

# AktieAnalyse Tryg



## Køb

### Uændret

Køb-anbefaling siden 14.12.2020

Analysedato: 12.10.2021

Aktuel kurs kl. 13.35:

**146,30 DKK**

Begivenhed:

## 3. kvartalsregnskab

Seneste analyse:

06.10.21 – Præmiemomentum vil fortsætte, men meget nedbør kan tynge forsikringsresultatet i kvartalet

Kalender:

16.11.21 – Kapitalmarkedsdag  
26.01.22 – Årsregnskab  
27.04.22 – 1. kvartal  
08.07.22 – Halvårsregnskab  
13.10.22 – 3. kvartal

Forventet opdatering:

Kvartalsvist

## Ingen slinger i valsen i stærkt regnskab fra Tryg

Vi fastholder vores køb-anbefaling på Tryg-aktien efter endnu et stærkt kvartal. Vi betragter ikke Tryg som decideret billig, men vi ser fortsat et stærkt potentiale i selskabets flotte forsikringsdrift, opkøbet af RSA og solid modstandsdygtighed overfor stigende råvarepriser.

### Kerneforretning solid – RSA viser flot vækst og pæne resultater

Præmieindtægterne lander på solide 6.133 mio. kr., hvilket er 1% over vores estimat (+1% ift. markedsforventningerne). Det forsikringstekniske resultat på pæne 988 mio. kr. overrasker også positivt og overstiger vores estimat med 9% (+7% ift. Markedsforventningerne). Det skyldes til dels den stærkere præmienvækst, men også færre vejr- og storskader end forventet, mens afløbsgevinster dog lander lavere end forventet. Underliggende er forsikringsdriften også solid, hvor Tryg forbedrer sig med 0,8%-point ift. samme periode sidste år, drevet særligt af en bedre lønsomhed i 'Industri'. Her bidrager nye synergier fra Alka positivt, hvor Tryg fortsat leverer snorlige indfrielse af målsætningen om synergier på samlet 300 mio. kr. Investeringsresultatet lander på samlet 481 mio. kr., hvilket er 1% over vores estimat (-7% ift. markedsforventningerne). Driftsresultatet fra RSA indregnes aktuelt i investeringsresultatet og er derfor blandet sammen med Trygs underliggende investeringsafkast fra den frie portefølje. Her skuffer Tryg en smule, med et lidt lavere resultat fra den frie portefølje end forventet. Til gengæld – og meget vigtigere – overrasker RSAs driftsresultat positivt i kvartalet med et resultat efter skat på 457 mio. kr., hvilket overstiger vores estimat på 400 mio. kr. Nettoresultatet på 1.037 mio. kr. lander bedre end ventet, drevet af både et højere forsikringsteknisk resultat, men også af færre restruktureringsomkostninger end forventet. Tryg udlodder et kvartalsvist udbytte på 1,07 kr. pr. aktie – helt i tråd med forventningerne (ex-udbytte dato: 13.10.21).

### Præmienvæksten er stærk i kvartalet og ser ud til at fortsætte i kommende kvartaler

Præmieindtægterne vokser 7,2% ift. samme periode sidste år. I lokal valuta er væksten på flotte 5,9%, drevet primært af et fortsat sundt momentum i 'Privat' og 'Erhverv'. I 'Privat' hæmmes væksten af høje bonus og præmierabatter, drevet af fortsat høj profitabilitet hos Trygs partnere – underliggende er væksten på imponerende 8,9% i 'Privat DK'. Væksten i 'Privat' drives frem af gunstige partneraftaler, stærkt krydssalg og bedre kundefastholdelse. I 'Erhverv' er væksten også stærk med en fremgang på 6,2%, drevet af nye prisstigninger i Norge og god kundetilgang. I 'Industri' modsvares relativt store prisjusteringer af en mindre kundeportefølje, og salget falder derfor en smule tilbage med -0,7% i kvartalet. Vi forventer, at den bredt funderet vækst vil fortsætte i de kommende kvartaler, og potentielt komme mere til syne, i takt med at bonus og præmierabatterne falder lidt fra de aktuelt høje niveauer.

### Pæne regnskabstal fra RSA

Præmienvæksten i både Trygg-Hansa og Codan Norge er tiltaget fra de seneste kvartaler og stiger nu 5% ift. sidste år. Vi noterer os samtidig, at det forsikringstekniske resultat i Trygg-Hansa og Codan Norway lander på fine 519 mio. kr. i 3. kvartal 2021. Dette er til trods for relativt store vejrskader i kvartalet, som delvist bliver kompenseres af færre storskader i Codan Norge. Underliggende er profitabiliteten stabil og på et højt niveau, hvilket er positivt.

### Skadesinflationen er intensiveret, men Tryg har styr på situationen

Tryg anerkender stigende skadesinflation – særligt i byggeri – men Tryg forventer, at flere års investeringer i skadesindkøb og stærke leverandøraftaler kombineret med prisstigninger vil holde skadesinflationen på afstand. Vi forventer desuden, at store forsikringsselskaber står væsentlig stærkere end de mindre, hvilket kan give Tryg en konkurrencemæssig fordel. Vi ser også potentiale for, at prisstigningerne ikke falder tilbage i samme tempo som de aktuelt ekstraordinært høje råvarepriser, hvilket kan styrke indtjeningen en smule på sigt.

### Vi ser potentiale i flot drift og stærk modstandsdygtighed

Vi betragter ikke Tryg som decideret billigt prisfastsat, men Tryg osrer af kvalitet og på kort sigt vil fortsat solid præmienvækst bidrage positivt til indtjeningen. Endvidere ser vi ikke markedet indregne potentialet fra overtagelsen af RSA, som i vores optik, vil styrke Trygs evne til også i fremtiden at levere stærk værdi til aktionærerne. Tryg er samtidig ikke negativt eksponeret mod truslen om stigende renter og udviser også stærk modstandsdygtighed overfor stigende råvarepriser. Vi fastholder vores Købsanbefaling.

## Kursudvikling, resultater og Sydbanks forventninger

Mio. DKK	3K 2020	3K 2021	2020	2021E	2022E
Bruttonærmieindtægter	5719	6133	22653	24239	32586
Teknisk resultat	981	988	3487	3735	5750
Ordinært resultat før skat	1151	1202	3533	3547	4651
Nettoresultat	931	1037	2765	2661	3628
Combined ratio (%)	82,7%	83,8%	84,5%	84,5%	82,3%
Egenkap. forrentning	-	-	22,7%	8,9%	7,9%
EPS - udvandet	3,1	1,6	9,2	4,1	5,7
P/E	-	-	21,8	35,7	25,5
Indre værdi	-	-	40,6	73,1	68,5
K/I	-	-	4,9	2,0	2,1
Yield	-	-	3,5%	3,0%	4,1%

Note: Combined ratio = Erstatningsprocent + omkostningsprocent + genforsikringsprocent.

Markedsværdi :	94,9 mia. kr.	Likviditet :	Høj
Regnskabsår :	01.01 - 31.12	Fondskode :	6001327
Seneste udbytte :	1,07 DKK/aktie	Reuterkode :	TRYG.CO



## Forretningsområde

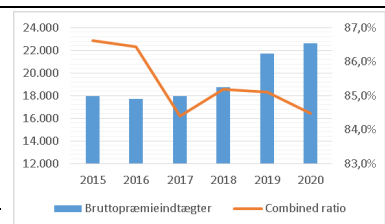
Tryg er etableret i 2002, da Tryg i Danmark købte Nordeas skadesforsikringsdel. Selskabet er børsnoteret i 2005 og har Tryghedsgruppen som største aktionær med 60% ejerandel. Tryg er den største udbyder af skadesforsikringsprodukter i Danmark med en markedsandel på ca. 22%, 17% i Sverige og 16% i Norge. Selskabet udbyder skadesforsikringsprodukter til såvel private som erhvervs- og industrivirksomheder.

## Risici

Tryg's primære risiko er de vejrmæssige forhold, da vejret har stor betydning for antallet af skader. En kraftig storm vil således have en negativ effekt på nettoresultatet. Tryg er eksponeret mod de finansielle markeder via den "Fri Investeringsportefølje", som er sammensat af aktier, ejendomme og obligationer.

## Middel

## Omsætning & CR 15' - 20'



USD-følsomhed: Ingen  
Rentedækning: -

## Valuta-eksponering målt ved omsætningsfordeling

Danmark: 55,0%      Norge: 35,0%      Sverige: 10,0%

## Simpel K/I-ROE model - til illustration af kursforventninger

	Lavvækstscenario	Aktuel kurs	Højvækstscenario	
Fair aktiekurs	<b>117,7</b>	<b>146,3</b>	<b>192,5</b>	Simpel K/I-ROE model til værdiansættelse. <b>IKKE KURSMÅL</b>
Egenkapitalforrentning (ROE)	9,5%	10,5%	11,6%	Hvilken egenkapitalforrentning afspejler kursen
Vækst	1,0%	2,0%	3,0%	Sydbanks aktuelle vækstforventning (i aktuel-kurs scenario)
Egenkapitalomkostning	6,2%	6,2%	6,2%	Sydbanks aktuelle estimat for aktieejernes afkastkrav
Kurspotentiale	-19,5%	-	31,6%	

## Konkurrenceparametre

Gen. score: 3,6

## Selskabets forventninger

### Leverandører

3  
Medarbejderne er en vigtig "råvare". Tryg har en begrænset forhandlingsstyrke i relation til genforsikringselskaber pga. størrelsen sammenlignet med internationale selskaber.

### Substitut

5  
Der er ingen velegnede substitutter til forsikring. Alternativet er fravalg.

### Indgangsbarrierer

3  
Begrænsede indgangsbarrierer. Etablering kræver investeringer i distribution, markedsføring, opbygning af kundebase samt datagrundlag for at kunne risikovurdere kunderne.

### Kunder

3  
Kunderne har en relativ lav forhandlingsstyrke - men kan ret let skifte selskab. Produkterne er i nogen udstrækning standardiserede.

### Intensitet

4  
Middel konkurrence inden for forsikring i Danmark. De 5 største selskaber sidder på 70% af markedet. En konsolidering blandt de større selskaber er ikke oplagt.

Scoringintervallet er på 1-5. En høj score er ensbetydende med en stærk position.

Prognose for 2021:

"Forsikr. teknisk resultat på 3,5-3,8 mia. kr."

## Ændring i indtjening pr. aktie

DKK	Før	Nu	Ændring
2021E	3,7	4,1	10,8%
2022E	5,7	5,7	0,0%

## Relativ performance (OMX)

1M	3M	12M
1,3%	-6,8%	-21,3%

# Tryg - OVERBLIK

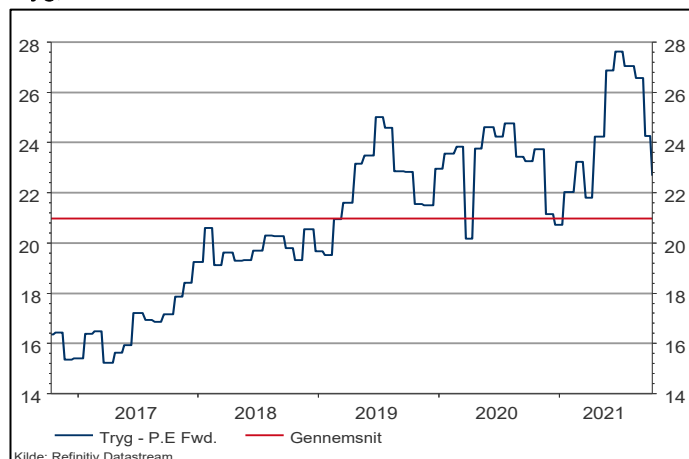
Hvad kan flytte Tryg-aktien?

Kurstriggere	Kurstrykkere
Overraskelser ved offentliggørelse af ny 3-årsplan	Problematisk integration af RSA
Vedvarende forbedring af det underliggende skadesforløb	Omfattende storskader hos virksomheder
Succesfuld integration af RSA	Straf fra forbrugerombudsmanden
Få storme og/eller stærke investeringsafkast	Storme og mere ekstremt vejr

Anm.: Listen er ikke udtømmende. (Mange) andre forhold end de angivne kan betyde, at aktien stiger/falder.

## Prisfastsættelse

Tryg, P/E fwd.



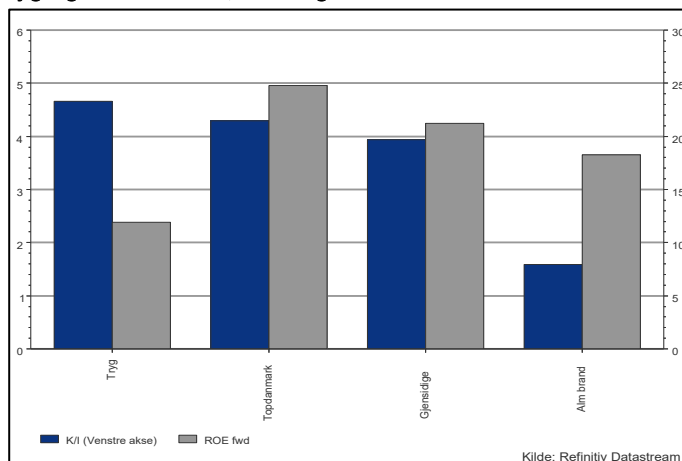
Tryg, K/I



Tryg, ROE fwd



Tryg og konkurrenter, ROE og K/I fwd.



## Almindelige oplysninger om udarbejdelse af analyser i Sydbank

Denne analyse er udarbejdet af Sydbanks aktieanalyseafdeling, som er en del af Sydbanks kapitalforvaltning, en forretningsenhed i Sydbank. Sydbank har udarbejdet procedurer, der skal forebygge og forhindre interessekonflikter og sikre, at de udarbejdede analyser har en høj standard og er baseret på objektiv og uafhængig analyse. Disse procedurer er indarbejdet i forretningsgangene, der omfatter aktieanalyseaktiviteterne i Sydbank.

## Finansielle modeller og metoder anvendt i denne analyse

De anbefalinger og holdninger, der udtrykkes i denne analyse er dannet på basis af en kombination af Discounted Cash Flow-analyse, branchekendskab, peer-group multipel analyse samt selskabsspecifikke og markedstekniske elementer (begivenheder der påvirker både selskabets finansielle og driftsmæssige profil). Analysens omsætnings- og indtjeningsestimater (markeret med E efter det angivne årstal) er baseret på segmenterede modeller under anvendelse af subjektive vurderinger af relevante fremtidige markedstendenser og konjunkturforventninger. De heraf fremkomne resultater er samlet i en værdiansættelsesmodel, som også tager højde for den seneste udvikling i historiske rapporter. Endvidere tages der blandt andet højde for selskabets egne samt konkurrerende selskabers forventninger. Analysen er udarbejdet på grundlag af information fra kilder, som Sydbank finder troværdige. Primære kilder: Tryg, Topdanmark, Gjensidige, ForsikringogPension.dk og Alm. Brand

## Risikovurdering og følsomhed

En vurdering af de væsentligste risikoforhold og en kategorisering af risikoen (lav, middel eller høj) i forbindelse med anbefalingerne og holdningerne til denne analyse, herunder en følsomhedsanalyse, er givet i den senest udsendte AktieAnalyse på dette selskab, der kan findes på <http://www.sydbank.dk/investorplus>. Heraf fremgår ligeledes en vurdering af selskabets konkurrenceposition, som scores på en skala fra 1 til 5, hvor en høj score er ensbetydende med en stærk konkurrenceposition. De anførte risikofaktorer og følsomhedsanalysen kan dog ikke anses for at være udtømmende.

## Valutakursrisiko

Såfremt aktiekursen er noteret i en anden valuta end danske kroner kan valutakursudsving påføre investorer tab eller gevinst.

**Interessekonflikter.** Denne investeringsanalyse har ikke været forelagt det omhandlede selskab forud for analysens offentliggørelse.

## Planlagte opdateringer af analysen

Denne analyse planlægges opdateret kvartalsvist.

## Anbefalingsstruktur

Sydbank har aktuelt investeringsanbefalinger på 27 selskaber. Fordelingen af anbefalinger fremgår nedenfor under "Fordeling af anbefalinger". Betydningen af anbefalingerne på selskabsniveau fremgår nedenfor under kursudvikling.

## På selskabsniveau:

Anbefaling	Kursudvikling	Tidshorison	Fordeling af anbefalinger
Køb	Bedre end gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	51,9%
Hold	På linje med gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	33,3%
Sælg	Dårligere end gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	14,8%

Vi opdeler virksomhederne i to kategorier - cykliske og defensive aktier. Køb betyder således, at vi forventer, at aktien vil klare sig relativt bedre end de øvrige selskaber i kategorien. Hold betyder, at vi forventer, at aktien vil klare sig på linje med de øvrige selskaber i kategorien. Endelig betyder sælg, at vi forventer, at aktien vil klare sig dårligere end de øvrige aktier i kategorien. Eventuelle ændringer i anbefalingen i forhold til den seneste anbefaling på selskabet fremgår af denne analyse.

## Anbefalingsoversigt:

	Køb	Hold	Sælg
<b>Cykliske aktier</b>	Danske Bank DSV Panalpina FLSmidth Nordea Pandora Vestas	A. P. Møller Mærsk Jyske Bank Rockwool SAS SimCorp	
<b>Defensive aktier</b>	ALK-Abelló Bavarian Nordic Carlsberg Genmab GN Store Nord Novo Nordisk Tryg Ørsted	Ambu Coloplast Demant ISS	Chr. Hansen H. Lundbeck Novozymes Topdanmark

For en uddybning af alle anbefalinger samt en historisk anbefalingsoversigt for selskaberne henviser vi til [www.sydbank.dk/investorplus](http://www.sydbank.dk/investorplus).

Denne investeringsanalyse udgør ikke en personlig anbefaling (investeringsrådgivning) i forbindelse med finansielle instrumenter.

Anbefalinger i analysen er udtryk for Sydbanks generelle holdning, og kan ikke alene danne grundlag for investeringsbeslutninger. Ved konkrete investeringstiltag anbefaler Sydbank altid, at der søges særskilt, individuel rådgivning. Investering er forbundet med risikoen for økonomisk tab. Historiske afkast, kursudvikling eller prognoser for fremtiden kan ikke anvendes som pålidelig indikator for fremtidige afkast og kursudvikling. Et afkast og/eller en kursudvikling som beskrevet i dette materiale kan blive negativ. Hvor oplysningerne er baseret på bruttoafkast, vil gebyrer, provisioner og andre omkostninger kunne medføre, at afkastet bliver lavere end anført i materialet. Hvor materialet oplyser om den skattemæssige behandling af en disposition, er det med forbehold for, at den skattemæssige behandling altid afhænger af den enkelte kundes individuelle situation og at reglerne i øvrigt kan ændre sig fremover.

I analysen nævnes aktier, som har risikomærkningen gul. Risikomærkningen gul betyder, at når der investeres i aktier, er der risiko for, at det investerede beløb kan tabes helt eller delvist. Produkttypen er typisk ikke vanskelig at gennemskue.

Sydbank fraskriver sig ethvert ansvar for tab, der måtte have direkte eller indirekte sammenhæng med dispositioner, der er foretaget alene på baggrund af anbefalinger i analysen. Analysen er udarbejdet på grundlag af informationer fra kilder, som Sydbank finder troværdige. Sydbank påtager sig dog intet ansvar for mangler, herunder eventuelle fejl i kilder, trykfejl eller beregningsfejl, samt efterfølgende ændrede forudsætninger. Analysen må ikke uden bankens udtrykkelige samtykke offentliggøres eller distribueres videre. Banken eller dens ansatte kan besidde finansielle instrumenter omhandlet i analysen. Mikkel Emil Jensen ejer ikke aktier i Tryg.

Sydbank A/S, Peberlyk 4, DK-6200 Aabenraa, CVR-nr. DK 12626509 er under tilsyn af Finanstilsynet, Århusgade 110, DK-2100 København Ø.