

NORDEA

20/7/2026 8:30 CET

Denne rapport er en delvis oversættelse af rapporten "Tighter valuation is no longer attractive" publiceret d. 17/7/2026



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

INDERES KUNDE
SELSKABSANALYSE



Værdiansættelsen strammer til – ikke længere attraktiv

Nordeas Q2 udviklede sig godt, og både udlånsporteføljen og kapital under forvaltning fortsatte med at vokse. Udsigterne er også gode, og vi har derfor hævet vores indtjeningsestimater let for de kommende år. Vi justerer vores kursmål til EUR 17,5 (tidligere 16,5) i tråd med vores indtjeningsestimater, men sænker vores anbefaling til Reducér (tidligere Akkumulér), da kursstigningen har taget det bedste af det forventede afkast.

Bunden i nettorenteindtægterne er passeret

Nordea rapporterede et bedre Q2-resultat end ventet. Som forventet vendte nettorenteindtægterne tilbage til kvartalsvis vækst som følge af en øget udlånsportefølje. Gebyr- og provisionsindtægterne udviklede sig også stærkt, og kapital under forvaltning steg med næsten 10%. Den største positive overraskelse i forhold til vores estimater kom dog fra forsikringsaktiviteterne og dagsværdireguleringer. Driftsomkostningerne voksede til gengæld på linje med vores forventninger, da løninflation og IT-investeringer opvejede effekten af det faldende medarbejderantal. I sidste ende oversteg Nordeas resultat vores estimater med ca. 5% som følge af højere indtægter og mere moderate nedskrivninger på udlån end ventet. I forbindelse med regnskabet foretog Nordea en lille positiv justering af sin indtjeningsguidance for 2026 og forventer nu en omkostningsprocent på 44-45% (tidligere ”omkring 45%”).

Lønsomhedsudsigterne er stærke

Vi har opjusteret vores estimater for gebyr- og provisionsindtægter efter den stærke vækst i kapital under forvaltning. Vi har også hævet vores estimat for væksten i udlånsporteføljen en anelse. Vores estimater for nedskrivninger på udlån i indeværende år er til gengæld faldet. Samlet set stiger vores indtjeningsestimater for de kommende år med 2-3%.

Vi forventer, at Nordeas sammenlignelige indtjening vender tilbage til vækst i 2026, særligt drevet af gebyr- og provisionsindtægter. Fremadrettet forudser vi en stabil indtjeningsvækst (i gennemsnit ~4% årligt) som følge af stigende

indtægter og god omkostningsstyring. Vi mener, at bunden i nettorenteindtægterne er set på kvartalsbasis, og derudover forventer vi, at gebyr- og provisionsindtægterne fortsætter med at vokse. Væksten i gebyr- og provisionsindtægterne drives primært 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 lønsomhedsestimater ligger under Nordeas mål, som vi finder ambitiøse (EPS på ~2 EUR og en egenkapitalforrentning på klart over 15% i 2030). Vi forventer, at Nordeas lønsomhed forbliver over 15% og gradvist forbedres, hvilket vi anser for et fremragende niveau i den konkurrenceprægede banksektor. Vi estimerer, at udlodningerne til aktionærerne forbliver generøse, da banken supplerer sine udbytteudlodninger med løbende aktietilbagekøbsprogrammer (samlet udlodning til aktionærerne ~85% af resultatet).

Det bedste afkast ligger nu bag os

Baseret på vores forventninger om en egenkapitalforrentning på 15-16% og et afkastkrav på 9,5% opererer vi med en P/B på 1,8-1,9x for Nordea, hvilket med bankens nuværende egenkapital berettiger til en aktiekurs på EUR 16-18. Vores kursmål ligger tættere på den øvre ende af intervallet, da udsigterne for både udlånsefterspørgsel og kapitalforvaltning generelt er positive trods geopolitisk usikkerhed. Efter kursstigningerne er prissætningen af aktien efter vores opfattelse dog blevet neutral, og det forventede afkast for de kommende år ligger omtrent på niveau med afkastkravet i vores beregninger. Selvom det forventede afkast ikke er dårligt, mener vi, det er berettiget at vente på et bedre indgangsniveau. Sammenlignet med peer group er Nordeas værdiansættelse ikke anstrengt i betragtning af de bedre lønsomhedsudsigter, men de markant øgede værdiansættelsesniveauer i banksektoren maner efter vores opfattelse allerede til forsigtighed.

Anbefaling

Reducér
(tidligere Akkumulér)

Kursmål:

EUR 17.50
(tidligere EUR 16.50)

Aktiekurs:

EUR 17.02

Business risk



Valuation risk



	2025	2026e	2027e	2028e
Revenue	11743.0	12093.7	12748.1	13120.4
growth-%	-3%	3%	5%	3%
EBIT adj.	6316.0	6467.0	6768.3	7033.4
EBIT-% adj.	53.8 %	53.5 %	53.1 %	53.6 %
Net Income	4814.0	4789.5	5225.1	5415.7
EPS (adj.)	1.39	1.45	1.55	1.64

P/E (adj.)	11.6	11.7	11.0	10.4
P/B	1.7	1.7	1.7	1.6
Dividend yield-%	6.0 %	5.8 %	6.1 %	6.3 %
EV/EBIT (adj.)	8.7	8.9	8.4	7.9
EV/EBITDA	8.7	9.2	8.4	7.9
EV/S	4.7	4.8	4.5	4.3

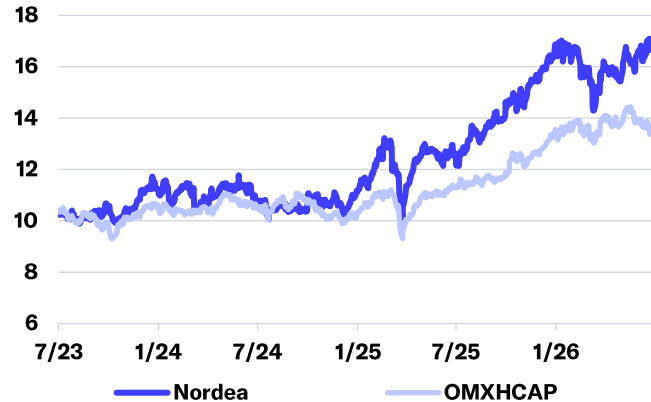
Source: Inderes

Guidance

(Opjusteret)

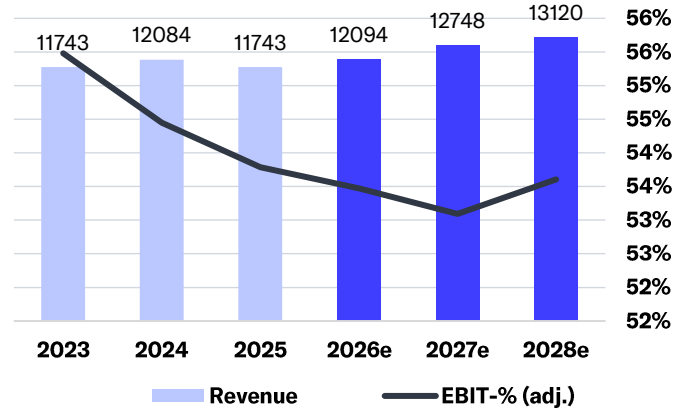
Nordea forventer, at egenkapitalforrentningen overstiger 15%, og at omkostningsprocenten, ekskl. engangsposter og regulatoriske gebyrer, bliver 44-45% i 2026.

Aktiekurs (EUR)



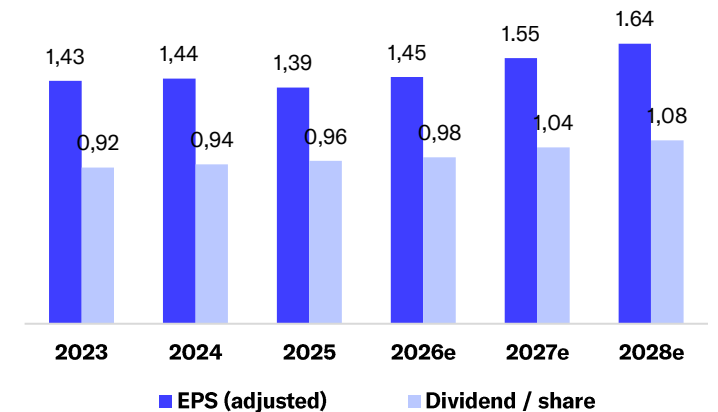
Source: Millistream Market Data AB

Omsætning (EUR) og EBIT-% (just.)



Source: Inderes

EPS og udbytte (EUR)



Source: Inderes

Værdidrivere

- Stigende renter og nettorenteindtægter
- At vinde markedsandele
- Vækst i kapitalforvaltning
- Fastholdelse af en forbedret omkostningseffektivitet
- Effektiv kapitalanvendelse og attraktiv overskudsudlodning

Risikofaktorer

- Risici knyttet til den generelle økonomiske udvikling i Norden
- Faldende renter
- Udviklingen på bolig- og ejendomsmarkederne
- Regulatoriske risici
- Den generelle udvikling på kapitalmarkederne

Valuation level	2026e	2027e	2028e
Share price	17.0	17.0	17.0
Number of shares, millions	3,404	3,366	3,311
Market cap	57,742	56,840	55,865
P/E (adj.)	11.7	11.0	10.4
P/B	1.7	1.7	1.6
Dividend yield-%	5.8%	6.1%	6.3%

Source: Inderes

Q2 var eksemplarisk i alle henseender

Nettorenteindtægterne er bundet ud

Nordeas nettorenteindtægter vendte som ventet tilbage til moderat kvartalsvis vækst, hvilket satte punktum for en nedgang, der varede lidt over to år. Med det øgede renteniveau er udsigterne for nettorenteindtægterne også gode. Der var dog fortsat et moderat fald i forhold til sammenligningsperioden.

Nettorenteindtægterne understøttes af en fortsat stærk efterspørgsel på lån, og udlånsporteføljen voksede med ca. 1% i forhold til kvartalet før. Efterspørgslen var stærkest blandt erhvervskunderne, mens udlån til privatkunderne forblev på niveau med kvartalet før. Udviklingen var i store træk på linje med de øvrige nordiske banker, der har aflagt regnskab, samt offentligt tilgængelige markedsdata.

Nordeas nettogebyr- og provisionsindtægter voksede fortsat hurtigere, end vi forventede. Kapital under forvaltning steg med næsten 10% i forhold til kvartalet før som følge af den stærke markedsudvikling. Nettotegningen

blev til gengæld svagt negativ, hvilket kan betragtes som det eneste svage punkt i et ellers stærkt regnskab.

Nettoresultatet af forsikringsaktiviteterne og de kvartalsvist volatile dagsværdireguleringer oversteg også vores estimer og løftede Nordeas samlede driftsindtægter til 3.032 MEUR, lidt over vores forventninger (Q2'26e: 2.972 MEUR).

Resultatet slog vores estimer på højere indtægter og moderate nedskrivninger

Nordeas driftsomkostninger var i store træk på linje med vores forventninger. Omkostningerne steg med omkring 2% i forhold til sammenligningsperioden, primært som følge af valutakursændringer. Det underliggende niveau voksede dog også moderat inden for personaleomkostninger og afskrivninger, løftet af bl.a. IT-investeringer. Selvom Nordea har formået at reducere antallet af medarbejdere, har løninflationen indtil videre opvejet effekten.

Personaleomkostningerne bør dog være på vej ned, da

selskabet har annonceret forhandlinger om ændringer, der berører 1.500 medarbejdere. Nordea sigter mod omkostningsbesparelser på 150 MEUR fra regnskabsåret 2028 og 600 MEUR frem mod 2030 ved at udnytte stordriftsfordele og forbedre den operationelle effektivitet. Tilsvarende agter banken at fortsætte sine investeringer i udviklingen af digitale services og teknologiske kompetencer.

Nedskrivningerne på udlån i andet kvartal var mere moderate end vores estimat, og kvaliteten af udlånsporteføljen viste derudover en mindre forbedring fra allerede meget sunde niveauer. Takket være højere indtægter end ventet og lavere nedskrivninger oversteg Nordeas Q2-resultat vores estimat med ca. 5%. Resultatet pr. aktie var EUR 0,36, og egenkapitalforrentningen var fremragende 15,9%. Selskabets bestyrelse besluttede at udlodde et halvårsudbytte på EUR 0,34 (50% af første halvårs resultat), hvilket oversteg vores estimat med én cent som følge af et lidt højere resultat pr. aktie.

Estimates	Q2'25	Q2'26	Q2'26e	Q2'26e	Consensus	Diff-%	2026e
MEUR/EUR	Comparison	Actualized	Inderes	Consensus	High Low	Act. vs. Inderes	Inderes
Net interest income	1,798	1,779	1,789	1,785	1,770 – 1,797	-1%	7,225
Net commission income	792	880	856	861	834 – 874	3%	3,529
Insurance income	58	78	60	61	55 – 65	30%	1,017
Changes in fair value	254	281	255	256	244 – 275	10%	1,017
Other income	9	14	12	13	10 – 16	17%	-694
Total income	2,911	3,032	2,972	2,976	2,935 – 2,996	2%	12,094
Total expenses	-1,333	-1,363	-1,355	-1,365	-1,383 – -1,328	1%	-5,695
Credit losses	21	-61	-78	-61	-78 – -34	-22%	-121
EBIT	1,599	1,608	1,539	1,550	1,501 – 1,586	5%	6,277
EPS	0.35	0.36	0.34	0.35	0.34 – 0.36	5%	1.41

Source: Inderes & Infront (consensus)

Nordea Q2'26: Companies Are Investing



Udsigterne for låneefterspørgslen ser gode ud

Guidance finpudset en anelse

I forbindelse med regnskabet justerede Nordea sin indtjeningsguidance for indeværende år en anelse. Banken forventer fortsat en egenkapitalforrentning på over 15%, men sænkede sin forventning til omkostningsprocenten, justeret for engangsomkostninger og regulatoriske gebyrer, en anelse til 44-45% (tidligere ”omkring 45%”). Der er dog naturligvis ikke tale om en væsentlig positiv justering.

Nordea lancerede ikke et nyt aktietilbagekøbsprogram i forbindelse med Q2-regnskabet, men kommenterede, at banken vil revurdere udlodningssituationen senere. Ifølge ledelsen prioriterer den i øjeblikket at anvende kapitalen til vækst, og den danske anklagemyndigheds sanktionskrav på omkring 900 MEUR påvirkede ikke beslutningen. Nordea anser fortsat kravet for grundløst og vurderer stadig, at den tidligere foretagne hensættelse på 100 MEUR er tilstrækkelig. Vi anser dog større sanktioner for en

realistisk risiko. Selvom de ikke ville røkke ved Nordeas balanceposition, vil de påvirke størrelsen af de fremtidige udlodninger negativt.

Omvendt kommenterede ledelsen udsigterne for låneefterspørgslen i en positiv tone. På erhvervssiden er aktiviteten enten god eller tiltagende i alle bankens markeder, understøttet af investeringer i bl.a. forsvarsindustrien, infrastruktur, energi og teknologi. På privatkundesiden er lånetilsagnene stigende, så privatkundernes aktivitet kan også være ved at komme sig. Den hårde konkurrence på realkreditlån har dog holdt lånemarginalerne under pres. Efter vores opfattelse er et svækket makrobillede fortsat en relevant risiko som følge af de forhøjede geopolitiske risici, men indtil videre har disse ikke kunnet ses i bankens kundebase.

Estimates	Q2'25	Q2'26	Q2'26e	Q2'26e	Consensus		Diff-%	2026e
MEUR/EUR	Comparison	Actualized	Inderes	Consensus	High	Low	Act. vs. Inderes	Inderes
Net interest income	1,798	1,779	1,789	1,785	1,770	– 1,797	-1%	7,225
Net commission income	792	880	856	861	834	– 874	3%	3,529
Insurance income	58	78	60	61	55	– 65	30%	1,017
Changes in fair value	254	281	255	256	244	– 275	10%	1,017
Other income	9	14	12	13	10	- 16	17%	-694
Total income	2,911	3,032	2,972	2,976	2,935	– 2,996	2%	12,094
Total expenses	-1,333	-1,363	-1,355	-1,365	-1,383	– -1,328	1%	-5,695
Credit losses	21	-61	-78	-61	-78	– -34	-22%	-121
EBIT	1,599	1,608	1,539	1,550	1,501	– 1,586	5%	6,277
EPS	0.35	0.36	0.34	0.35	0.34	– 0.36	5%	1.41

Source: Inderes & Infront (consensus)

Bunden i nettorenteindtægterne er passeret

Estimatrevisioner:

- Vi har opjusteret vores estimater for gebyr- og provisionsindtægter efter den stærke vækst i kapital under forvaltning. Vi har også hævet vores estimater for væksten i udlånsporteføljen en anelse, da udsigterne er positive baseret på selskabets kommentarer.
- Samtidig har vi nedjusteret vores estimater for kredittab i indeværende år. Samlet set stiger vores indtjeningsestimater for de kommende år med 2-3%.
- Vi har også hævet vores udlodningsforventninger en anelse for at afspejle vores opdaterede solvens- og indtjeningsestimater.

Stigende renter understøtter udsigterne for nettorenteindtægterne

Vores indtjeningsestimater for Nordea drives primært af væksten i udlånsporteføljen, nettorentemarginalen (nettorenteindtægter/udlånsportefølle) og den forventede udvikling i gebyr- og provisionsindtægterne. Vi forventer, at

udlånsporteføljen vokser med knap 4% i 2026-2028. Vi forventer dermed, at den positive stemning, der begyndte i 2025, fortsætter, da vi vurderer, at vækstudsigterne i Nordeas markeder generelt er gunstige trods den forhøjede usikkerhed. Finland er fortsat den svageste region, da høj arbejdsløshed og træg forbrugertillid tydeligt hæmmer efterspørgslen efter udlån.

Vi vurderer, at Nordeas kvartalsvise nettorenteindtægter allerede har nået bunden, og at udviklingen i denne indtægtspost fremover vil være opadgående, understøttet af det øgede renteniveau. 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 med sikkerhed fortsætte med at udvikle sig i den ene eller anden retning.

Den største komponent i Nordeas nettogebyr- og provisionsindtægter er gebyrer fra kapitalforvaltning. Vi forventer, at Nordeas årlige vækst i kapital under

forvaltning i gennemsnit bliver ca. 6%, fordelt på positive værdiændringer (4,5%) og nettotegning (1,5%). I de kommende år forventer vi dog hurtigere vækst, primært som følge af den fremragende udvikling i starten af 2026.

Samtidig forventer vi, at det gennemsnitlige gebyrniveau fortsætter sin nedadgående tendens. Dette påvirkes både af den voksende popularitet af passive investeringsprodukter og den fortsatte skærpelse af priskonkurrencen inden for traditionel kapitalforvaltning (aktie- og obligationsfonde). Vores estimater for væksten i gebyrindtægterne fra kapitalforvaltning ligger derfor lidt under estimaterne for væksten i kapital under forvaltning.

Vi vurderer, at øvrige gebyr- og provisionsindtægter (primært knyttet til udlån og daglige bankforretninger) vil udvikle sig omtrent i takt med væksten i udlånsporteføljen. Af de resterende indtægtslinjer er kun dagsværdireguleringer af væsentlig betydning. Disse har historisk udgjort ca. 1 BEUR årligt, og baseret på selskabets kommentarer forventes dette niveau ikke at ændre sig.

Estimate revisions	2026e	2026e	Change	2027e	2027e	Change	2028	2028	Change
MEUR/EUR	Old	New	%	Old	New	%	Old	New	%
Net interest income	7,285	7,225	-1%	7,716	7,690	0%	7,955	7,978	0%
Net commission income	3,410	3,529	3%	3,528	3,731	6%	3,668	3,798	4%
Changes in fair value	991	1,017	3%	1,001	1,000	0%	1,011	1,010	0%
Total income	11,992	12,094	1%	12,555	12,748	2%	12,951	13,120	1%
Total expenses	-5,688	-5,695	0%	-5,570	-5,572	0%	-5,664	-5,666	0%
Credit losses	-157	-121	-23%	-403	-408	1%	-416	-421	1%
EBIT	6,147	6,277	2%	6,582	6,768	3%	6,871	7,033	2%
EBIT excluding NRIs	6,337	6,467	2%	6,582	6,768	3%	6,871	7,033	2%
EPS	1.38	1.41	2%	1.51	1.55	3%	1.60	1.64	3%
EPS (adjusted)	1.42	1.45	2%	1.51	1.55	3%	1.60	1.64	3%
Dividend per share	0.97	0.98	1%	1.02	1.04	2%	1.03	1.08	5%

Source: Inderes

Nordea half-year results 2026 webcast



Lønsomhedsudsigterne er fortsat stærke

Moderat omkostningsvækst forventes

Vores omkostningsestimater forudser en lidt mere moderat omkostningsvækst end Nordeas målsatte niveau (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-relaterede omkostninger), da Nordea sigter mod klare effektivitetsgevinster gennem AI-investeringer. Vi vurderer, at dette vil holde medarbejderantallet nede.

Vi vurderer risikoen for nedskrivninger på udlån som moderat

Vi estimerer, at de årlige nedskrivninger på udlån i gennemsnit udgør omkring 0,10% af udlånsporteføljen, hvilket er på linje med selskabets eget estimat for deres normalniveau. Trods udfordringer på ejendomsmarkedet og en træg økonomisk udvikling har det faktiske udfald dog været mere beskedent i de seneste år. Vi anser derfor

samlet set risiciene i bankens kreditportefølje for moderate. Bufferne for ledelsesmæssige skøn blev frigivet i Q1 2026, så der kommer ikke yderligere særskilt støtte til indtjeningen herfra.

Lønsomhedsudsigterne er stærke

Samlet set forventer vi, at Nordeas sammenlignelige indtjening vender tilbage til moderat vækst i 2026. Fremadrettet forudser vores estimater en stabil indtjeningsvækst (i gennemsnit ~4% årligt) som følge af 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 estimater forudser en udvikling tættere på markedsvæksten. Vi forventer dog, at Nordeas egenkapitalforrentning, justeret for engangsomkostninger, forbliver over 15% og gradvist forbedres, hvilket kan betragtes som et fremragende

niveau i den konkurrenceprægede banksektor. Vi anser vores estimerede lønsomhedsniveau for meget realistisk, da stigende renter understøtter lønsomheden, og derudover er der fortsat potentiale for, at forbedret omkostningseffektivitet kan understøtte lønsomhedsudviklingen. Vi bemærker, at Nordea beregner sin egenkapitalforrentning som et kvartalsgennemsnit. Vores estimater anvender derimod den gennemsnitlige egenkapital ved årets udgang, så lønsomhedsestimaterne i denne rapport's tabeller afviger en smule fra selskabets 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 estimater. Selskabet supplerer sit udbytte med løbende aktietilbagekøbsprogrammer.

Estimate revisions	2026e	2026e	Change	2027e	2027e	Change	2028	2028	Change
MEUR/EUR	Old	New	%	Old	New	%	Old	New	%
Net interest income	7,285	7,225	-1%	7,716	7,690	0%	7,955	7,978	0%
Net commission income	3,410	3,529	3%	3,528	3,731	6%	3,668	3,798	4%
Changes in fair value	991	1,017	3%	1,001	1,000	0%	1,011	1,010	0%
Total income	11,992	12,094	1%	12,555	12,748	2%	12,951	13,120	1%
Total expenses	-5,688	-5,695	0%	-5,570	-5,572	0%	-5,664	-5,666	0%
Credit losses	-157	-121	-23%	-403	-408	1%	-416	-421	1%
EBIT	6,147	6,277	2%	6,582	6,768	3%	6,871	7,033	2%
EBIT excluding NRIs	6,337	6,467	2%	6,582	6,768	3%	6,871	7,033	2%
EPS	1.38	1.41	2%	1.51	1.55	3%	1.60	1.64	3%
EPS (adjusted)	1.42	1.45	2%	1.51	1.55	3%	1.60	1.64	3%
Dividend per share	0.97	0.98	1%	1.02	1.04	2%	1.03	1.08	5%

Source: Inderes

Det bedste afkast ligger nu bag os

Efter vores opfattelse er Nordea godt positioneret til stabil indtjeningsvækst og stærk lønsomhed i de kommende år. Vi mener dog, at aktiens er neutralt værdiansat efter kursstigningerne, da barren for indtjeningsvæksten nu ligger højere end før. I vores beregninger ligger det forventede årlige afkast (~10%) omtrent på niveau med afkastkravet, og det består af en kombination af udlodninger (~7-8%) og kurspotentiale (~2-3%). Selvom aktiens forventede afkast ikke er dårligt, mener vi, at det på nuværende tidspunkt er berettiget at vente på et bedre indgangsniveau. Vi mener dog, at de forholdsvis høje udlodninger understøtter aktiekursen, hvilket mindsker risikoen forbundet med aktiens værdiansættelse.

Sammenlignet med peer group er værdiansættelsen moderat i betragtning af bedre lønsomhedsudsigter for Nordea, men vi mener, at de markant øgede værdiansættelsesniveauer i banksektoren allerede maner til forsigtighed. De største risikofaktorer er efter vores opfattelse knyttet til faldende renter og skærpet priskonkurrence.

Gode lønsomhedsudsigter berettiger høje multipler

Nordeas acceptable fundamentalt baserede P/B-værdiansættelse kan vurderes ved at gøre antagelser om en holdbar langsigtet egenkapitalforrentning (ROE), egenkapitalomkostningen (CoE) og en holdbar væksthfaktor (g).

Vi antager, at Nordea varigt kan nå en egenkapitalforrentning på omkring 15-16%, og anvender et afkastkrav (CoE) på 9,5% og en væksthfaktor på 2,5%, hvilket giver en acceptabel P/B på 1,8-1,9x. Med den nuværende egenkapital på balancen ville værdien være EUR 16-18 med

disse multipler.

Værdiansættelse på linje med peers

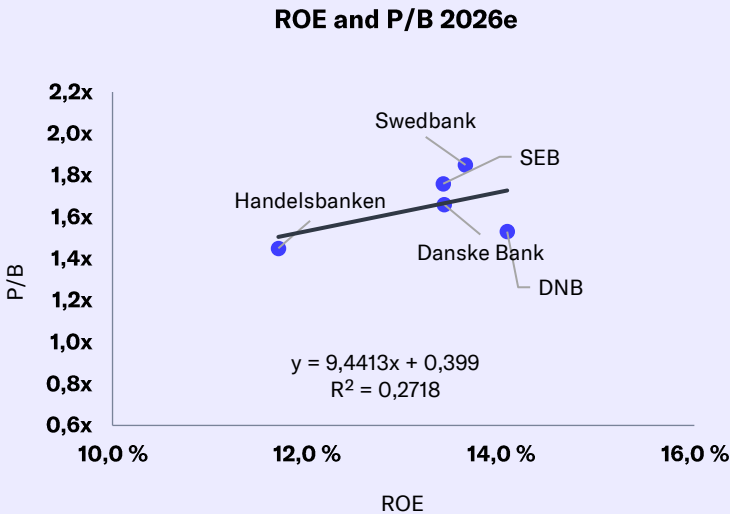
Nordea handler omtrent på linje med sin peer group af nordiske banker målt på kurs/indre værdi (P/B). Efter vores opfattelse fortjener Nordea en præmie i lyset af selskabets stærkere lønsomhedsudsigter sammenlignet med peers. Ifølge en regressionsmodel, der tager højde for selskabsspecifikke lønsomhedsforskelle (forholdet mellem egenkapitalforrentning og P/B), ville der også være upside i aktien, da en P/B på 1,8-1,9x kunne være berettiget for Nordea i lyset af denne markedsmodel (figuren til højre). Værdiansættelsesniveauerne i den nordiske banksektor er dog øget markant i løbet af 2026, så samlet set finder vi ikke længere sektoren moderat prissat. Peer-analysen giver dermed ikke længere klar støtte til det forventede afkast.

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 (tidligere EUR 17,5). Stigningen siden den seneste opdatering forklares af de øgede indtjeningsestimater. Da Nordeas egenkapitalforrentning ifølge vores estimater er højere end egenkapitalomkostningen, er bankens forretning 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.

Valuation level	2026e	2027e	2028e
Share price	17.0	17.0	17.0
Number of shares, millions	3,404	3,366	3,311
Market cap	57,742	56,840	55,865
P/E (adj.)	11.7	11.0	10.4
P/B	1.7	1.7	1.6
Dividend yield-%	5.8%	6.1%	6.3%

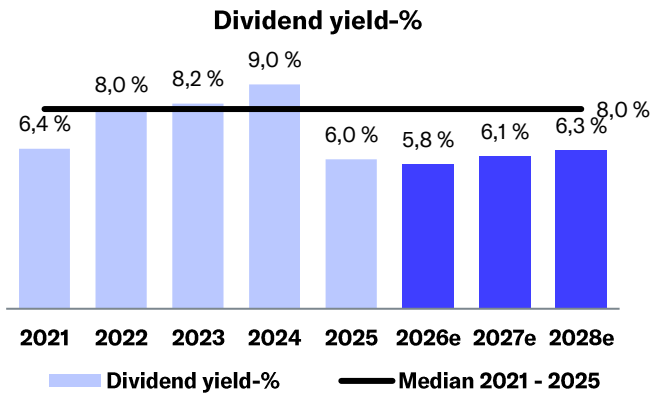
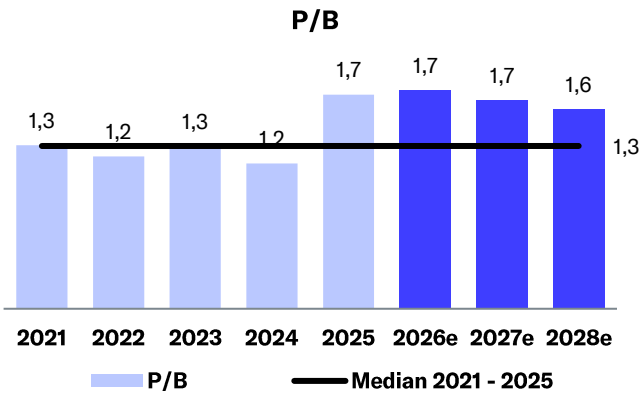
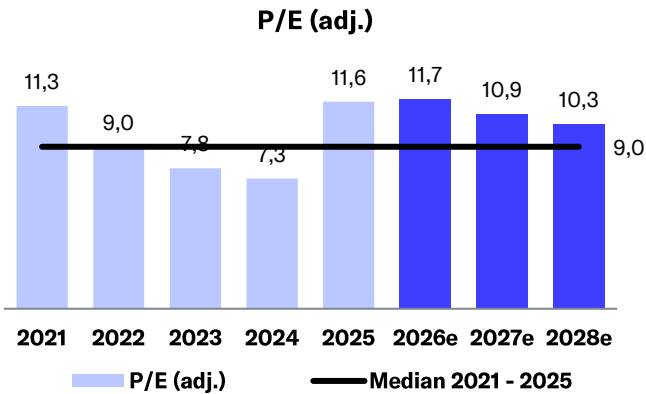
Source: Inderes



Valuation table

Valuation level	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Share price	10.8	10.0	11.2	10.5	16.1	17.0	17.0	17.0	17.0
Number of shares, millions	4,025	3,721	3,579	3,505	3,458	3,404	3,366	3,311	3,255
Market cap	42,793	36,650	39,619	36,782	55,253	57,742	56,840	55,865	54,919
P/E (adj.)	11.3	9.0	7.8	7.3	11.6	11.7	11.0	10.4	9.8
P/B	1.3	1.2	1.3	1.2	1.7	1.7	1.7	1.6	1.5
Dividend yield-%	6.4%	8.0%	8.2%	9.0%	6.0%	5.8%	6.1%	6.3%	6.7%

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	40509	12.5	11.7	6.7	6.5	1.7
DNB	38497	11.1	10.5	6.2	6.4	1.5
Handelsbanken	25217	12.2	11.8	7.3	7.0	1.5
SEB	38182	13.5	12.1	4.5	4.8	1.8
Swedbank	37640	13.5	12.2	6.5	6.8	1.9
Nordea (Inderes)	57742	11.7	11.0	5.8	6.1	1.7
Average		12.5	11.6	6.2	6.3	1.7
Median		12.5	11.8	6.5	6.5	1.7
Diff-% to median		-6%	-7%	-12%	-5%	5%

Source: Refinitiv / Inderes

Income statement

Income statement (MEUR)	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Net interest income	7,594	1,829	1,798	1,775	1,765	7,167	1,759	1,779	1,827	1,860	7,225	7,690	7,978	8,226
Net commission income	3,157	793	792	811	853	3,249	842	880	889	917	3,529	3,731	3,798	3,965
Net result of insurance operations	253	54	58	66	64	242	69	78	62	62	271	278	285	292
Changes in fair value	1,023	289	254	245	257	1,045	226	281	255	255	1,017	1,000	1,010	1,020
Other income	57	9	9	13	9	40	14	14	12	12	52	49	49	49
Total income	12,084	2,974	2,911	2,910	2,948	11,743	2,910	3,032	3,045	3,106	12,094	12,748	13,120	13,551
Non-recurring income	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net operating income excl. NRIs	12,084	2,974	2,911	2,910	2,948	11,743	2,910	3,032	3,045	3,106	12,094	12,748	13,120	13,551
Personnel expenses	-3,106	-792	-809	-806	-827	-3,234	-979	-818	-801	-832	-3,430	-3,240	-3,272	-3,322
Other costs	-1,647	-413	-373	-372	-399	-1,557	-428	-384	-392	-418	-1,622	-1,668	-1,710	-1,753
Depreciation, amortization and impairments	-577	-149	-151	-154	-160	-614	-158	-161	-162	-163	-644	-664	-684	-700
Total operating expenses	-5,330	-1,354	-1,333	-1,332	-1,386	-5,405	-1,565	-1,363	-1,355	-1,413	-5,695	-5,572	-5,666	-5,775
Non-recurring expenses	-32	0	0	0	0	0	-190	0	0	0	-190	0	0	0
Operating expenses excl. NRIs	-5,299	-1,354	-1,333	-1,332	-1,386	-5,405	-1,375	-1,363	-1,355	-1,413	-5,505	-5,572	-5,666	-5,775
Profit before loan losses	6,754	1,620	1,578	1,578	1,562	6,338	1,345	1,669	1,691	1,694	6,398	7,176	7,454	7,776
Credit losses	-206	-13	21	19	-49	-22	99	-61	-79	-80	-121	-408	-421	-434
EBIT	6,548	1,607	1,599	1,597	1,513	6,316	1,444	1,608	1,611	1,614	6,277	6,768	7,033	7,342
Total NRIs	-32	0	0	0	0	0	-190	0	0	0	-190	0	0	0
EBIT excluding NRIs	6,580	1,607	1,599	1,597	1,513	6,316	1,634	1,608	1,611	1,614	6,467	6,768	7,033	7,342
Taxes	-1,489	-373	-378	-369	-356	-1,476	-344	-376	-384	-384	-1,488	-1,543	-1,604	-1,674
Net profit	5,059	1,234	1,221	1,228	1,157	4,840	1,100	1,232	1,228	1,230	4,789	5,225	5,430	5,668
Net profit excl. NRIs	5,083	1,234	1,221	1,228	1,157	4,840	1,245	1,232	1,228	1,230	4,934	5,225	5,430	5,668
EPS (reported)	1.44	0.35	0.35	0.36	0.34	1.40	0.32	0.36	0.36	0.36	1.41	1.55	1.64	1.74
EPS (adjusted)	1.45	0.35	0.35	0.36	0.34	1.40	0.36	0.36	0.36	0.36	1.45	1.55	1.64	1.74
Dividend per share	0.94					0.96					0.98	1.04	1.08	1.14

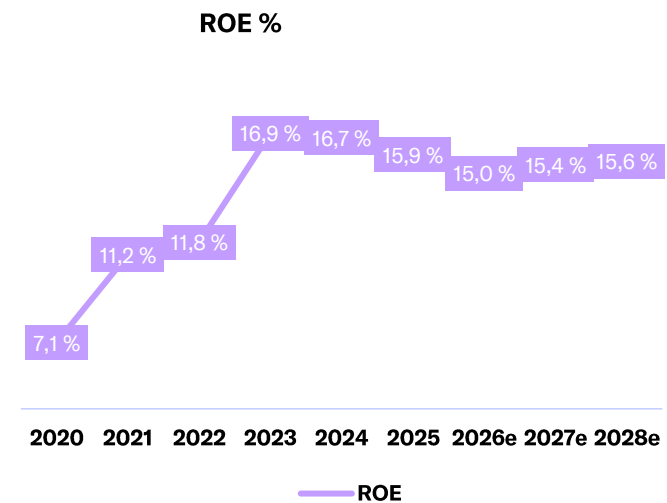
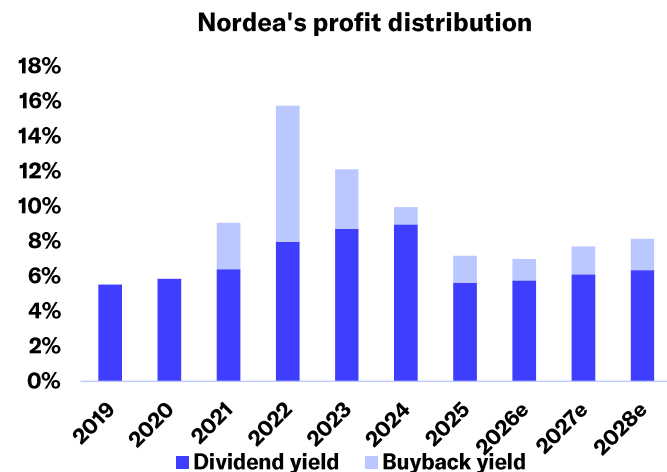
The full-year EPS was calculated using the number of shares at the end of the year.

Balance sheet

Balance sheet (BEUR)	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Cash and central bank receivables	51	45	48	49	51	52
Credit institution receivables	3	4	4	4	4	5
Loans to the public	358	382	401	414	427	440
Intangible assets	4	4	4	4	4	4
Other assets	208	219	265	274	282	291
Total assets	623	654	722	745	769	792
Equity	32	32	33	34	35	36
Liabilities to credit institutions	29	34	47	48	50	51
Deposits and other liabilities to the public	232	243	251	259	267	275
Debt securities issued to the public	188	196	214	221	228	235
Subordinated liabilities	7	9	9	9	9	9
Other liabilities	134	140	168	174	179	184
Total equity and liabilities	623	654	722	745	769	792

Summary table

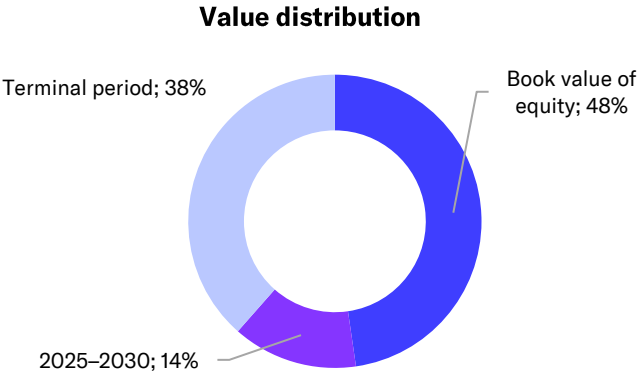
Operational key figures	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Income growth-%	-6%	-2%	14%	1%	21%	3%	-3%	3%	5%	3%	3%
Net interest income/loan portfolio	1.37%	1.38%	1.46%	1.64%	2.16%	2.16%	1.94%	1.85%	1.89%	1.90%	1.90%
Credit portfolio growth %	4.8%	2.1%	4.6%	0.2%	-0.3%	3.7%	6.8%	5.1%	3.2%	3.2%	3.0%
Deposit portfolio growth %	2.3%	8.7%	12.2%	5.7%	-3.4%	10.7%	4.5%	3.2%	3.2%	3.2%	3.0%
Cost/income ratio excl. NRIs	57%	55%	48%	47%	43%	43%	45%	44%	43%	42%	42%
Loan losses/credit portfolio on average	0.17%	0.26%	0.01%	0.04%	0.05%	0.06%	0.01%	0.03%	0.10%	0.10%	0.10%
ROE	5.0%	7.1%	11.2%	11.8%	16.9%	16.7%	15.9%	15.0%	15.4%	15.6%	15.8%
Headcount	29,000	28,051	26,894	28,268	29,153	30,157	28,989	28,298	28,015	27,875	27,875
Dividends paid during the review period (MEUR)	2,788	0	3,192	2,655	2,876	3,218	3,268	3,263	3,314	3,459	3,529
Share buybacks (MEUR)	0	0	1,136	2,841	1,263	366	896	710	900	1,000	1,000
Per share indicators	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Share price	7.24	6.67	10.79	10.03	10.57	10.50	17.02	17.02	17.02	17.02	17.02
Number of shares at the end of the period	4,050	4,050	3,966	3,654	3,528	3,503	3,434	3,393	3,340	3,282	3,227
Dividend per share	0.40	0.39	0.69	0.80	0.92	0.94	0.96	0.98	1.04	1.08	1.14
Buybacks per share	0.00	0.00	0.29	0.78	0.36	0.10	0.26	0.21	0.27	0.30	0.31
Equity per share	7.80	8.35	8.51	8.62	8.85	9.26	9.44	9.83	10.29	10.76	11.30
Payout ratio	105%	71%	73%	83%	67%	65%	69%	70%	67%	66%	65%
Total payout ratio	66%	71%	103%	142%	90%	72%	87%	85%	84%	84%	83%
Valuation	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
P/E (adj.)	11.9	12.1	11.4	9.0	7.4	7.2	12.2	11.7	11.0	10.4	9.8
P/B	0.9	0.8	1.3	1.2	1.2	1.1	1.8	1.7	1.7	1.6	1.5
Dividend yield	5.5%	5.8%	6.4%	8.0%	8.7%	9.0%	5.6%	5.8%	6.1%	6.3%	6.7%
Buyback yield	0.0%	0.0%	2.7%	7.8%	3.4%	1.0%	1.5%	1.2%	1.6%	1.8%	1.8%
Total profit distribution yield	5.5%	5.8%	9.0%	15.7%	12.1%	9.9%	7.2%	7.0%	7.7%	8.1%	8.5%
Solvency	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Risk-weighted items (BEUR EUR)	150	155	152	145	139	156	160	165	170	175	181
CET1 solvency	16.3%	17.1%	17.0%	16.4%	17.0%	15.8%	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%	15.8%
Tier I solvency	18.3%	18.7%	19.1%	18.7%	19.4%	18.4%	18.4%	17.6%	17.6%	17.5%	17.5%
Total solvency (TC)	20.8%	20.5%	21.2%	20.8%	22.2%	21.1%	21.2%	20.8%	20.7%	20.5%	20.5%
Equity ratio	5.7%	6.1%	5.9%	5.2%	5.3%	5.2%	5.0%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%



Economic Value Added model (EVA)

EVA calculation	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Net profit	4,814	4,789	5,225	5,430	5,668	5,897	
Equity	32,419	33,351	34,362	35,333	36,472	37,684	
Return on equity % (ROE)		14.6%	15.4%	15.6%	15.8%	15.9%	
Economic value added (EVA)		1,700	2,047	2,155	2,301	2,421	35,299
Common Equity Tier 1 capital		25,850	26,696	27,554	28,500	29,548	
Risk-weighted items		164,744	170,016	175,456	180,720	185,238	
Capital adequacy (CET1 %)		15.7%	15.7%	15.7%	15.8%	16.0%	
Discounted EVA		1,631	1,793	1,723	1,680	1,614	23,527
Discounted cum. EVA		31,967	30,336	28,544	26,821	25,141	23,527
+ Book value of equity		32,419					
- Dividend/returned capital		-3268					
+/- Other items		0					
Equity value EVA		6118					
Number of shares outstanding (million)		3403					
Equity value EVA per share		18.0					

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 €



CONNECTING INVESTORS AND COMPANIES.

Inderes connects investors and listed companies.

We serve over 400 Nordic listed companies that want to better serve investors. The Inderes community is home to over 70,000 active investors.

We provide listed companies with solutions that enable seamless and effective investor relations. The Inderes service is built on four cornerstones for high-quality investor relations: Equity Research, Events, IR Software, and Annual General Meetings (AGM).

Inderes operates in Finland, Sweden, Norway, and Denmark and is listed on the Nasdaq First North Growth Market.

Inderes was created by investors, for investors.

Inderes Ab

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

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

inderes.se

inderes.fi

**inde
res.**