes

Det forventede afkast er igen attraktivt

Værdiansættelsen er ikke for krævende

Baseret på vores estimer vil P/B for Nordea på 1,8-1,9x være et fair niveau, hvilket svarer til en aktiekurs på EUR 16,4-17,7. I den sammenhæng er den nuværende værdiansættelse (P/B 1,7x) ikke anstrengt efter kursfaldet på regnskabsdagen. Samtidig har de øgede værdiansættelsesmultipler de seneste år hævet barren for indtjeningsudviklingen og øget værdiansættelsesrisikoen. Værdiansættelsen kan derfor ikke hvile på udbytteafkastet alene – det forventede afkast kræver også indtjeningsvækst i tråd med vores estimer. Svært forudsigelige regulatoriske risici er desuden øget på kort sigt.

De økonomiske udsigter i bankens vigtigste markeder er dog overvejende gode, selvom usikkerheden om opsvinget består. Ud over volumenudviklingen er renteutviklingen, som er vanskelig at forudsige, en central estimatrisiko: Et fald i markedsrenterne vil svække nettorenteindtægterne. Højere renter udgør dog også en risiko for den økonomiske vækst, da de kan dæmpe virksomhedernes investeringslyst og svække forbrugertilliden, hvilket vil ramme efterspørgslen efter nye lån.

Vores kursmål (EUR 17,0) ligger tæt på midten af vores interval for fair værdi, da vi trods usikkerhederne vurderer Nordeas samlede lønsomhedsudsigter som stærke. Vi beregner et forventet årligt afkast på ~10-12%, bestående af udbytter (~7-8%) og kursstigning drevet af indtjeningsvækst (~3-4%).

Gode lønsomhedsudsigter berettiger høje multipler

Med udgangspunkt i fundamentale forhold kan vi værdiansætte Nordea målt på P/B ud fra tre antagelser: den langsigtede egenkapitalforrentning (ROE), afkastkravet til egenkapitalen (CoE) og den langsigtede vækstrate (g).

Vi antager, at Nordea over en konjunkturcyklus kan opnå en egenkapitalforrentning på omkring 15-16%, og anvender egenkapitalomkostninger på 9,5% og en langsigtet vækstrate på 2,5%. Med disse antagelser kan Nordea værdiansættes til en P/B omkring 1,8-1,9x.

EVA-modellen (Economic Value Added)

Vi har også vurderet Nordeas værdiansættelse med en Economic Value Added-model (EVA), som giver Nordea en værdi på omkring EUR 18 pr. aktie (uændret). Da Nordeas egenkapitalforrentning ifølge vores estimer er klart højere end egenkapitalomkostningen, er bankens forretning og vækst værdiskabende. Derfor overstiger resultatet fra EVA-modellen klart egenkapitalens bogførte værdi, ligesom ved de øvrige værdiansættelsesmetoder. Vi har anvendt en vækstantagelse på 2,5% for terminalperioden som følge af branchens modne stadie og den forholdsvis intense konkurrencesituation. EVA-modellen med tilhørende antagelser findes i rapportens appendiks.

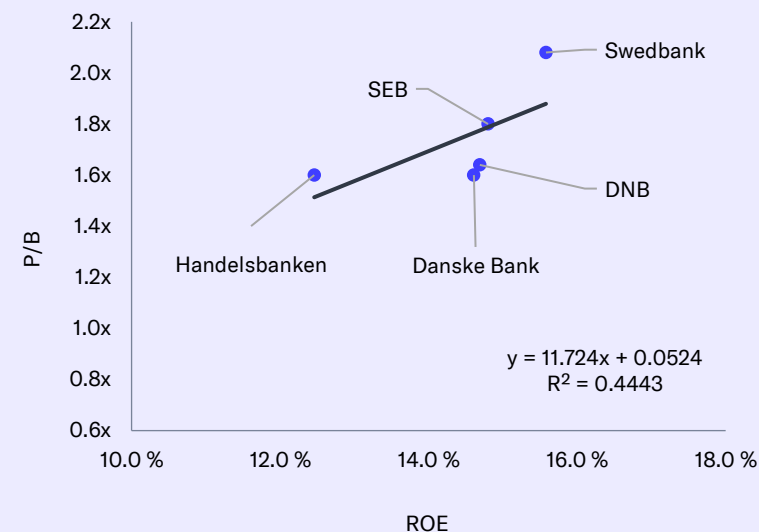
Værdiansættelsen ser også attraktiv ud relativt til peers

Målt på kurs/indre værdi (P/B) handler Nordea omtrent på linje med sektorgennemsnittet, hvilket vi ikke finder berettiget i lyset af bankens stærkere lønsomhedsudsigter. En regressionsmodel, der tager højde for selskabsspecifikke lønsomhedsforskelle (forholdet mellem egenkapitalforrentning og P/B), peger også på upside og indikerer en berettiget P/B på 1,8-1,9x for Nordea. Værdiansættelsesniveauerne i den nordiske banksektor er dog øget markant i løbet af 2026, så samlet set finder vi ikke længere sektoren moderat prissat. Uanset hvad understøtter peer-analysen efter vores vurdering det forventede afkast i aktien.

Valuation level	2026e	2027e	2028e
Share price	15.7	15.7	15.7
Number of shares, millions	3,403	3,388	3,342
Market cap	53,257	53,023	52,310
P/E (adj.)	10.9	10.2	9.4
P/B	1.6	1.5	1.4
Dividend yield-%	6.2%	6.6%	7.0%

Source: Inderes

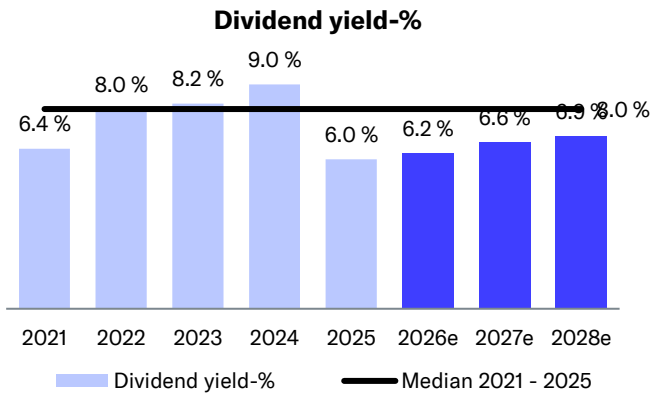
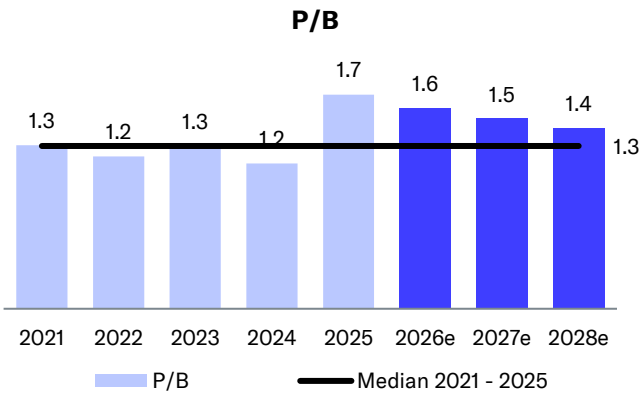
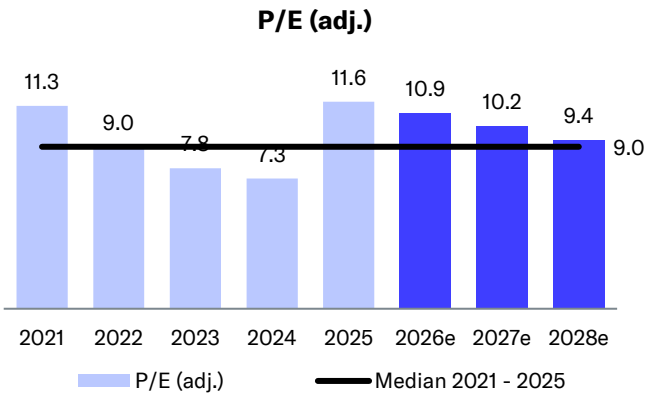
ROE and P/B 2027e



Valuation table

Valuation	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Share price	10.8	10.0	11.2	10.5	16.1	15.7	15.7	15.7	15.7
Number of shares, millions	4,025	3,721	3,579	3,505	3,458	3,403	3,388	3,342	3,298
Market cap	42,793	36,650	39,619	36,782	55,253	53,257	53,023	52,310	51,619
P/E (adj.)	11.3	9.0	7.8	7.3	11.6	10.9	10.2	9.4	8.9
P/B	1.3	1.2	1.3	1.2	1.7	1.6	1.5	1.4	1.4
Dividend yield-%	6.4 %	8.0 %	8.2 %	9.0 %	6.0 %	6.2 %	6.6 %	6.9 %	7.3 %

Source: Inderes



Peer group valuation

Peer group valuation	Market cap	P/E		Dividend yield-%		P/B
Company	MEUR	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e
Danske Bank	38710	11.7	10.7	7.4	6.9	1.6
DNB	41820	11.7	11.0	5.9	6.1	1.6
Handelsbanken	27507	13.4	12.5	6.6	6.6	1.6
SEB	39056	13.5	11.7	4.3	4.8	1.8
Swedbank	41197	14.9	12.9	5.8	6.2	2.1
Nordea (Inderes)	53257	10.9	10.2	6.2	6.6	1.6
Average		13.0	11.8	6.0	6.1	1.7
Median		13.4	11.7	5.9	6.2	1.6
Diff-% to median		-18%	-13%	4%	7%	-2%

Source: Refinitiv / Inderes

Income statement

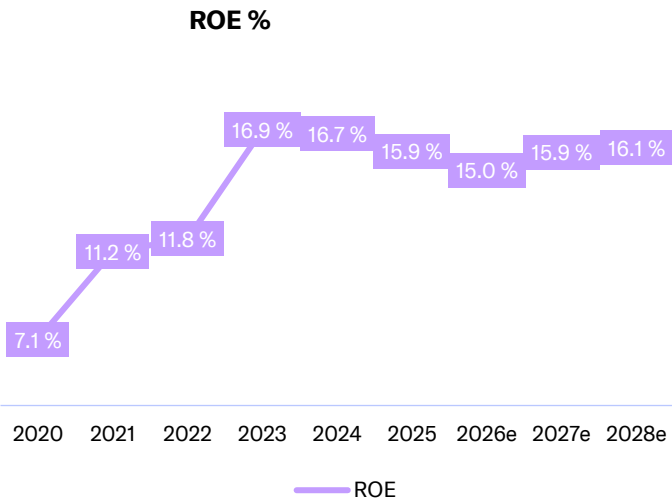
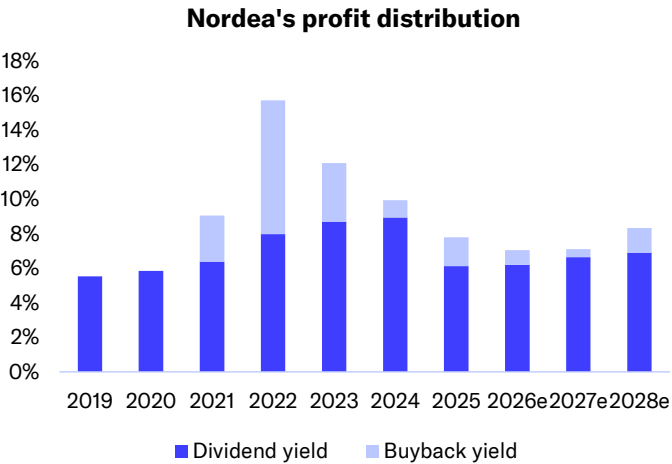
Income statement (MEUR)	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Net interest income	7,594	1,829	1,798	1,775	1,765	7,167	1,759	1,779	1,799	1,833	7,170	7,698	8,072	8,310	8,526
Net fee and commission income	3,157	793	792	811	853	3,249	842	880	880	913	3,515	3,705	3,862	4,033	4,211
Net insurance result	253	54	58	66	64	242	69	78	79	64	290	276	283	290	297
Net result from items at fair value	1,023	289	254	245	257	1,045	226	281	198	255	960	1,000	1,010	1,020	1,030
Other income	57	9	9	13	9	40	14	14	12	12	52	49	49	49	49
Total operating income	12,084	2,974	2,911	2,910	2,948	11,743	2,910	3,032	2,968	3,077	11,987	12,727	13,276	13,702	14,114
Non-recurring items	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total operating income excl. non-rec. items	12,084	2,974	2,911	2,910	2,948	11,743	2,910	3,032	2,968	3,077	11,987	12,727	13,276	13,702	14,114
Staff costs	-3,106	-792	-809	-806	-827	-3,234	-979	-818	-813	-832	-3,442	-3,312	-3,321	-3,371	-3,422
Other expenses	-1,647	-413	-373	-372	-399	-1,557	-428	-384	-375	-416	-1,603	-1,643	-1,684	-1,727	-1,770
Depreciation tangible and intangible assets	-577	-149	-151	-154	-160	-614	-158	-161	-165	-167	-651	-670	-686	-699	-712
Total operating expenses	-5,330	-1,354	-1,333	-1,332	-1,386	-5,405	-1,565	-1,363	-1,353	-1,415	-5,696	-5,624	-5,691	-5,796	-5,904
Non-recurring expenses	-32	0	0	0	0	0	-190	0	0	0	-190	0	0	0	0
Total operating expenses excl. non-rec. expenses	-5,299	-1,354	-1,333	-1,332	-1,386	-5,405	-1,375	-1,363	-1,353	-1,415	-5,506	-5,624	-5,691	-5,796	-5,904
Profit before loan losses	6,754	1,620	1,578	1,578	1,562	6,338	1,345	1,669	1,615	1,662	6,291	7,103	7,585	7,905	8,210
Net loan losses	-206	-13	21	19	-49	-22	99	-61	-74	-80	-116	-368	-380	-391	-446
Operating profit	6,548	1,607	1,599	1,597	1,513	6,316	1,444	1,608	1,541	1,582	6,175	6,735	7,205	7,514	7,764
Total non-recurring items	-32	0	0	0	0	0	-190	0	0	0	-190	0	0	0	0
Operating profit excl. non-rec. items	6,580	1,607	1,599	1,597	1,513	6,316	1,634	1,608	1,541	1,582	6,365	6,735	7,205	7,514	7,764
Taxes	-1,489	-373	-378	-369	-356	-1,476	-344	-376	-360	-370	-1,450	-1,535	-1,643	-1,713	-1,770
Net profit for the period	5,059	1,234	1,221	1,228	1,157	4,840	1,100	1,232	1,181	1,212	4,725	5,199	5,562	5,801	5,994
Net profit excl. non-rec. Items	5,083	1,234	1,221	1,228	1,157	4,840	1,245	1,232	1,181	1,212	4,870	5,199	5,562	5,801	5,994
EPS (reported)	1.44	0.35	0.35	0.36	0.34	1.40	0.32	0.36	0.35	0.36	1.39	1.53	1.65	1.75	1.83
EPS (adj.)	1.45	0.35	0.35	0.36	0.34	1.40	0.36	0.36	0.35	0.36	1.43	1.53	1.65	1.75	1.83
Dividend per share	0.94					0.96					0.97	1.04	1.08	1.14	1.23

Balance sheet

Balance sheet (BEUR)	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Cash and loans to central banks	53	51	45	48	49	51	52	54
Loans to credit institutions	2	3	4	5	5	5	5	6
Loans to the public	345	358	382	403	416	429	441	452
Intangibles	4	4	4	4	4	4	4	4
Other assets	181	208	219	253	261	269	277	283
Total assets	585	623	654	712	735	759	779	799
Equity	31	32	32	33	34	35	37	38
Deposits by credit institutions	30	29	34	49	50	51	52	53
Deposits and borrowings from the public	210	232	243	252	260	268	275	282
Debt securities in issue	183	188	196	211	217	224	230	236
Subordinated liabilities	6	7	9	7	8	8	8	8
Other liabilities	126	134	140	161	166	172	176	181
Total equity and liabilities	585	623	654	712	735	759	779	799

Summary table

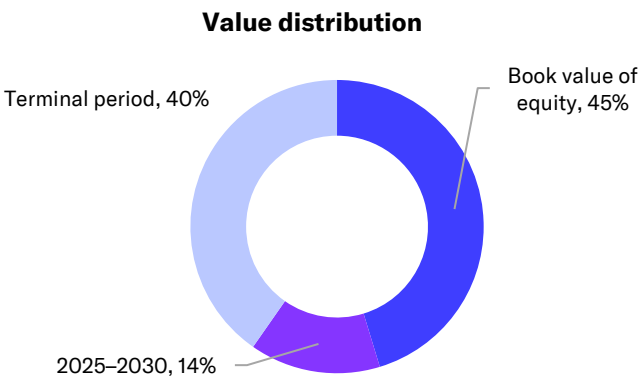
Operative key ratios	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Income growth-%	-6%	-2%	14%	1%	21%	3%	-3%	2%	6%	4%	3%	3%
Interest income/loan portfolio	1.37%	1.38%	1.46%	1.64%	2.16%	2.16%	1.94%	1.83%	1.88%	1.91%	1.91%	1.91%
Loan portfolio growth-%	4.8 %	2.1 %	4.6 %	0.2 %	-0.3 %	3.7 %	6.8 %	5.5 %	3.2 %	3.2 %	2.7 %	2.5 %
Deposit growth -%	2.3 %	8.7 %	12.2 %	5.7 %	-3.4 %	10.7 %	4.5 %	3.7 %	3.2 %	3.2 %	2.7 %	2.5 %
Cost/income ratio excl. non-recurring items	57%	55%	48%	47%	43%	43%	45%	45%	43%	42%	41%	41%
Loan losses/loan portfolio, average	0.17%	0.26%	0.01%	0.04%	0.05%	0.06%	0.01%	0.03%	0.09%	0.09%	0.09%	0.10%
Return on equity (ROE)	5.0 %	7.1 %	11.2 %	11.8 %	16.9 %	16.7 %	15.9 %	15.0 %	15.9 %	16.1 %	16.2 %	16.1 %
Number of employees	29,000	28,051	26,894	28,268	29,153	30,157	28,989	28,319	27,911	27,743	27,743	27,743
Dividends paid in the review period (MEUR)	2,788	0	3,192	2,655	2,876	3,218	3,268	4,420	3,418	3,632	3,675	3,819
	0	0	1,136	2,841	1,263	366	896	460	250	750	750	750
Share details	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Share price	7.24	6.67	10.79	10.03	10.57	10.50	15.65	15.65	15.65	15.65	15.65	15.65
Number of shares at the end of the period	4,050	4,050	3,966	3,654	3,528	3,503	3,434	3,403	3,388	3,342	3,298	3,255
Dividend per share	0.40	0.39	0.69	0.80	0.92	0.94	0.96	0.97	1.04	1.08	1.14	1.23
Buybacks per share	0.00	0.00	0.29	0.78	0.36	0.10	0.26	0.14	0.07	0.22	0.23	0.23
Equity per share	7.80	8.35	8.51	8.62	8.85	9.26	9.44	9.55	10.05	10.53	11.09	11.68
Dividend payout ratio	105%	71%	73%	83%	67%	65%	69%	70%	68%	65%	65%	67%
Total profit distribution ratio	66%	71%	103%	142%	90%	72%	87%	80%	73%	79%	78%	80%
Valuation	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
P/E (adjusted)	11.9	12.1	11.4	9.0	7.4	7.2	11.2	10.9	10.2	9.5	9.0	8.6
P/B	0.9	0.8	1.3	1.2	1.2	1.1	1.7	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3
Dividend yield	5.5 %	5.8 %	6.4 %	8.0 %	8.7 %	9.0 %	6.1 %	6.2 %	6.6 %	6.9 %	7.3 %	7.9 %
Buyback yield	0.0 %	0.0 %	2.7 %	7.8 %	3.4 %	1.0 %	1.7 %	0.9 %	0.5 %	1.4 %	1.5 %	1.5 %
Total profit distribution yield	5.5 %	5.8 %	9.0 %	15.7 %	12.1 %	9.9 %	7.8 %	7.1 %	7.1 %	8.3 %	8.7 %	9.3 %
Solvency	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Risk-weighted assets (BNEUR)	150	155	152	145	139	156	160	165	176	181	188	198
CET1 solvency	16.3 %	17.1 %	17.0 %	16.4 %	17.0 %	15.8 %	15.7 %	15.9 %	15.7 %	15.7 %	15.8 %	15.7 %
Tier 1 solvency	18.3 %	18.7 %	19.1 %	18.7 %	19.4 %	18.4 %	18.4 %	17.8 %	17.4 %	17.5 %	17.5 %	17.3 %
Total capital ratio	20.8 %	20.5 %	21.2 %	20.8 %	22.2 %	21.1 %	21.2 %	20.3 %	19.8 %	19.8 %	19.7 %	19.4 %
Equity ratio	5.7 %	6.1 %	5.9 %	5.2 %	5.3 %	5.2 %	5.0 %	4.6 %	4.6 %	4.6 %	4.7 %	4.8 %



EVA calculation

EVA calculation	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Net profit	4,814	4,725	5,199	5,562	5,801	5,994	
Equity	32,419	32,502	34,033	35,213	36,589	38,014	
Return on equity % (ROE)		14.6%	15.6%	16.1%	16.2%	16.1%	
Economic value added (EVA)		1,635	2,102	2,319	2,445	2,507	36,552
Common Equity Tier 1 capital		26,214	27,486	28,508	29,750	31,054	
Risk-weighted items		165,228	175,619	181,238	188,132	197,835	
Capital adequacy (CET1 %)		15.9%	15.7%	15.7%	15.8%	15.7%	
Discounted EVA		1,604	1,882	1,896	1,825	1,709	24,915
Discounted cum. EVA		33,832	32,228	30,346	28,449	26,624	24,915
+ Book value of equity		32,419					
- Dividend/returned capital		-4,420					
+/- Other items		0					
Equity value EVA		61,831					
Number of shares outstanding (million)		3,403					
Equity value EVA per share		18.2					

Cost of capital	
Risk-free interest	2.5%
Beta	1.5x
Market risk premium	4.75%
Liquidity premium	0.0%
Cost of equity	9.5%



Disclaimer and recommendation history

The information presented in Inderes reports is obtained from several different public sources that Inderes considers to be reliable. Inderes aims to use reliable and comprehensive information, but Inderes does not guarantee the accuracy of the presented information. Any opinions, estimates and forecasts represent the views of the authors. Inderes is not responsible for the content or accuracy of the presented information. Inderes and its employees are also not responsible for the financial outcomes of investment decisions made based on the reports or any direct or indirect damage caused by the use of the information. The information used in producing the reports may change quickly. Inderes makes no commitment to announcing any potential changes to the presented information and opinions.

The reports produced by Inderes are intended for informational use only. The reports should not be construed as offers or advice to buy, sell or subscribe investment products. Customers should also understand that past performance is not a guarantee of future results. When making investment decisions, customers must base their decisions on their own research and their estimates of the factors that influence the value of the investment and take into account their objectives and financial position and use advisors as necessary. Customers are responsible for their investment decisions and their financial outcomes.

Reports produced by Inderes may not be edited, copied or made available to others in their entirety, or in part, without Inderes' written consent. No part of this report, or the report as a whole, shall be transferred or shared in any form to the United States, Canada or Japan or the citizens of the aforementioned countries. The legislation of other countries may also lay down restrictions pertaining to the distribution of the information contained in this report. Any individuals who may be subject to such restrictions must take said restrictions into account.

Inderes issues target prices for the shares it follows. The recommendation methodology used by Inderes is based on the share's 12-month expected total shareholder return (including the share price and dividends) and takes into account Inderes' view of the risk associated with the expected returns. The recommendation policy consists of four tiers: Sell, Reduce, Accumulate and Buy. As a rule, Inderes' investment recommendations and target prices are reviewed at least 2–4 times per year in connection with the companies' interim reports, but the recommendations and target prices may also be changed at other times depending on the market conditions. The issued recommendations and target prices do not guarantee that the share price will develop in line with the estimate. Inderes primarily uses the following valuation methods in determining target prices and recommendations: Cash flow analysis (DCF), valuation multiples, peer group analysis and sum of parts analysis. The valuation methods and target price criteria used are always company-specific and they may vary significantly depending on the company and (or) industry.

Inderes' recommendation policy is based on the following distribution relative to the 12-month risk-adjusted expected total shareholder return.

Buy	The 12-month risk-adjusted expected shareholder return of the share is very attractive
Accumulate	The 12-month risk-adjusted expected shareholder return of the share is attractive
Reduce	The 12-month risk-adjusted expected shareholder return of the share is weak
Sell	The 12-month risk-adjusted expected shareholder return of the share is very weak

The assessment of the 12-month risk-adjusted expected total shareholder return based on the above-mentioned definitions is company-specific and subjective. Consequently, similar 12-month expected total shareholder returns between different shares may result in different recommendations, and the recommendations and 12-month expected total shareholder returns between different shares should not be compared with each other. The counterpart of the expected total shareholder return is Inderes' view of the risk taken by the investor, which varies considerably between companies and scenarios. Thus, a high expected total shareholder return does not necessarily lead to positive performance when the risks are exceptionally high and, correspondingly, a low expected total shareholder return does not necessarily lead to a negative recommendation if Inderes considers the risks to be moderate.

The analysts who produce Inderes' research and Inderes employees cannot have 1) shareholdings that exceed the threshold of significant financial gain or 2) shareholdings exceeding 1% in any company subject to Inderes' research activities. Inderes Oyj can only own shares in the target companies it follows to the extent shown in the company's model portfolio investing real funds. All of Inderes Oyj's shareholdings are presented in itemised form in the model portfolio. Inderes Oyj does not have other shareholdings in the target companies analysed. The remuneration of the analysts who produce the analysis are not directly or indirectly linked to the issued recommendation or views. Inderes Oyj does not have investment bank operations.

Inderes or its partners whose customer relationships may have a financial impact on Inderes may, in their business operations, seek assignments with various issuers with respect to services provided by Inderes or its partners. Thus, Inderes may be in a direct or indirect contractual relationship with an issuer that is the subject of research activities. Inderes and its partners may provide investor relations services to issuers. The aim of such services is to improve communication between the company and the capital markets. These services include the organisation of investor events, advisory services related to investor relations and the production of investor research reports.

More information about research disclaimers can be found at www.inderes.fi/research-disclaimer.

Inderes has made an agreement with the issuer and target of this report, which entails compiling a research report.

Recommendation history (>12 mo)

Date	Recommendation	Target	Share price
6/9/2023	Buy	12.50 €	9.73 €
7/18/2023	Buy	12.50 €	10.33 €
10/20/2023	Buy	12.50 €	10.42 €
2/7/2024	Buy	12.50 €	10.81 €
4/19/2024	Buy	12.50 €	10.74 €
7/16/2024	Buy	12.50 €	10.57 €
10/18/2024	Buy	12.50 €	11.05 €
11/20/2024	Buy	12.50 €	10.73 €
1/31/2025	Accumulate	12.50 €	11.69 €
4/17/2025	Accumulate	12.00 €	11.36 €
7/18/2025	Accumulate	12.50 €	12.05 €
10/2/2025	Accumulate	15.00 €	13.96 €
10/17/2025	Accumulate	15.00 €	14.63 €
1/23/2026	Reduce	17.50 €	16.95 €
1/30/2026	Accumulate	17.50 €	16.21 €
3/30/2026	Accumulate	16.00 €	14.30 €
4/23/2026	Accumulate	16.50 €	15.96 €
7/17/2026	Reduce	17.50 €	17.02 €
10/16/2026	Accumulate	17.00 €	15.65 €



CONNECTING INVESTORS AND COMPANIES.

Inderes democratizes financial information by connecting investors and listed companies. For investors, we are an investing community and a trusted source of financial information and equity research. For listed companies, we are a partner in delivering high-quality investor relations. Over 500 listed companies in Europe use our investor relations products and equity research services to provide better investor communications to their shareholders.

Our goal is to be the most investor-minded company in finance. Inderes was founded in 2009 by investors, for investors. As a Nasdaq First North-listed company, we understand the day-to-day reality of our customers.

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

inderes.se

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

inderes.fi

**inde
res.**