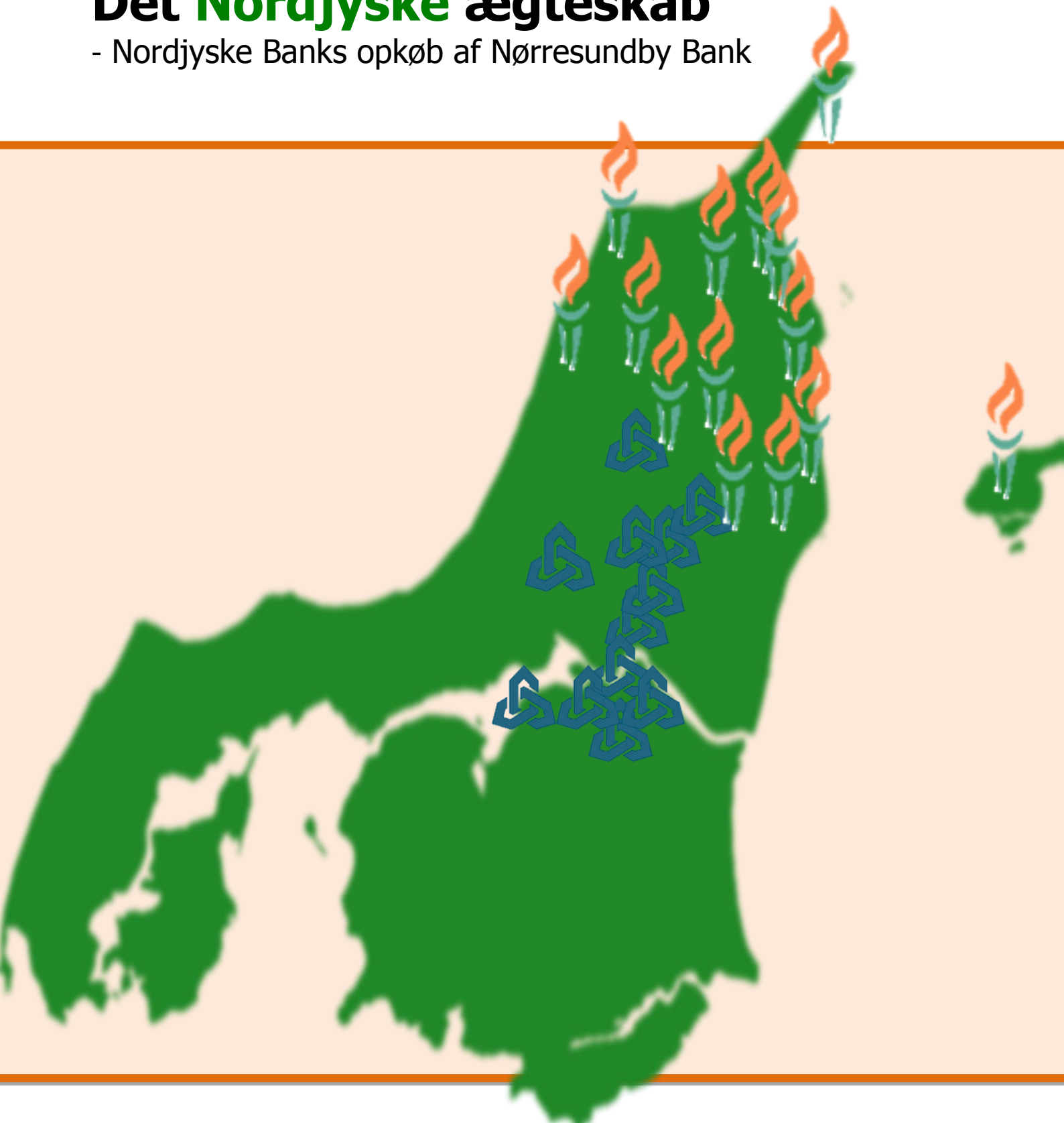


Det Nordjyske ægteskab

- Nordjyske Banks opkøb af Nørresundby Bank



Vejleder: Christian Farø
Specialeafhandling 30. April 2015
HD Finansiell Rådgivning

Kennet Hansen: **20137615**
Thomas Frost: **20137599**
Nanna Thørring Vestergaard: **20137624**

Indholdsfortegnelse

Executive summary	3
1. Indledning.....	5
1.1. Problemformulering	6
1.2. Afgrænsning	7
1.3. Metode	8
2. Præsentation af pengeinstitutterne.....	10
2.1. Nordjyske Bank.....	10
2.2. Nørresundby Bank.....	12
3. Strategiske overvejelser i forbindelse med opkøbet.....	13
4. Regnskabsanalyse.....	14
4.1. Indtægter.....	14
4.2. Delkonklusion	22
4.3. Udgifter.....	23
4.4. Delkonklusion	36
5. Organisationsanalyse.....	38
5.1. Organisationen i Nordjyske Bank og Nørresundby Bank	38
5.2. Delkonklusion	43
6. Kulturanalyse af Nordjyske Bank og Nørresundby Bank	43
6.1. Nordjyske Bank.....	43
6.2. Nørresundby Bank.....	43
6.3. Delkonklusion	47
7. Interessentanalyse.....	48
7.1. Ansatte	49
7.2. Medier	51
7.3. Ledelsen.....	52
7.4. Ejere/aktionærer	56
7.5. Kunder	57
7.6. Myndigheder	58
7.7. Delkonklusion	61
8. Nordjyske Bank anno 2015	62
8.1. Begrundelse for opkøbet.....	62
8.2. Aktieanalyse	63

8.3. Performance for den nye Nordjyske Bank	65
8.4. Branchefordeling	69
8.5. Delkonklusion	70
9. Værdiansættelse af pengeinstitutterne	71
9.1. Generelt om værdiansættelse af virksomheder	71
9.2. Modifieret DCF-model	74
9.3. Budgettering	76
9.4. Værdiansættelse af Nørresundby Bank	76
9.5. Værdiansættelse af Nordjyske Bank	95
9.6. Den nye Nordjyske Bank efter opkøbet	97
9.7. Delkonklusion på værdiansættelsen	98
10. Værdiansættelse ud fra multipler	99
10.1. P/E (Price/Earnings)	99
10.2. Kurs/Indre værdi (K/I)	101
10.3. Delkonklusion på værdiansættelse ved multipler	103
11. Konklusion	104
11. Litteraturliste	106
Bilag	113

Executive summary

This paper is based on the acquisition of Nørresundby Bank by Nordjyske Bank. Mergers and acquisitions have been used in many decades and the financial sector in Denmark has been no exception. The number of banks in Denmark has decreased significantly, which is emphasized in the period from 2008-2013, where the number of banks went from 138 to 89, as a consequence of mergers, acquisitions and bankruptcies.

This paper seeks to investigate who will benefit from the acquisition of Nørresundby Bank; the shareholders, the stakeholders, or both?

The paper departs with a brief introduction of the two involved banks; Nordjyske Bank and Nørresundby Bank, which will be followed by a discussion of the strategic alternatives used by Nordjyske Bank in the acquisition. The discussion will deal with whether or not Nordjyske Bank could have gained more value by opening a branch in Aalborg or by a simple buyback of the stock capital.

Afterwards the financial performance of the two banks will be analysed individually and finally compared. This analysis will be based on the annual reports of the two banks from 2010-2014. To compare the two banks, the paper have used key performance indicators, such as; ROE, ICGR and WACC amongst others.

To evaluate the other aspects of the acquisition, an organizational, cultural and stakeholder analysis of the two banks were conducted. The organizational and cultural analyses aimed at determine which obstacles the acquisition could face, if any. The organizational analysis has been based on Mintzberg's types of organisations, and the cultural analysis on the internal values in Nordjyske Bank and Nørresundby Bank. The stakeholder analysis has been conducted to highlight the distribution of power prior to and after the acquisition was completed.

Furthermore the paper looks into how the key performance indicators could be after the acquisition and how the segmentation will be in 2015.

This is followed by a valuation of Nørresundby Bank, which has been conducted to determine whether or not Nordjyske Bank has paid a premium. The valuation is based on the DCF model. Due to the fact, that the DCF model is based on future values, the paper assumes these values and will thoroughly argue for these assumptions.

Overall, it was found that both stakeholders and shareholders benefit from the acquisition. It shows that both banks are performing very well on the key performance indicators and both banks are good, stable and consolidated banks.

The employees, the costumers and the board of directors are the three stakeholders, who benefit from the acquisition. Concerning the shareholders, a simple buyback of stock capital might have been equally good to the acquisition. The valuation shows that Nørresundby Bank's stock has been undervalued prior to the rumours of the acquisition and therefore the premium that Nordjyske Bank has paid for Nørresundby Bank is not as big as first assumed. As a consequence to the cost reduction that the acquisition will contribute to, the future valuation of Nordjyske Bank shows that the bank will be more valuable after the acquisition, than the two banks would be individually. Therefore the acquisition will also be valuable to the shareholders.

1. Indledning

Strategien bag opkøb, fusion eller sammenlægning er altid at opnå fordele som kan øge den fremtidige kvalitet eller økonomi i virksomheden. Fordele, der kan være svære at opnå på egen hånd for den enkelte virksomhed, eller hvor processen simpelthen er for langsom og dyr for virksomheden alene.

I den finansielle sektor er der de senere år set adskillige fusioner og opkøb, hvoraf nogle kan karakteriseres som frivillige, og andre mere eller mindre tvungne, for at sikre den fremtidige drift. En nyere og større fusion i den finansielle branche, var Jyske Banks opkøb af BRF kredit. Denne blev karakteriseret som frivillig, idet begge parter kunne opnå en stærkere fremtidig position på markedet ved at gå sammen. Et opkøb som til gengæld mere havde karakter af et tvangsægteskab, var Vestjysk Banks opkøb af Aarhus Lokalbanc. Dette opkøb blev primært foretaget, så man kunne forsætte driften, da begge pengeinstitutter (også) inden fusionen var meget udfordret på deres solvens.

Ser man generelt på udviklingen i antallet af danske pengeinstitutter, har disse også været markant faldende. Ved udgangen af 2008 var der 138 og i 2013 var der blot 89 tilbage¹. Dette fald skyldes et øget antal konkurser, men antallet har også været stærkt påvirket af de mange opkøb/fusioner i den finansielle sektor.

Et af de nyere opkøb i branchen er sket mellem Nordjyske Bank og Nørresundby Bank. Nordjyske Bank valgte at opkøbe Nørresundby Bank for en pris på ca. 2 mia. kr.² og betalte dermed en præmie for banken på næsten 800 mio. kr. Argumentet for denne betydelige præmie, begrundedes med fremtidige omkostningsbesparelser på 50 mio. kr..

Opkøbet er interessant, fordi der, ud over de to banker, var flere parter involveret i form af Spar Nord Bank og Jyske Bank. Spar Nord Bank afgav ligeledes købstilbud på Nørresundby Bank og Jyske Bank var en hjælpende partner for Nordjyske Bank, da de i forbindelse med købstilbuddet, stillede garanti for 6,16 mio. aktier, som Nordjyske Bank fik brug for i forbindelse med finansieringen af købstilbuddet.

¹ www.business.dk (1)

² Florentsen, Møller og Parum (2015)

Forhandlingerne imellem Nordjyske Bank og Nørresundby Bank startede tilbage i oktober 2014, og blev efterfølgende sat i bero, da Spar Nord Bank i november fremsendte et købstilbud på Nørresundby Bank. Nørresundby Bank var imidlertid ikke været interesseret i at fusionere med Spar Nord Bank, da man ønskede at finde en livsvarig partner, fremfor at indgå et tvangsægteskab³.

Nordjyske Bank og Nørresundby Bank var tilsyneladende mere på bølgelængde, hvilket begrundedes med, at man imellem de to banker kunne blive enige om det fortsættende navn og fordeling af ledelsesposterne. Nordjyske Bank fremsendte derfor i december 2014 et købstilbud, som enstemmigt blev anbefalet af Nørresundby Bank. Nordjyske Bank indkaldte i den forbindelse til en ekstraordinær generalforsamling, hvor hovedformålet var en vedtægtsændring, som gjorde det muligt at arbejde videre med det afsendte tilbud. Den 24. februar 2015 var fusionen en realitet⁴.

Men giver det mening at betale en præmie på næsten 800 mio. kr., for at opnå en årlig besparelse på 50 mio. kr.? Og er det reelt aktionærernes interesser, man varetager, eller bunder opkøbet mere i, at man for enhver pris ønsker at bevare en lokal forankret bank i Nordjylland?

Umiddelbart synes der ikke at være noget entydigt svar, hvorfor vi finder det interessant at undersøge, hvad bevæggrundene har været, og hvem der rent faktisk profiterer af opkøbet. Og da Nordjyske Bank er ejet af sine aktionærer, er det særdeles relevant at se på, hvad de betaler for fusionen, og hvad de opnår. For hvis ikke aktionærerne opnår værdi af fusionen, hvem gør så, og hvem bør man som bank tilgodese?

1.1. Problemformulering

Skaber Nordjyske Banks opkøb af Nørresundby Bank værdi for Nordjyske Banks interessenter set fra henholdsvis et stakeholder og shareholder perspektiv.

- Fra et shareholder perspektiv menes, hvorvidt opkøbet skaber værdi i form af bedre performance.
- Fra et stakeholder perspektiv menes, hvorvidt opkøbet er i overensstemmelse med Nordjyske Banks værdier og fremtidig strategi.

³ Video: Formandens beretning d. 13. januar 2015, tid 17:48 min.

⁴ www.finans.borsen.dk (1)

1.2. Afgrænsning

I opgaven vil vi ikke gennemgå de enkelte faser i forbindelse med et opkøb, og vi afgrænser os fra en analyse af selve gennemførslen af opkøbet i praksis. Ligeledes vil vi ikke analysere de risici, der er forbundet med implementeringen af opkøbet. Disse overvejelser antages at være gået forud, og da opkøbet nu er en realitet, synes disse overvejelser ikke at være relevante at vurdere i forhold til vores analyse.

I værdiansættelsen af pengeinstitutterne vil vi benytte en modificeret DCF-model⁵, der tager højde for de specielle forhold, der er gældende for pengeinstitutter. Vi vil kort forklare teorien og forudsætningerne for valget af modellen, men fokus vil primært være, at forklare og redegøre for de estimerede værdier, der benyttes i forbindelse med værdiansættelsen. Estimeringen af værdierne er baseret på ultimo værdier i regnskabsårene hentet fra pengeinstitutternes årsregnskaber. Vi tager således ikke højde for gennemsnitsværdier. Ligeledes foretager vi en række simplificeringer i forbindelse med estimeringen af fremtidige indtægter og udgifter i budgetteringsperioden. Dette er valgt for overskuelighedens skyld og vurderes ikke at påvirke værdiansættelsen og konklusionerne væsentligt.

I afsnittet omkring Nordjyske Bank anno 2015 vil vi afgrænse os fra Jyske Banks rolle i forbindelse med opkøbet, herunder eventuelle overvejelser og begrundelser for, hvorfor de ønsker at stille en garanti i forhold til aktieudvidelsen, samt hvad Jyske Banks eventuelle udbytte måtte være.

I samme afsnit vil vi også afgrænse os fra at lave en helt ny regnskabsanalyse for Nordjyske Bank efter opkøbet. Der vil for overskuelighedens skyld udelukkende blive taget udgangspunkt i de nøgletal, som vi mener, er relevante for at kunne give et retvisende billede af det nye pengeinstitut.

Nationalbanken har fredag den 20. marts 2015 valgt at ændre foliorammen for de større danske pengeinstitutter fra samlet 37.000 mio. kr. til 145.000 mio. kr. hvilket betyder, at pengeinstitutterne fremover kan have et større beløb stående på deres anfordringskonto i nationalbanken, i stedet for at købe indskudsbeviser til -0,75 %⁶. Det antages at hverken Nørresundby Bank eller Nordjyske Bank falder ind under kategorien større banker, hvorfor

⁵ Koller, Goedhart & Wessels (2010), side 745

⁶ www.finanswatch.dk (1)

der i opgaven ikke tages højde for denne ændring af foliorammen, ligesom den ikke vil blive gennemgået yderligere.

Da opgaven gennemføres sideløbende med fuldtidsarbejde, vil ressourceforbruget være begrænset. Vi får således ikke tildelt flere ressourcer eller nedsat tid på arbejdet, i den tid vi skriver opgaven. Vores tid til bearbejdning af data er således begrænset, hvorfor informationerne, som ligger til grund for opgaven, udelukkende er offentlige tilgængelige informationer. Vi vil således ikke tage direkte kontakt til de pågældende banker, ligesom vi afholder os fra at gennemføre spørgeskema- og interviewundersøgelser.

1.3. Metode

Opgaven vil indledningsvis starte med en kort præsentation af de to involverede parter, Nordjyske Bank og Nørresundby Bank, hvor deres historie og værdier m.m. vil blive gennemgået. Denne gennemgang efterfølges af en diskussion af strategiske overvejelser bag opkøbet. Dette er valgt for at danne grundlag for den videre opgave.

Efterfølgende vil der blive foretaget en regnskabsanalyse af begge pengeinstitutters resultater i perioden 2010 til 2014. Denne regnskabsanalyse vil hovedsagligt bygge på informationer fra de respektive parter årsrapporter, suppleret med teori fra lærebøger og videnskabelige kilder samt tilgængelig information fra relevante nyhedsmedier. For overskuelighedens skyld deles regnskabsanalysen op i hhv. indtægter og udgifter. I afsnittet vedr. indtægterne vil følgende blive gennemgået, kommenteret og beregnet; årets resultat efter skat, nettorente- og gebyrindtægter, dækningsbidrag på udlån og ROE samt ICGR. I afsnittet vedr. udgifterne vil vi komme ind på følgende; WACC, dækningsbidrag på indlån, nedskrivninger, branchefordeling, udviklingen i medarbejdere herunder også resultat pr. medarbejder og indtjening pr. omkostningskrone.

Det næste afsnit vil tage udgangspunkt i organisationernes bløde værdier og vil fokusere på organisationernes opbygning inden opkøbet, kulturen i organisationerne og en interessentanalyse af disse. Afsnittet vil starte med en analyse af organisationsformen i henholdsvis Nordjyske Bank og Nørresundby Bank. Denne analyse sker ud fra Mintzbergs

organisationsformer⁷ og laves for at vurdere, hvorvidt der ved opkøbet opstår udfordringer, såfremt organisationerne arbejder under forskellige former. Herefter vil vi, ligeledes ud fra Mintzbergs organisationsformer, diskutere hvilken organisationsform, der fremadrettet kan være fordelagtig for Nordjyske Bank at bygge den nye organisation op omkring.

Hernæst vil vi lave en kulturanalyse af Nordjyske Bank og Nørresundby Bank ud fra bankernes værdier. Disse sammenlignes med Spar Nord Bank, da denne bank også har været involveret i opkøbet. Efter analysen vurderes, hvorvidt der er grobund for en fælles fremtidig strategi, og Spar Nord inddrages for at vurdere, hvorvidt enten Nordjyske Bank eller Nørresundby Bank kunne drage større fordel af en fusion med dem. Analysen suppleres med artikler og udtalelser fra Nordjyske Banks formand Hans Jørgen Kaptain.

Afslutningsvis i dette afsnit, vil vi lave en interessentanalyse af de to banker for at identificere, hvem der har haft indflydelse på opkøbet, og hvad deres baggrund for dette har været. Ligeledes laves analysen også for at vurdere, hvem der efter opkøbet har indflydelse på, om opkøbet bliver en succes eller ej. Interessentanalysen vil blive lavet ud fra Bakka og Fivelsdal (2010) og vil ligeledes være bygget op omkring videnskabelige artikler, artikler fra finanswatch og udtalelser fra Nordjyske Banks formand Hans Jørgen Kaptain.

Eftersom opkøbet er en realitet, vil det give mening at analysere opkøbets fordele og ulemper, og samtidig forholde os kritisk til de argumenter, der er givet forud for opkøbet. Til brug for dette afsnit vil der primært blive gjort brug af diverse fondsbørsmeddelelser fra Nordjyske Bank, Nørresundby Bank og Spar Nord, der alle tre har været en del af forløbet. Vi vil samtidig gøre brug af videnskabelige kilder til inspiration for afsnittet samt anvende tilgængelig information fra internettet til referencer. Afsnittet vil først omhandle begrundelsen for opkøbet, hvorefter vil vi foretage en aktieanalyse i forhold til kursudviklingen på Nordjyske Banks og Nørresundby Banks aktier. Vi vil også komme ind på en mindre performanceanalyse, hvor hovedtallene fra de tidligere årsopgørelser sammenholdes med den nye proforma-opgørelse for det nye pengeinstitut. I samme ombæring vil nøgletallene vedr. Gearing, WACC, ROE og Indtjening pr. aktie blive beregnet og kommenteret. Vi vil også her

⁷ Bakka og Fivelsdal (2010), side 90

komme med et alternativ til Nordjyske Bank i forhold til et opkøb, hvorefter afsnittet vil blive afsluttet med en gennemgang af branchefordelingen for udlån i det nye pengeinstitut.

I afsnittet omkring værdiansættelse af bankerne, vil denne blive foretaget med udgangspunkt i DCF-modellen som værdiansættelsesmetode. Da der er specielle forhold, som gør sig gældende for pengeinstitutterne, og som er relevante at tage højde for i en værdiansættelse, vil vi skulle foretage en række justeringer i forhold til den klassiske DCF-model. Disse specielle forhold vil blive belyst via videnskabelige artikler fra teoretikere, der har beskæftiget sig med netop værdiansættelse af pengeinstitutter. Til at beregne afkastkravet i værdiansættelsen, vil vi benytte CAPM-modellen⁸, og via Christensen & Pedersen (2009), samt referencer til artikler og kilder på internettet, vil vi redegøre for og analysere de valgte input i modellen.

I forbindelse med værdiansættelsen vil vi udførligt beskrive og argumentere for de valgte og estimerede værdier, således at værdiansættelsen vil fremstå detaljeret og velbegrundet. Vi vil starte med at lave en værdiansættelse af Nørresundby Bank, for derved at kunne vurdere, hvorvidt banken er over- eller undervurderet i forhold til den aktuelle aktiekurs, samt hvilken reel præmie Nordjyske Bank betaler for opkøbet.

Hernæst vil vi foretage selvsamme værdiansættelse, ud fra de samme præmisser, af Nordjyske Bank, for at kunne sammenholde de to værdiansættelser med hinanden.

Afslutningsvis vil vi foretage en værdiansættelse af Nordjyske Bank efter opkøbet, både med og uden omkostningsbesparelser på 50 mio. kr., for at kunne vurdere betydningen af disse på den samlede værdiansættelse. Herudover vil vi sammenholde den beregnede værdi af Nordjyske Bank efter opkøbet med værdiansættelserne af de to selvstændige pengeinstitutter, og derved kunne konkludere, om opkøbet tilfører en samlet merværdi for aktionærerne.

2. Præsentation af pengeinstitutterne

2.1. Nordjyske Bank

Nordjyske Bank er en relativ ny bank der opstod den 13. marts 2002⁹ som følge af, at Egnsbank Nord og Vendsyssel Bank valgte at gå sammen. Rødderne går dog helt tilbage til 1891, da Egnsbank Nord er et resultat af flere forskellige fusioner, herunder Frederikshavns

⁸ Christensen & Pedersen (2009), s. 203

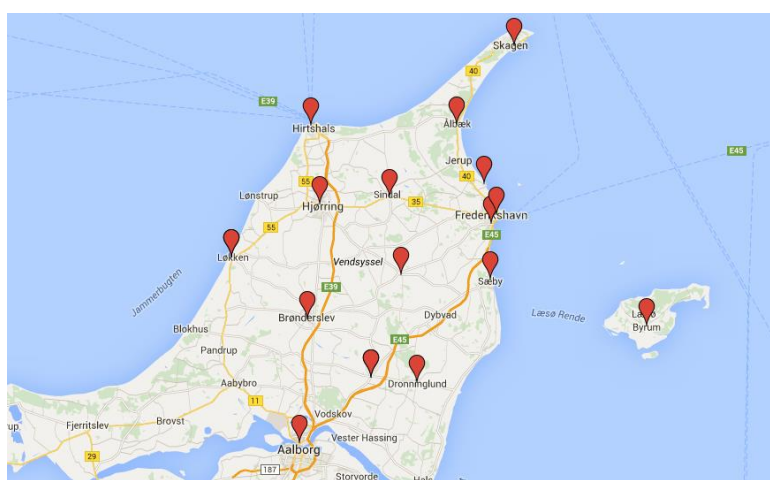
⁹ www.nordjyskebank.dk (1)

Bank, som blev etableret det pågældende år. Banken har i dag 17 filialer, som er bredt fordelt i Nordjylland med undtagelse af en enkelt filial på Læsø og en enkelt filial i København.

Der er 252 ansatte, der varetager ca. 61.000 kunder¹⁰. Hovedkontoret er beliggende i Frederikshavn. Banken er et aktieselskab med ca. 23.000 aktionærer og med en aktiekapital på ca. 77,2 mio. kr.¹¹ Nordjyske Bank har én enkelt storaktionær, Skagen Cementstøberi og Jens Jørgen Nielsen, der ejer 5,4 % af aktierne.

Nordjyske Bank efterlever følgende værdier¹²; Tillid, handlekraft og kompetence.

Figur 1: Placering af Nordjyske Banks filialer



Kilde: Google Maps¹³

Tabel 1: Uddrag af tal fra Nordjyske Banks årsrapport 2014

2014	
Balance	8.881 mio. kr.
Antal kunder	61.000 stk.
Udlån	5.553 mio. kr.
Egenkapital	1.421 mio. kr.

Kilde: Egen tilvirkning pba. Nordjyske Bank årsrapport 2014

¹⁰ Nordjyske Bank årsrapport 2014, side 9 og 10

¹¹ Nordjyske Bank årsrapport 2014, side 25

¹² www.nordjyskebank.dk (2)

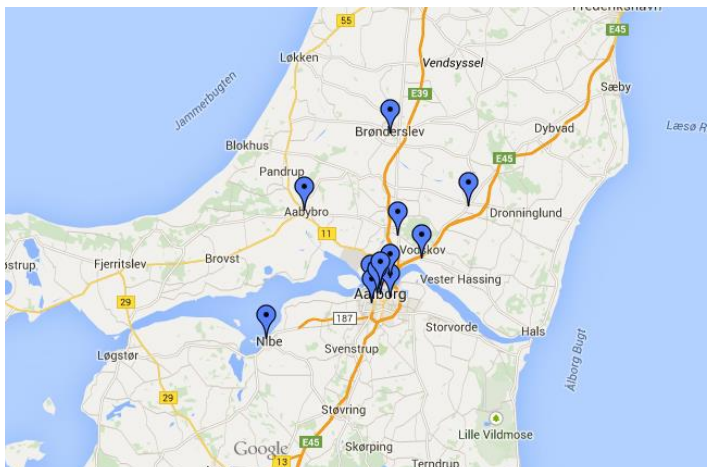
¹³ www.maps.google.com (1)

2.2. Nørresundby Bank

Nørresundby Bank, som man kender den i dag, fik sit navn tilbage i 1975, men opstod helt oprindeligt efter initiativ fra en gruppe borgere fra Nørresundby den 29. december 1897 under navnet Aktieselskabsbanken for Nørresundby og Omegn¹⁴. I dag er banken blandt de 20 største i landet og har i alt 13 filialer i Nordjylland, dog primært koncentreret i og omkring Aalborg, og 240 ansatte, der har ansvaret for ca. 65.000 kunder¹⁵. Hovedkontoret er beliggende i Nørresundby. Banken er et aktieselskab med ca. 24.000 aktionærer og en aktiekapital på ca. 46 mio. kr.¹⁶ 55 % af aktierne ejes af én storaktionær, Spar Nord, men til trods for størrelsen er indflydelsen begrænset som følge af Nørresundby Banks vedtægter om stemmeretsbegrænsning.

Nørresundby Bank efterlever følgende værdier; Frie, nære og ordentlige¹⁷.

Figur 2: Placering af Nørresundby Banks filialer



Kilde: Google Maps¹⁸

Tabel 2: Uddrag af tal fra Nørresundby Banks årsrapport 2014

2014	
Balance	9.278 mio. kr.
Antal kunder	65.000 stk.
Udlån	5.279 mio. kr.
Egenkapital	1.556 mio. kr.

Kilde: Egen tilvirkning pba. Nørresundby Banks årsrapport 2014

¹⁴ www.nrsbank.dk (1)

¹⁵ www.nrsbank.dk (2)

¹⁶ Nørresundby Bank årsrapport 2014, side 18

¹⁷ www.nrsbank.dk (3)

¹⁸ www.maps.google.com (2)

3. Strategiske overvejelser i forbindelse med opkøbet

I forbindelse med et opkøb bør man også overveje, hvilke alternativer der kunne være til et opkøb. Dette bør man naturligt gøre for at sikre, at et opkøb er det bedste alternativ under hensyntagen til den nuværende og forventede, fremtidige strategi.

Nordjyske Bank begrundet primært opkøbet af Nørresundby Bank med følgende argumenter:

- Besparelse på 50 mio. kr., herunder en højere egenkapitalforrentning og indtjening pr. aktie
- Begge pengeinstitutter vil gå fra et gruppe 3 pengeinstitut til et gruppe 2 pengeinstitut¹⁹
- Det nye pengeinstitut vil have mulighed for at betjene større kunder
- Solvenskravet går ned

Disse vil blive uddybet i afsnit 8. ”Nordjyske Bank anno 2015”.

Af de strategiske overvejelser, vil vi kort berøre nedenstående to:

- Højere indtjening pr. aktie
- Åbning af filial i Aalborg

En højere indtjening pr. aktie kan også opnås ved at tilbagekøbe en del af aktiekapitalen.

Beregninger heraf ses i afsnit 8. ”Nordjyske Bank anno 2015”, hvor dette ligeledes uddybes. I forhold til opkøbet kan man i korte træk sige, at et tilbagekøb af aktiekapital vil være billigere for banken, og man får ikke en lige så høj gearing som ved opkøb.

Hans Jørgen Kaptain har berettet, at man har et ønske om få en større andel af kunder i Aalborg²⁰. Nørresundby Bank har en stor del af deres kunder koncentreret i og omkring Aalborg, så bl.a. derfor vil opkøbet være en god ide. Alternativet skulle være, at Nordjyske Bank selv åbnede en filial i Aalborg, hvilket ikke skønnes fornuftigt da det til sammenligning har været meget dyrt at åbne en filial i København, og at det først er nu, 25 år efter, at filialen giver overskud.

¹⁹ Bilag 11

²⁰ Video: Formandens beretning d. 13. januar 2015, tid 5:21 min

Det er dog ikke ubetinget, at man kan bruge København som målestok for, hvad det vil koste at åbne en filial i Aalborg. En gennemsnitlig pris for en erhvervsjendom i Region Hovedstaden ligger på 35,8 mio. kr.²¹ og til sammenligning er en gennemsnitlig pris for en erhvervsjendom i Region Nordjylland på 3,7 mio. kr.²² Der er altså tale om markante forskelle, som vil påvirke omkostningerne i forbindelse med åbningen af en filial.

Derudover beretter Hans Jørgen Kaptain, at formålet med at åbne en filial i København og forventeligt senere hen i Aarhus er, at man således kan betjene de unge kunder, som flytter fra Nordjylland til disse byer. Derfor er der tale om to meget forskellige kundegrundlag i hhv. København og Aalborg, og dermed også vidt forskellige indtjeningsgrundlag.

Man må antage, at det fra ledelsens side er vurderet, at et opkøb af Nordjyske Bank vil give mere værdi og sikre den fremtidige strategi på bedre vis, end hvis man på egen hånd valgte at åbne filialer i og omkring Aalborg.

4. Regnskabsanalyse

Nordjyske Bank har som tidligere nævnt betalt en overpris svarende til ca. 800 mio. kr. for Nørresundby Bank. Det er derfor interessant at undersøge, hvorfor de var villige til at betale en så markant præmie for et pengeinstitut af nogenlunde samme størrelse som dem selv. En af måderne til at belyse dette, er ved at lave en regnskabsanalyse, og se på, hvordan de to pengeinstitutter hver især har performet historisk. Der bliver i nedenstående analyse taget udgangspunkt i begge pengeinstitutters indtægter og udgifter i perioden 2010-2014 for at kunne give et retvisende billede. Enkelte steder vil der blive lavet konsekvensberegninger, der tager udgangspunkt i tal og satser for 2015.

4.1. Indtægter

For enhver virksomhed er indtjening en altafgørende parameter for at kunne overleve i markedet. Evnen til at skabe indtjeningen er samtidig det, som analytikerne og markedet baserer deres fremtidige estimater på, og er der et mismatch imellem disse, kan dette have både positiv som negativ påvirkning på aktiekursen²³.

²¹ www.statistikbanken.dk (1)

²² www.statistikbanken.dk (2)

²³ www.invested.dk

Nedenfor vil forskellige nøgletal for Nordjyske Bank og Nørresundby Banks indtjening blive analyseret.

4.1.1. Resultat efter skat

Dette nøgletal er et udtryk for, om en virksomhed har haft et positivt eller negativt regnskabsår, da nøgletallet tager højde for alle indtægter og udgifter. Observering af resultater efter skat er derfor en hurtig og let måde at danne sig et overblik over, om virksomheden tjener penge og generer overskud. Set fra aktionærernes synspunkt er det også vigtigt, at overskuddet gentager sig år efter år, da dette gerne skulle føre til en stigende aktiekurs og dermed give aktionærerne et afkast af de midler, de har investeret i virksomheden. Nedenfor ses en tabel over Nordjyske Banks og Nørresundby Banks resultat efter skat:

Tabel 3: Resultat efter skat

Tal i mio. kr.	2010	2011	2012	2013	2014
Nordjyske Bank	92,9	50,5	61	52,9	88,1
Nørresundby Bank	59,1	40,8	73	89,3	139,7

Kilde: Egen tilvirkning pba. Årsrapporter 2014

Af ovenstående tabel fremgår det, at ingen af pengeinstitutterne har genereret negative resultater i perioden fra 2010-2014 hvilket betyder, at de begge har formået at tjene penge år efter år. I 2010 ses det, at Nordjyske Bank tjente ca. 34 mio. kr. mere end Nørresundby Bank, og ca. 10 mio. kr. mere året efter i 2011. 2011 var samtidig det sidste år, hvor Nordjyske Bank formåede at tjene mere end Nørresundby Bank, der i 2012 overstiger Nordjyske Bank med ca. 12 mio. kr. og hele 51 mio. kr. i 2014. Det ses, at begge pengeinstitutter har oplevet en mindre tilbagegang i det positive resultat i 2011 i forhold til året før, og dette gentager sig for Nordjyske Banks vedkommende i 2013. For at finde frem til årsagerne til udsvingene i resultaterne, er det nødvendigt at analysere regnskaberne mere detaljeret.

4.1.2. Nettorente- og gebyrindtægter

Et resultat påvirkes, positivt som negativt, af virksomhedernes indtægter og udgifter. Den væsentligste indtægtskilde for et pengeinstitut er netto rente- og gebyrindtægter, som dækker over den merrente, der tjenes på udlånet, samt gebyrer for diverse fondshandler,

låneomlægninger m.m.²⁴. Nedenfor er opstillet en tabel over begge pengeinstitutters netto rente- og gebyrindtægter:

Tabel 4: Nettorente- og gebyrindtægter

Tal i mio. kr.	2010	2011	2012	2013	2014
Nordjyske Bank	463	473	484	482	499
Nørresundby Bank	420	421	424	423	432

Kilde: Egen tilvirkning pba. Årsrapporter 2014

Som det ses af ovenstående tabel, er der en tiltagende fremgang at spore for begge pengeinstitutter i hele perioden, dog med undtagelse af Nordjyske Bank, der oplever en lille tilbagegang i 2013 i forhold til 2012. Nordjyske Bank melder om det bedste resultat nogensinde i 2014²⁵, dette er til trods for at begge pengeinstitutter melder om udfordringer i forhold til udlån²⁶, usikkerheden om konjunkturudviklingen samt det meget lave renteniveau. Det bemærkes, at til trods for at Nørresundby Banks resultat efter skat overgik Nordjyske Banks i 2012 og fremadrettet, så formår Nordjyske Bank altså at tjene flere penge på netto rente- og gebyrindtægter i hele perioden. Det er derfor ikke Nørresundby Banks evne til at tjene penge, der får dem til at overgå Nordjyske Bank, målt på resultatet efter skat.

4.1.3. Dækningsbidrag på udlån

Eftersom begge pengeinstitutter melder om udfordringer med hensyn til udlån, er det væsentligt at undersøge dette nærmere. Måden hvorpå dette kan lade gøre, er ved at kigge på de renteindtægter, pengeinstitutterne får ind for deres udlån, og sammenholde renteindtægterne med det gennemsnitlige udlån henover året²⁷. Herefter kan forretningen af udlånet beregnes som det procentuelle forhold mellem disse, og hvis der korrigeres for pengemarkedsrenten²⁸ får man pengeinstitutternes udlånmarginal. Slutteligt kan udlånmarginalen ganges med årets gennemsnitlige udlån for derefter at finde dækningsbidraget på deres udlån. Nedenfor er opstillet tabeller for Nordjyske Bank og Nørresundby Bank:

²⁴ www.finanstilsynet.dk (1)

²⁵ Nordjyske Bank årsrapport 2014, side 4

²⁶ Nordjyske Bank årsrapport 2014, side 4 og Nørresundby Bank årsrapport 2014, side 16

²⁷ Raaballe, Jeppesen og Sahin (2014)

²⁸ www.nationalbanken.dk (1)

Tabel 5: Dækningsbidrag på udlån for Nordjyske Bank

Tal i mio. kr.	2010	2011	2012	2013	2014	Ændring i %
Renteindtægter fra udlån og andre tilgodehavender	431,7	444,1	423,4	395,9	371,5	-13,94 %
Årets gns. udlån	6.024	5.876	5.656	5.555	5.526	-8,27 %
Forrentning af udlån	7,16 %	7,55 %	7,48 %	7,12 %	6,72 %	-6,18 %
Pengemarkedsrente	1,3 %	1,325 %	0,98 %	0,265 %	-0,15 %	-111,54 %
Udlåns marginal	8,46 %	8,88 %	8,46 %	7,39 %	6,57 %	-22,36 %
Dækningsbidrag	510	522	478	410	363	-28,78 %

Kilde: Egen tilvirkning pba. Årsrapporter 2010-2014 samt Raaballe, Jeppesen og Sahin (2014). Bilag 1

Af ovenstående tabel ses udviklingen i de førnævnte nøgletal for Nordjyske Bank.

Renteindtægterne fra udlån og andre tilgodehavender falder fra 431 mio. kr. til 371 mio. kr. svarende til et fald på 13,94 %. En af årsagerne til dette er faldet i årets gennemsnitlige udlån fra 6.024 mio. kr. til 5.526 mio. kr. svarende til et fald på 8,27 %. Dette påvirker forrentningen af udlånet, der i alt falder med 6,18 %. Dette kombineret med et kraftigt fald i pengemarkedsrenten på hele 111,54 %, der samtidig på nuværende tidspunkt er negativ med minus 0,15 %, presser Nordjyske Banks udlåns marginal fra 8,88 %, hvor den var højest i 2011, og ned til 6,57 % i 2014. Faldende udlån og faldende udlåns marginal påvirker dermed Nordjyske Banks dækningsbidrag væsentligt der falder fra 510 mio. kr. i 2010 til 363 mio. kr. i 2014 svarende til en nedgang på 28,78 %.

Tabel 6: Dækningsbidrag på udlån for Nørresundby Bank

Tal i mio. kr.	2010	2011	2012	2013	2014	Ændring i %
Renteindtægter fra udlån og andre tilgodehavender	394	391	371	334	309	-21,37 %
Årets gns. udlån	6.022	5.928	5.508	5.391	5.396	-10,39 %
Forretning af udlån	6,54 %	6,60 %	6,74 %	6,20 %	5,74 %	-12,25 %
Pengemarkedsrente	1,3 %	1,32 %	0,98 %	0,26 %	-0,15 %	-111,54 %
Udlåns marginal	7,84 %	7,92 %	7,72 %	6,46 %	5,59 %	-28,70 %
Dækningsbidrag	472	470	425	348	301	-36,11 %

Kilde: Egen tilvirkning pba. Årsrapporter 2010-2014 samt Raaballe, Jeppesen og Sahin (2014). Bilag 1

I ovenstående tabel er foretaget samme beregninger som ved Nordjyske Bank, men billedet er ikke helt det samme. Nørresundby Banks renteindtægter falder, ligesom hos Nordjyske Bank, men med hele 21,37 %. Udlånet falder med 10,39 % til 5.396 mio. kr. i 2014, men der ses, til trods for dette, en mindre positiv stigning fra år 2013 til 2014 på ca. 5 mio. kr. Udviklingen i forrentningen af udlånet falder fra 6,54 % og ned til 5,74 % svarende til en nedgang på 12,25 %, hvor Nordjyske Bank kun oplevede et fald på 6,18 %. Nørresundby Bank er ligeledes ramt af det samme fald i pengemarkedsrenten, der presser udlånsmarginale ned med 28,70 % fra 7,84 % til 5,59 %. Et så kraftigt fald påvirker naturligvis dækningsbidraget væsentligt, og det ses da også, at dette falder fra 472 mio. kr. i 2010 og ned til 301 mio. kr. Et fald på 36,11 %, der således er 7,33 procentpoint højere end det, som Nordjyske Bank har oplevet.

4.1.4. ROE

Én ting er, at der tjenes penge til trods for at udlånsmarginale og dækningsbidrag er presset, en anden ting er, hvor godt et resultat reelt set er, hvis man fra investors synspunkt skal vurdere på alternative investeringer. Her kan nøgletallet ROE (Return On Equity) bruges, da dette viser pengeinstitutternes evne til at forrente egenkapitalen og dermed aktionærernes indskud. Formlen for ROE er vist nedenfor²⁹. Det bemærkes at ROE for pengeinstitutterne i gruppe 3 ikke er tilgængelig endnu, hvorfor tallet er beregnet som et procentuelt gennemsnit i det niveau som Nordjyske Bank og Nørresundby Bank har oplevet fra 2013 til 2014 på 2,51 % tillagt ROE for pengeinstitutter, gruppe 3 i 2013.³⁰

Formel 1 - ROE

$$\text{ROE} = \frac{\text{Resultat efter skat}}{\text{egenkapital}} * 100$$

Tabel 7: ROE

	2010	2011	2012	2013	2014	Gennemsnit i %
Nordjyske Bank	7,70 %	4,06 %	4,68 %	3,92 %	6,20 %	5,31 %
Nørresundby Bank	4,71 %	3,18 %	5,43 %	6,23 %	8,98 %	5,71 %
Pengeinstitutter, gruppe 3	-7,85 %	-2,15 %	-2,56 %	0,98 %	3,49 %	-1,61 %

Kilde: Egen tilvirkning pba. Årsrapporter 2010-2014 samt Finansrådet³¹. Bilag 2

²⁹ Egen tilvirkning pba. Gup og Kolari (2005), side 65

³⁰ $((3,92-6,20)+(6,23-8,98))/2 = 2,51+0,98 = 3,49 \%$

³¹ www.finansraadet.dk (1)

I tabel 7 ses, at både Nordjyske Bank og Nørresundby Bank skaber en positiv forrentning til sine aktionærer i hele perioden fra 2010-2014, med laveste resultat i 2013 på 3,92 %, for Nordjyske Banks vedkommende, og højeste resultat i 2014 på 8,98 % for Nørresundby Banks vedkommende. Resultaterne svinger meget, men i gennemsnit formår Nordjyske Bank at give et afkast på 5,31 % og Nørresundby Bank 5,71 %. De to pengeinstitutters afkast er således meget tæt på hinanden. Sammenlignes der med gruppe 3 pengeinstitutter ses, at de har præsteret negative resultater i perioden 2010-2012, og først et positivt resultat i 2013 på knap 1 %. Gennemsnittet for gruppe 3 ligger på -1,61 %. Aktionærerne i hhv. Nordjyske Bank og Nørresundby Bank må derfor alt andet lige være tilfredse, da de har fået forrentet deres indskud markant bedre, end pengeinstitutterne i gruppe 3 generelt.

4.1.5. ICGR

Som tidligere beskrevet er det vigtigt for et pengeinstitut at tjene penge, og en af måderne, hvorpå dette kan lade sig gøre, er bl.a. ved at vækste. Da det at vækste kan have betydning for solvensen for et pengeinstitut, er det vigtigt at vide, hvor meget pengeinstituttet kan vækste, uden at det går ud over solvensen. Til beregning af dette kan nøgletallet ICGR (Internal Capital Generation Rate) bruges, da dette fortæller, hvor meget et pengeinstitut procentuelt kan vækste ved egen hjælp, uden at det går ud over solvensen. ICGR er dermed også et vigtigt nøgletal for aktionærerne i Nordjyske Bank, da det alt andet lige må formodes, at disse ser samme eller bedre vækstpotentiale uden at den samlede risiko øges. ICGR udtrykkes med formlen nedenfor³²:

Formel 2 - ICGR

$$ICGR = \frac{\text{Aktiver}}{\text{Egenkapital}} * \frac{\text{Nettoresultat}}{\text{Aktiver}} * \frac{\text{Nettoresultat-Udbytte}}{\text{Nettoresultat}}$$

Som det ses af ligningen for ICGR indeholder denne tre led:

Det første led, som også bliver kaldt capital ratio³³, viser soliditeten i pengeinstituttet og dermed, hvor meget egenkapitalen udgør af de samlede balance. Jo højere soliditet, jo bedre er virksomheden rustet til at modstå tab.

³² Egen tilvirkning pba. Gup og Kolari (2005), side 365

³³ Gup og Kolari (2005), side 365

Det andet led, som også bliver kaldt ROA (Return On Assets)³⁴, viser hvor stort et afkast, der genereres i forhold til aktiverne. Jo højere afkast, jo bedre er virksomheden til at skabe overskud i forhold til de penge, der er bundet i dets aktiver.

Det tredje led, som også bliver kaldt "Earnings Retention Ratio"³⁵, viser forholdet mellem årets resultat korrigeret for evt. udbetalt udbytte. En earnings retention ratio på 1 betyder dermed, at alt overskud bliver tillagt egenkapitalen, og at der ikke betales udbytte.

Nedenfor er ICGR beregnet for begge pengeinstitutter:

Tabel 8: ICGR

	2010	2011	2012	2013	2014
Nordjyske Bank	7,04 %	3,42 %	4,07 %	2,78 %	4,57 %
Nørresundby Bank	3,98 %	2,47 %	4,76 %	4,63 %	8,98 %

Kilde: Egen tilvirkning pba. Årsrapporter 2010-2014. Bilag 3

Som det ses af tabellen ovenfor, er ICGR for begge pengeinstitutter positive. Laveste niveau skal findes hos Nørresundby Bank i 2011 med 2,47 %, og højeste niveau skal ligeledes findes hos Nørresundby Bank i 2014 med hele 8,98 %. At ICGR er højere i år 2010 og 2011 hos Nordjyske Bank, men efterfølgende overstiges af Nørresundby Bank fra 2012 og i den resterende periode, er tilsvarende resultaterne før skat, som tidligere behandlet.

ICGR fortæller som nævnt, hvor meget et pengeinstitut kan vækste, uden at det påvirker solvensen, og Nordjyske Bank har haft mulighed for at vækste i niveauet 2,78 % - 7,04 %, mens Nørresundby Bank har haft mulighed for at vækste i niveauet 2,47 % - 8,98 %. I stedet for at vækste, kan ICGR også anvendes til solvensopbygning, men da Nordjyske Bank har en solvensprocent på 19,57 % og Nørresundby Bank på 19,96 %, har begge pengeinstitutter således en markant solvensoverdækning i forhold til deres individuelle solvenskrav, og det er derfor ikke nødvendigt for nogle af dem. En sidste ting ICGR kan bruges til, er at udbetale udbytte til aktionærerne, hvilket begge pengeinstitutter historisk har haft en positiv politik omkring. Det skal bemærkes, at Nørresundby Bank i 2014 ikke har fremsat et forslag om udbyttebetaling som følge af Nordjyske Banks købstilbud³⁶, hvilket er en af årsagerne til deres høje ICGR på 8,98 % i 2014.

³⁴ Gup og Kolari (2005), side 65

³⁵ Gup og Kolari (2005), side 365

³⁶ Nørresundby Bank årsrapport 2014, side 12

For at vurdere niveauet for om ICGR er tilfredsstillende, bør ICGR kunne indeholde ét års rentetilskrivning, forstået som årets renteudgift i forhold til balancen samt årets inflation. Nedenfor er opstillet begge pengeinstitutters årlige rentetilskrivninger i procent samt inflationen i Danmark³⁷.

Tabel 9: Årlig rentetilskrivning i procent sammenholdt med inflation

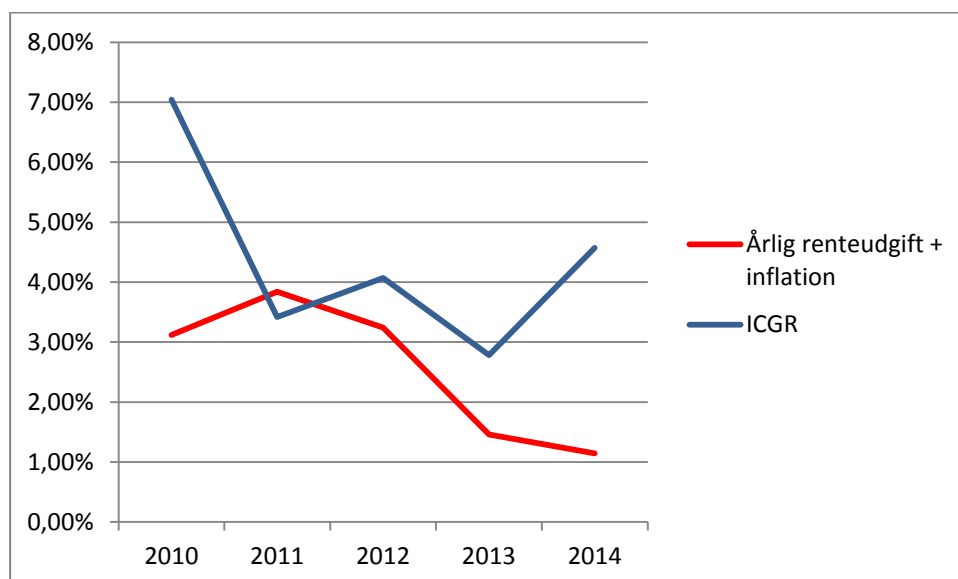
	2010	2011	2012	2013	2014
Nordjyske Bank	0,82 %	1,04 %	0,84 %	0,66 %	0,54 %
Nørresundby Bank	0,89 %	0,91 %	0,83 %	0,66 %	0,50 %
Inflation i Danmark	2,30 %	2,80 %	2,40 %	0,80 %	0,60 %

Kilde: Egen tilvirkning pba. Årsrapporter 2010-2014 samt Danmarks Statistik. Bilag 3

I tabel 9 ses at niveauet for den årlige renteudgift i forhold til balancen ligger meget tæt for de to pengeinstitutter. Det ses samtidig, at niveauet er faldende for begge pengeinstitutter dog med undtagelse af perioden fra 2010 til 2011. Hvad angår inflationen er det samme billede gældende, og det bemærkes, at inflationen falder fra topniveauet i 2012 på 2,8 % og helt ned til 0,6 % i 2014.

Hvis man sammenholder den årlige rentetilskrivning med inflationen i forhold til ICGR ses nedenstående graf for Nordjyske Bank:

Figur 3: Årlig rentetilskrivning + inflation i forhold til ICGR for Nordjyske Bank

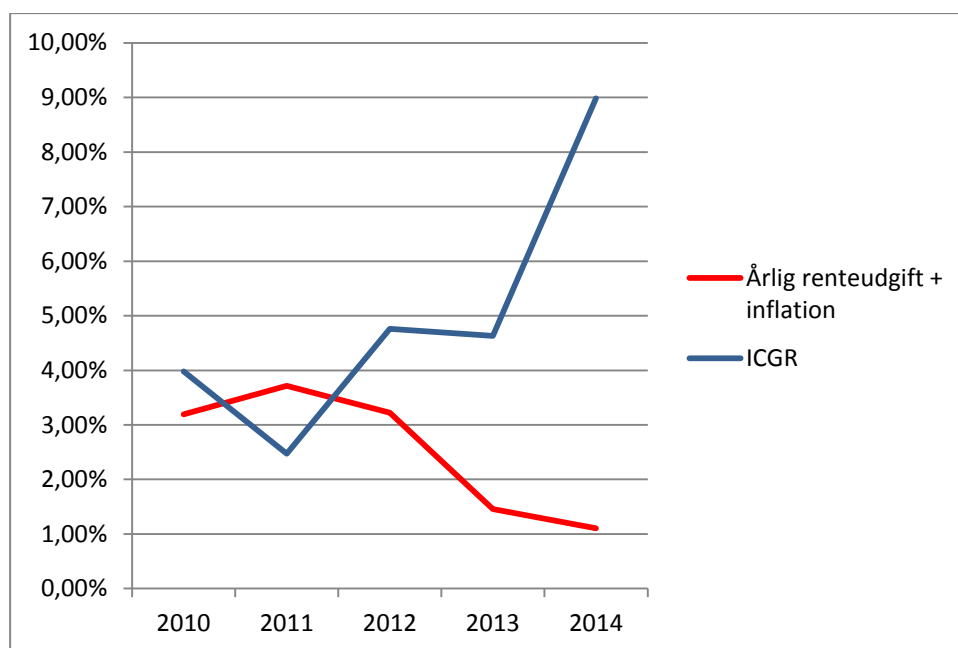


Kilde: Egen tilvirkning pba. Årsrapporter 2010-2014 samt Danmarks Statistik. Bilag 3

³⁷ www.dst.dk

Her ses at ICGR ligger markant over den årlige renteudgift samt inflationen i 2010, men der ses i 2011 et stort fald i ICGR, som får tallet til at ligge under den årlige renteudgift og inflation. Dette vender i 2012, hvor ICGR igen ligger over den årlige renteudgift og inflation, hvilket også gør sig gældende i 2013 og 2014. Med undtagelse af ét enkelt år ligger ICGR således højere i hele perioden, hvilket må anses som overvejende positivt.

Figur 4: Årlig rentetilskrivning + inflation i forhold til ICGR for Nørresundby Bank



Kilde: Egen tilvirkning pba. Årsrapporter 2010-2014 samt Danmarks Statistik. Bilag 3

Billedet er mere eller mindre det samme for Nørresundby Bank som ved Nordjyske Bank. Forskellen på ICGR og renteudgiften samt inflationen er dog knap så markant i 2010, hvor forskellen er på ca. 1 %. I 2013 udbygges forskellen igen væsentligt, imens forskellen er helt oppe på 8 % i 2014. Med baggrund i dette, og med udgangspunkt i Nordjyske Bank ovenfor, vurderes dette ligeledes som værende positivt.

4.2. Delkonklusion

Som det fremgår af analysen af indtægterne ovenfor, så har Nordjyske Bank og Nørresundby Bank overordnet set klaret sig flot på samtlige målepunkter, også i forhold til gruppe 3 pengeinstitutterne, som de begge er en del af. Nordjyske Bank sluttede 2014 af med et overskud på 88 mio. kr., i forhold til Nørresundby Bank, der præsterede 139 mio. kr. Til trods

for et noget mindre resultat har Nordjyske Bank leveret deres hidtil bedste resultat, hvad angår nettorente- og gebyrindtægter, der endte på 499 mio. kr. Dette overgår Nørresundby Bank, der tjente 432 mio. kr., en forskel på 67 mio. kr.

Nordjyske Bank har oplevet et fald i årets gennemsnitlige udlån på 8,27 %, mens Nørresundby Bank har oplevet et fald på 10,39 %. Begge pengeinstitutter er presset på udlånsmarginale som følge af det lave renteniveau, hvilket igen har en negativ effekt på dækningsbidraget på deres udlån. Nordjyske Banks dækningsbidrag falder med 28,78 % og Nørresundby Banks falder med 36,11 %.

Nørresundby Bank har i gennemsnit forrentet egenkapitalen med 5,71 %, hvilket er marginalt bedre end Nordjyske Bank, der har leveret et gennemsnit på 5,31 %. Begge er langt over gennemsnittet i gruppe 3, der har leveret -1,61 %.

Vi så, at begge pengeinstitutter har mulighed for at vækste, uden at de øger deres risiko, hvilket er vigtigt, både i forhold til konkurrencen fremadrettet og i forhold til aktionærerne. Nordjyske Bank har i 2014 mulighed for at vækste i størrelsen 4,57 %, hvor Nørresundby Bank har mulighed for at vækste næsten dobbelt så meget med hele 8,98 %. Dog er tallet påvirket af, at Nørresundby Bank ikke har fremsendt forslag om udbetaling af udbytte som følge af Nordjyske Banks købstilbud. Begge pengeinstitutter har været udfordret, når der regnes på den årlige renteudgift tillagt inflationen. ICGR bør som nævnt ligge over dette niveau, men det var ikke tilfældet i 2011.

4.3. Udgifter

Ligeså vigtigt, det er for en virksomhed at skabe positiv indtjening, ligeså vigtigt er det at have fokus på sine udgifter, da disse ligeledes påvirker virksomhedens samlede resultat. Er der flere udgifter, end der er indtægter, vil virksomheden komme ud med et negativt årsresultat, hvilket vil have negativ effekt på aktiekursen.

Der bliver i nedenstående analyse taget udgangspunkt i de nøgletal, der vurderes mest væsentlige i forhold til at belyse pengeinstitutternes udgifter i perioden 2010-2014.

4.3.1. WACC

WACC (Weighted Average Cost Capital) er et nøgletal, der fortæller noget om pengeinstitutternes vejede gennemsnitlige funding omkostninger for at skaffe fremmedkapital og udtrykkes med formelen nedenfor³⁸.

Formel 3 - WACC

$$K_w = K_d(1-T)*L + K_e(1-L)$$

Som det fremgår af ligningen består WACC af to led:

Det første led, $K_d(1-T)*L$, dækker over omkostningerne til kapital der er finansieret med fremmedkapital, idet K_d står for renteudgifter i forhold til gæld, T står for skatten og L står for fremmedkapital, der dækker over alt andet end egenkapital, herunder bl.a. indlån eller hybrid kernekapital.

Det andet led, $K_e(1-L)$, dækker over omkostningerne til kapital, der er finansieret med egenkapital idet K_e står for prisen på egenkapital, der udspringer af formelen for CAPM (Capital Asset Pricing Model) og som vises nedenfor³⁹:

Formel 4 - CAPM

$$CAPM = r_t + \beta^* (r_m - r_t)$$

r_t står for den risikofrie rente, der antages som renten på en 10-årig statsobligation⁴⁰, β står for risikoen på aktivet i forhold til et sammenligneligt markedsindeks. I denne beregning er anvendt en β -værdi på 0,8, begrundelse herfor vil blive uddybet i afsnit 9.4.20. Slutteligt i ligningen for CAPM står r_m for markedets risikopræmie, eller det risikotillæg som investor kræver i merafkast. I denne beregning tages der udgangspunkt i det historiske aktieafkast, der har været på 5,2 %, hvilket vil blive uddybende behandlet i afsnit 9.4.21.

³⁸ Christensen & Pedersen (2009), side 198

³⁹ Christensen & Pedersen (2009), side 203

⁴⁰ Se bilag 24

Af ovenstående ligning for WACC ses det, at der indgår mange faktorer, som kan påvirke tallet positivt som negativt, men sikkert er det, at egenkapitalen er dyrere end fremmedkapitalen. Dette hænger sammen med, at investorerne vil have et højere afkast for at binde penge i aktier, der som bekendt, er efterstillet alt andet gæld⁴¹.

Med WACC har man således mulighed for at se udviklingen i et pengeinstituts omkostninger til finansiering af fremmedkapital, hvorfor en lavere WACC alt andet lige betyder billigere adgang til finansiering, og dermed mulighed for at kunne sætte nogle bedre eller skarpere priser i forhold til de konkurrenter, der måtte have en højere WACC. Nedenfor er opstillet en tabel, der viser WACC for Nordjyske Bank og Nørresundby Bank:

Tabel 10: WACC

	2010	2011	2012	2013	2014
Nordjyske Bank	1,21 %	1,48 %	1,32 %	1,18 %	1,11 %
Nørresundby Bank	1,27 %	1,33 %	1,26 %	1,19 %	1,12 %

Kilde: Egen tilvirkning p.b. Årsrapporter 2010-2011. Bilag 4

Af tabellen ovenfor ses at begge pengeinstitutter følges ad og ligger meget tæt på hinanden i hele perioden. Niveauet for WACC er svært definerbart, da WACC'en alt andet lige bør ligge under pengemarkedsrenten, som her er defineret som Cibor 3, da pengeinstitutterne ellers med fordel vil kunne sælge alle sine aktiver, og placere provenuet til Nationalbankens indlånsrente. Dette scenarie er dog ikke at foretrække på nuværende tidspunkt jf. tidligere beskrevet, da Nationalbankens indlånsrente p.t. er negativ med -0,75 %⁴². På baggrund af dette må niveauerne vurderes at være tilfredsstillende for begge pengeinstitutter.

Da finanskrisen for alvor var på sit højeste, og før bankpakke 1 blev en realitet, havde pengeinstitutterne svært ved at skaffe indlån, som de kunne bruge til udlån. Indlån er en vigtig finansieringskilde for pengeinstitutter, da denne form for funding typisk er billigere end at skulle låne på pengemarkederne, hvilken betyder, at pengeinstitutter, der har indlånsoverskud, alt andet lige vil have en lavere WACC. I dag er situationen en helt anden, da næsten alle banker p.t. har indlånsoverskud⁴³. Man har været tilbageholdende med at bruge og låne

⁴¹ www.startvaekst.virk.dk (1)

⁴² www.nationalbanken.dk (1)

⁴³ www.finans.boersen.dk (2)

penge⁴⁴ og pga. en historisk lav rente afvikler folk gæld som aldrig før⁴⁵. Dette kombineret med at bankerne betaler -0,75 % for at placere penge i Nationalbanken⁴⁶, er det ikke længere fordelagtigt at have et for stort indlånsoverskud. For Nordjyske Banks vedkommende har de en overdækning på 1.709 mio. kr.⁴⁷, og for Nørresundby Banks vedkommende har de en overdækning på 2.001 mio. kr.⁴⁸

4.3.2. Dækningsbidrag på indlån

At pengeinstitutterne ikke umiddelbart har behov for mere indlån, og at Nationalbankens indlånsrente som nævnt p.t. er negativ, har tilsammen gjort det til en dårlig forretning at tilbyde kunderne rente for deres indlån. Flere pengeinstitutter har allerede sat rentesatserne på de fleste indlånskonti ned til 0 %⁴⁹, og enkelte har endda luftet muligheden for negative renter til private⁵⁰, hvilket allerede nu er en realitet for nogle erhvervskunder⁵¹. Nordjyske Bank tilbyder dog stadig konti med garanteret rente på hhv. 0,5 % med binding i ét år, 0,75 % med binding i to år og 1 % med binding i tre år⁵². For at tydeliggøre udfordringerne med negativ rente for hhv. Nordjyske Bank og Nørresundby Bank, kan der tages udgangspunkt i deres renteudgifter for indlån og anden gæld samt årets gennemsnitlige indlån, hvorefter forrentningen af indlånene kan beregnes som forholdet imellem disse⁵³. Herefter kan forrentningen sammenholdes med indskudsbevisrenten fra Nationalbanken, og indlånsmarginale kan beregnes som forskellen imellem disse. Slutteligt kan pengeinstitutternes dækningsbidrag på indlån beregnes som indlånsmarginale ganget med årets gennemsnitlige indlån. Nedenfor beregnes og beskrives nøgletallene for hhv. Nordjyske Bank og Nørresundby Bank.

⁴⁴ www.politikken.dk (1)

⁴⁵ www.finanswatch.dk (2)

⁴⁶ www.nationalbanken.dk (1)

⁴⁷ Nordjyske Bank årsrapport 2014

⁴⁸ Nørresundby Bank årsrapport 2014

⁴⁹ www.finanswatch.dk (3)

⁵⁰ www.finans.tv2.dk (1)

⁵¹ www.business.dk (2)

⁵² www.nordjyskebank.dk (3)

⁵³ Raaballe, Jeppesen & Sahin (2014)

Tabel 11: Dækningsbidrag på indlån for Nordjyske Bank

Tal i mio. kr.	2010	2011	2012	2013	2014	Ændring i %
Indlån og anden gæld	62	60	65	55	44	-29,41 %
Årets gns.indlån	6.415	6.379	6.599	7.071	7.252	13,05 %
Forrentning af indlån	0,97 %	0,95 %	0,99 %	0,77 %	0,61 %	-37,56 %
Indskudsbevisrenten	0,7 %	0,95 %	0,2 %	-0,1 %	-0,05 %	-107,14 %
Indlånsmargin	-0,27 %	-0,00 %	-0,79 %	-0,87 %	-0,66 %	-137,00 %
Dækningsbidrag (mio.kr.)	-17,9	-0,26	-52,4	-62,2	-47,9	-167,94 %

Kilde: Egen tilvirkning pba. Årsrapporter 2010-2014 samt Raaballe, Jeppesen & Sahin (2014). Bilag 5

Som det ses af ovenstående er Nordjyske Banks renteudgifter til indlån og anden gæld faldet fra 62 mio. kr. til 44 mio.kr. svarende til et fald på 29,41 %. Indlånet er dog steget fra 6.415 mio. kr. til 7.252 mio. kr. svarende til en stigning på 13,05 %. Dette betyder, at deres forrentning af indlånet er faldet med 37,56 %, men ligger dog stadig på et positivt niveau i 2014 med 0,61 %. Udfordringen skal findes i den faldende indskudsbevisrente fra Nationalbanken, som ligger på et meget lavt niveau i 2010 til 2012 og endda negativ i 2013 og 2014⁵⁴. Det lave niveau har medført, at Nordjyske Banks indlånsmargin har været negativ i hele perioden og ligger på et niveau i 2014 på -0,66 %. Dette har en kraftig påvirkning på dækningsbidraget som i hele perioden har været negativ. Største dækningsbidrag findes i 2011 med -0,26 mio. kr. og det mindste findes i 2013 med -62,2 mio.kr. For at belyse konsekvensen af en yderligere faldende indskudsbevisrente, som det netop er tilfældet med -0,75 %, er nedenstående tabel opstillet:

Tabel 12: Konsekvensberegning for dækningsbidrag på indlån for Nordjyske Bank

Tal i mio. kr.	2015
Rente indlån	0,61 %
Rengemarkedsrente	-0,75 %
Indlånsmargin	-1,36 %
Dækningsbidrag	-98,7

Kilde: Egen tilvirkning. Bilag 5

Her forudsættes det, at indskudsbevisrenten forbliver -0,75 % i hele 2015, og at renteudgiften til indlån og anden gæld samt årets gennemsnitlige indlån ligeledes forbliver uændret i 2015 i

⁵⁴ www.nationalbanken.dk (1)

forhold til 2014. I et sådan tilfælde vil det alt andet lige komme til at koste Nordjyske Bank ca. 98,7 mio. kr.

Tabel 13: Dækningsbidrag på indlån for Nørresundby Bank

Tal i mio. kr.	2010	2011	2012	2013	2014	Ændring i %
Indlån og anden gæld	68	65	66	56	44	-34,57 %
Årets gns.indlån	6.030	5.937	6.161	6.240	6.229	3,30 %
Forrentning af indlån	1,13 %	1,10 %	1,07 %	0,89 %	0,71 %	-36,66 %
Pengemarkedsrente	0,7 %	0,95 %	0,2 %	-0,1 %	-0,05 %	-107,14 %
Indlåns marginal	-0,43 %	-0,15 %	-0,87 %	-0,99 %	-0,76 %	-77,56 %
Dækningsbidrag	-26	-9,4	-54,1	-62,3	-47,7	-83,42 %

Kilde: Egen tilvirkning pba. Årsrapporter 2010-2014 samt Raaballe, Jeppesen & Sahin (2014). Bilag 5

Ovenfor ses en opgørelse af samme nøgletal som tidligere, men denne gang for Nørresundby Bank. Billedet er overordnet det samme som for Nordjyske Bank. Renteudgifterne til indlån og anden gæld falder med 34,57 % og indlånet stiger marginalt med 3,3 % i perioden.

Forrentningen af indlånet falder fra 1,13 % til 0,71 % svarende til et fald på 36,66 %.

Udviklingen i indskudsbevisrenten gælder ligeledes for Nørresundby Bank, hvilket også har resulteret i en negativ indlåns marginal i hele perioden, hvor den højeste har været -0,15 i 2011 og den laveste var -0,99 i 2013. Dette påvirker igen dækningsbidraget negativt, der efter fald på 83,42 %, ender på 47,7 mio.kr. i 2014. Nedenfor er ligeledes foretaget en konsekvensberegning for Nørresundby Bank, som det før ved Nordjyske Bank, hvis indskudsbevisrenten forbliver -0,75 %:

Tabel 14: Konsekvensberegning for dækningsbidrag på indlån for Nørresundby Bank

Tal i mio. kr.	2015
Rente indlån	0,71 %
Rengemarkedsrente	-0,75 %
Indlåns marginal	-1,46 %
Dækningsbidrag	-91,3

Kilde: Egen tilvirkning. Bilag 5

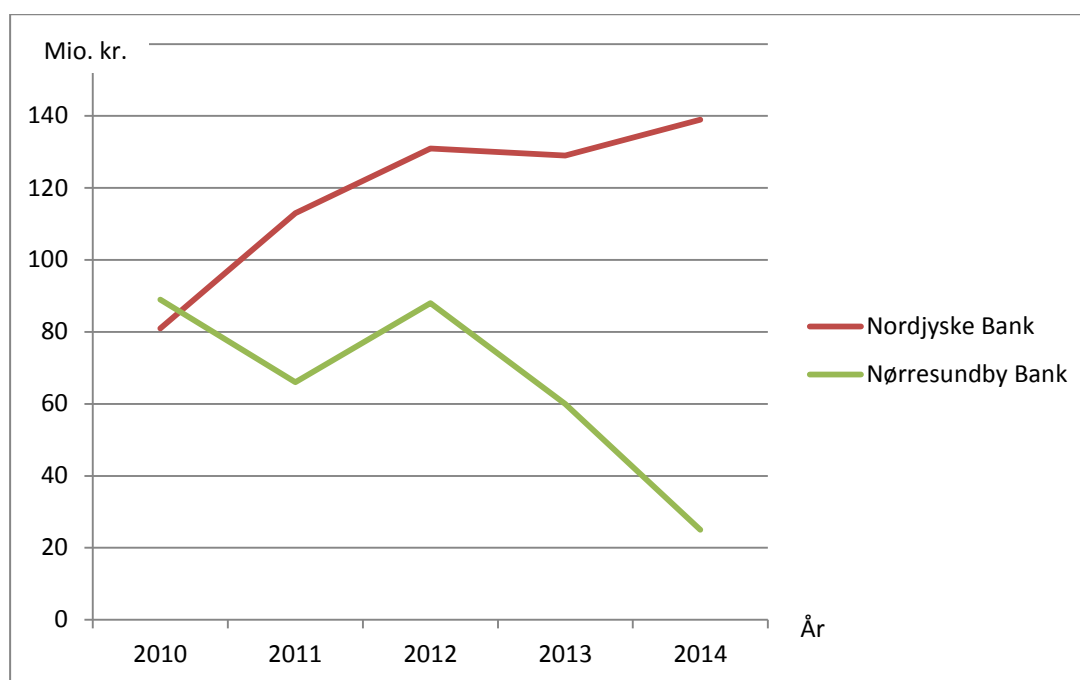
Her ses at Nørresundby Bank også vil få et negativt dækningsbidrag i størrelsen -91,3 mio. kr. hvis indskudsbevisrenten forbliver negativ, og renteudgiften til indlån og anden gæld samt årets gennemsnitlige indlån er uændret.

4.3.3. Nedskrivninger

En af de største udgiftsposter hos pengeinstitutter er nedskrivninger på udlån, der skal foretages, så snart der er tegn på objektiv indikation for værdiforringelse jf.

regnskabsbekendtgørelsens § 52⁵⁵, hvorfor pengeinstitutterne helt naturligt har og har haft et markant fokus på denne post. Nedenfor vises en graf for udviklingen i nedskrivningerne hos Nordjyske Bank og Nørresundby Bank:

Figur 5: Udvikling i nedskrivninger for Nordjyske Bank og Nørresundby Bank



Kilde: Egen tilvirkning pba. Årsrapporter 2010-2014. Bilag 6

Som det fremgår af grafen kommer begge pengeinstitutter fra et niveau i 2010 i omegnen af 80 mio. kr., og som der ses for Nordjyske Bank, stiger denne post markant i hele perioden og slutter på et niveau omkring 140 mio. kr. For Nørresundby Bank er scenariet næsten det stik modsatte. Her falder nedskrivningerne fra 2010 til 2011, men stiger igen til samme niveau i

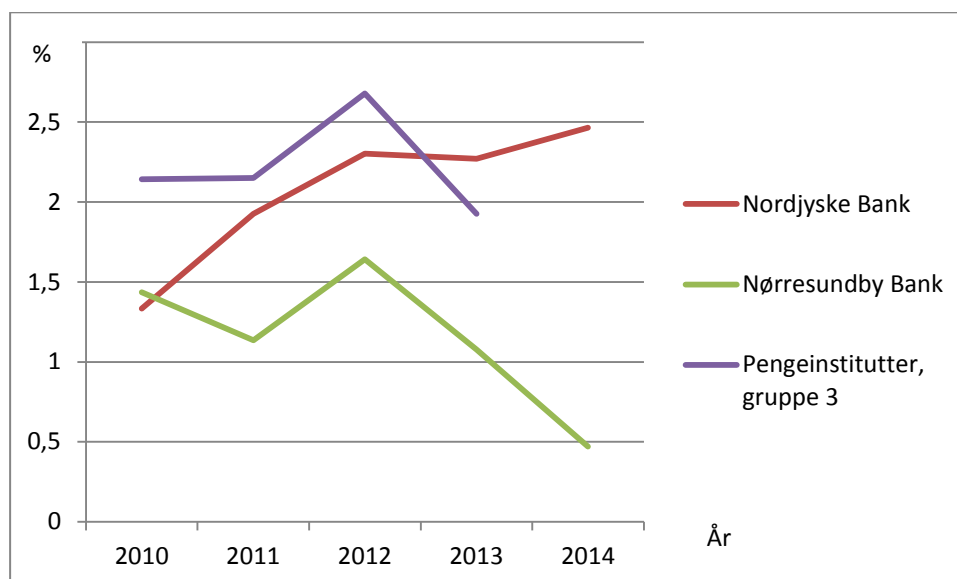
⁵⁵ www.finanstilsynet.dk (2)

2012 som året før på ca. 80 mio. kr. Efterfølgende opleves der et væsentligt fald, som rammer bunden i 2014 med ca. 25. mio. kr.

For at give et retvisende billede af om niveauet for nedskrivninger ligger på et acceptabelt niveau, kan man omregne årets nedskrivninger i forhold til udlånet, hvorved man får årets nedskrivningsprocent (se grafen nedenfor). Årets nedskrivningsprocent er dermed direkte sammenligneligt, fordi den tager højde for forskellen på størrelsen af udlånene, da det ikke er retvisende at sammenligne en stor bank med en lille bank alene på absolutte tal. Som anført tidligere er begge pengeinstitutters størrelse på udlån stort set identisk, hvorved Nørresundby Bank derfor må betegnes som afgørende bedre end Nordjyske Bank på dette område.

Nedenfor er opstillet en graf over den årlige nedskrivningsprocent for Nordjyske Bank og Nørresundby Bank samt de andre pengeinstitutter, der ligger i gruppe 3.

Figur 6: Udvikling i årets nedskrivningsprocent for Nordjyske Bank, Nørresundby Bank samt gruppe 3



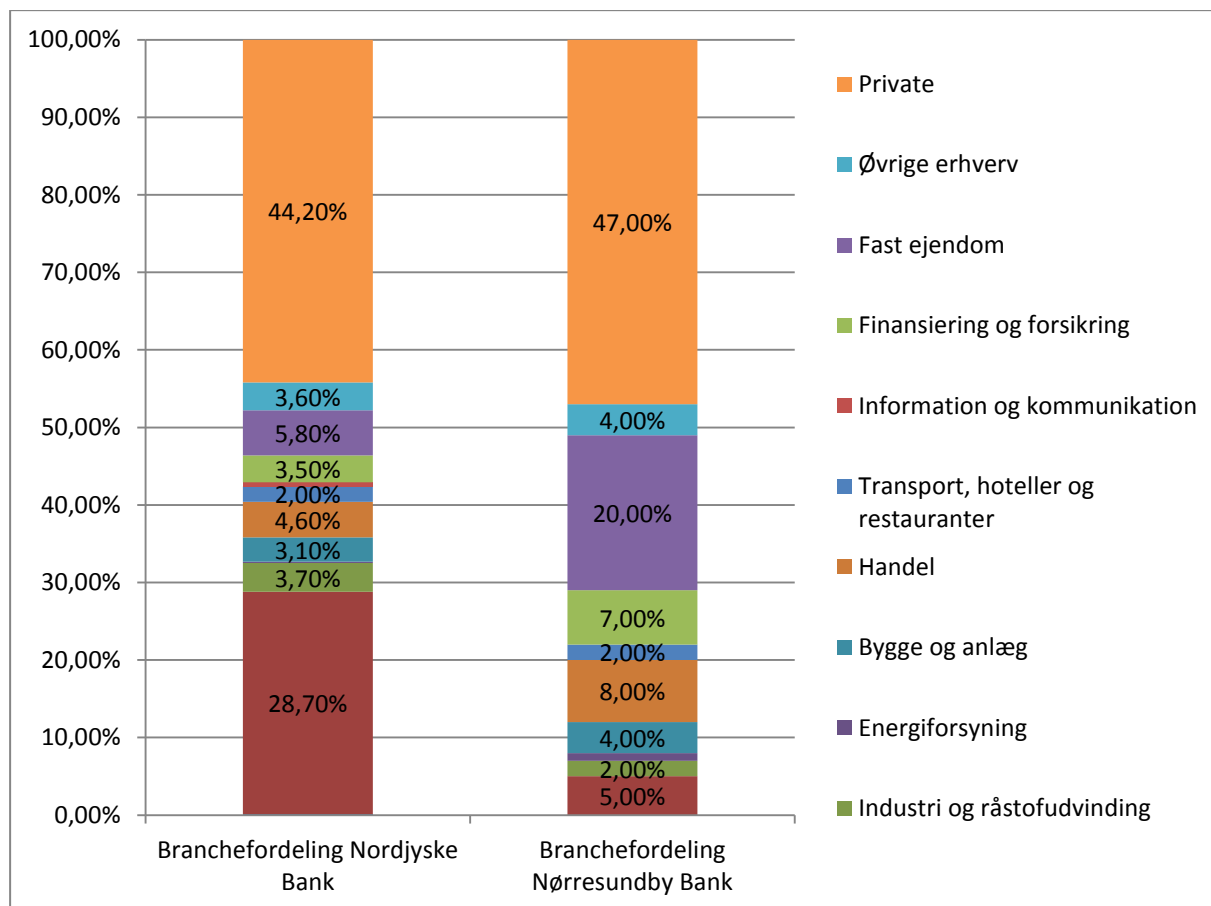
Kilde: Egen tilvirkning pba. Årsrapporter 2010-2014 samt Finansrådet. Bilag 6

Ovenfor fremgår det, at Nørresundby Bank følger tendensen for gennemsnittet for de andre pengeinstitutter i deres gruppe, men de ligger dog betydeligt under i hele perioden. Nordjyske Bank derimod ligger under gennemsnittet i perioden fra 2010 til 2012, og må dermed antages at være positivt, men at de herefter overstiger gennemsnittet i de efterfølgende to år, må tilsvarende antages at være negativt.

4.3.4. Branchefordeling

Ovenstående analyse viser, at Nordjyske Bank ligger markant over Nørresundby Bank hvad angår nedskrivninger, og selvom pengeinstitutterne er forholdsvis ens, hvad angår balancestørrelse og udlån, så er sammensætning af udlånet en afgørende faktor. Nedenstående figur viser derfor udlån i forhold til branchefordelingen for de to pengeinstitutter:

Figur 7: Branchefordeling for Nordjyske Bank og Nørresundby Bank

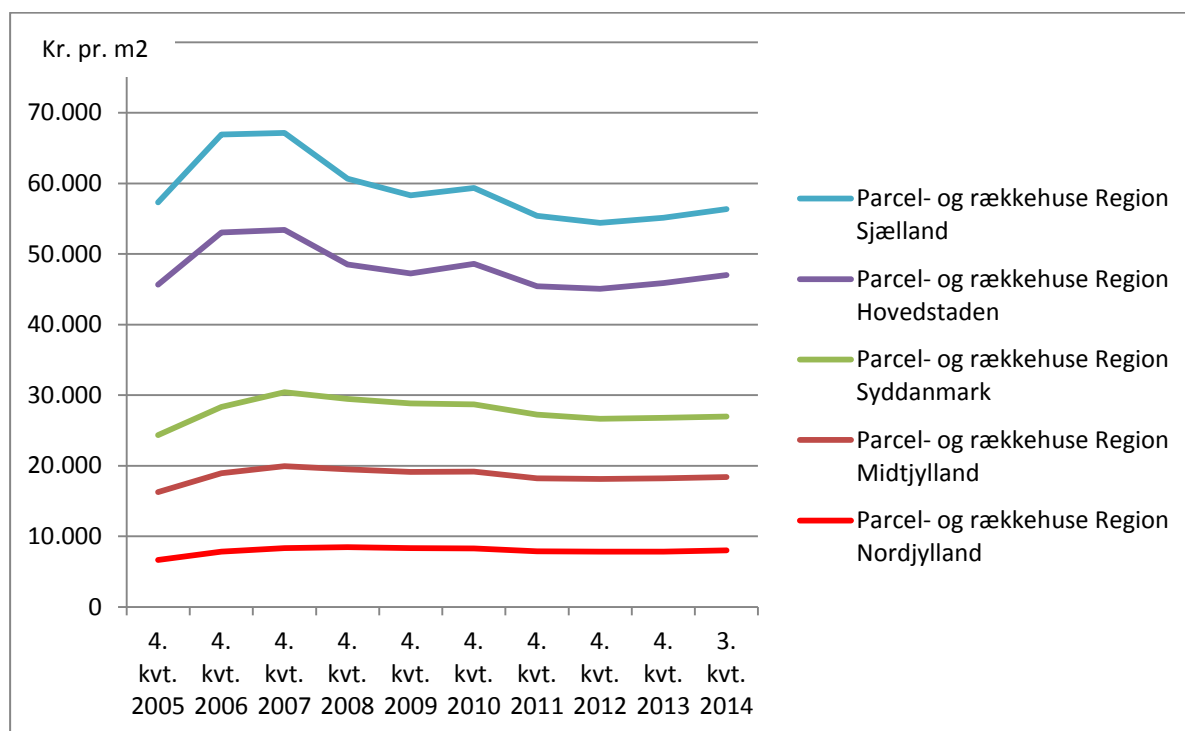


Kilde: Egen tilvirkning pba. Årsrapporter 2014. Bilag 7

Af ovenstående ses at branchefordelingen hovedsageligt er ens imellem de to pengeinstitutter, med udlån til private, der repræsenterer størstedelen af udlånet med hhv. 44,2 % for Nordjyske Bank og 47 % for Nørresundby Bank. Der er dog to steder, hvor der ses en markant forskel, nemlig ved landbrug og fast ejendom. Nordjyske Bank har bundet hele 28,70 % af deres udlån til landbrugskunder og kun 5,8 % til fast ejendom. Nørresundby Bank har kun 5 % bundet til landbrug og hele 20 % til fast ejendom. Udlåns sammensætningen formodes påvirket af de områder, pengeinstitutterne er repræsenteret i og har oprindelse i,

hvorfor det alt andet lige må antages, at de arbejder med de områder, de er specialiseret i. For Nordjyske Banks vedkommende har banken, som tidligere nævnt, oprindelse i området omkring Vendsyssel, der er kendetegnet ved mindre byer og meget landbrug, og Nørresundby Bank har oprindelse i området omkring Nørresundby og omegn, der er kendetegnet ved større byer og mere industri. Som bekendt har både landbrug og fast ejendom været hårdt ramt af finanskrisen, men som det kan ses af nedenstående graf, så har boligmarkedet i Nordjylland oplevet mindre prisudsving end andre områder i landet⁵⁶.

Figur 8: Udvikling i m2 priser for parcel- og rækkehuse fordelt på regioner



Kilde: Egen tilvirkning pba. statistik.realkreditraad.dk. Bilag 8

Landbruget er derimod hårdt ramt i hele landet og er muligvis den sektor, der har de største udfordringer af alle⁵⁷. Faldende jord- og ejendomspriser kombineret med at Rusland samtidig har stoppet for import af fødevarer fra vesten, så der lige nu er et overskud af landbrugsvarer, er med til at trykke priserne i bund, for at de kan blive afsat andetsteds. Nedenfor ses et uddrag af, hvordan Nordjyske Bank har fordelt deres nedskrivninger samt akkumulerede nedskrivninger på deres landbrug:

⁵⁶ Nordjyske Bank Årsrapport 2014 side 16

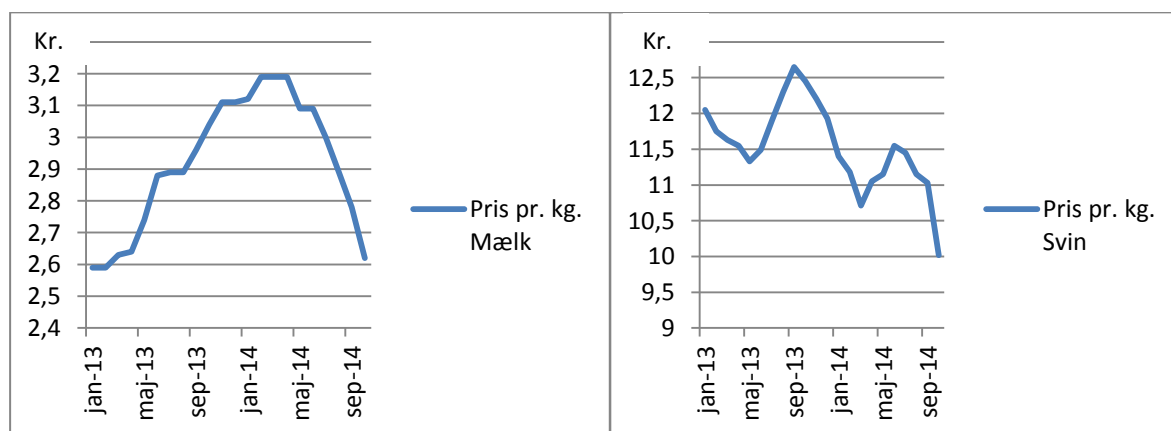
⁵⁷ www.business.dk (3)

Tabel 15: Nedskrivninger på landbrug pr. 31.12.2014 for Nordjyske Bank

Tal i mio. kr.	Udlån og garantier før nedskr.	Akku.nedskr. og kursnedskr.	i %	Årets nedskr. over driften
Planteavl	401	18	5 %	10
Mælkeproducenter	389	148	38 %	26
Svineavl	572	114	20 %	56
Pelsdyravl	74	4	5 %	2
I alt dansk erhvervs- landbrug	1.436	284	20 %	94
Fiskeri, landbrug i udlandet (EU) m.v.	804	38	5 %	14
I alt landbrug m.v.	2.240	322	14 %	108
Nedskrivninger i alt				139

Kilde: Egen tilvirkning pba. Nordjyske Bank årsrapport 2014

Her ses det, at årets nedskrivninger på mælkeproducenter og svineavl til sammen udgør 82 mio. kr. ud af de samlede nedskrivninger på 139 mio. kr. svarende til ca. 59 %. Det fremgår samtidig, at de akkumulerede nedskrivninger, der foretages på mælkeproducenter, er helt oppe på 38 % og svineavl er oppe på 20 %. En af grundene til, at nedskrivningerne og de akkumulerede værdier er så høje, hænger sammen med det førnævnte importstop fra Rusland, som resulterer i faldende priser. Nedenfor er vist grafer for den seneste tids udvikling i kilopriserne for hhv. mælk og svin.

Figur 9 og 10: Prisudvikling pr. kg. mælk og svin

Kilde: Egen tilvirkning pba. business.dk. Bilag 9

Det fremgår af graferne ovenfor, at prisen pr. kilo mælk er faldet fra 3,19 kr., hvor den toppede primo 2014, til 2,62 kr. ultimo 2014, og at prisen pr. kilo svin er faldet fra 12,65 kr., hvor den toppede medio 2013, til ca. 10 kr. ultimo 2014.

4.3.5. Medarbejdere

Udgiften til medarbejdere er for mange virksomheder en af de største poster i regnskabet, men samtidig er det også en af de største aktiver, da medarbejderne skal sikre den fremtidige indtjening. Siden finanskrisens indtog har denne post dog været under pres, da effektivisering er lig med omkostningsminimering, som giver et positivt bidrag til regnskabet. Af nedenstående tabel ses udviklingen i antal medarbejdere, fsva. Nordjyske Bank, Nørresundby Bank samt pengeinstitutsektoren som helhed. Det bemærkes, at det samlede antal ansatte for de danske pengeinstitutter i 2014 endnu ikke er tilgængeligt, hvorfor tallet er beregnet som den procentuelle gennemsnitlig udvikling som Nordjyske Bank og Nørresundby Bank har oplevet fra 2013 til 2014 på 2,97 %⁵⁸.

Tabel 16: Udvikling i antal medarbejdere

Tal i stk.	2010	2011	2012	2013	2014	Udvikling i %
Nordjyske Bank	288	284	277	258	252	-12,50 %
Nørresundby Bank	279	271	260	249	240	-13,98 %
Danske pengeinstitutter	44.186	42.876	40.492	39.037	37.877	-14,28 %

Kilde: Egen tilvirkning pba. årsrapporter 2010-2014 samt Finansrådet. Bilag 10

Her ses et billede af, hvordan det er gået udviklingen i antal medarbejdere, og konklusionen er tydelig; der er langt færre ansatte nu, end der har været historisk. Nordjyske Bank er gået fra 288 ansatte i 2010 til 252 ansatte i 2014, svarende til en nedgang på 12,5 %. Nørresundby Bank er gået fra 279 ansatte i 2010 til 240 ansatte i 2014, svarende til et fald på 13,95 %. Sektoren som helhed er gået fra 44.186 i 2010 til 37.877 i 2014, svarende til et fald på 14,28 %. Både Nordjyske Bank og Nørresundby Bank henviser en del af effektiviseringen til forbedrede IT systemer, herunder bl.a. netbank og mobilbank, som gør det nemmere for kunderne at klare sig selv⁵⁹.

⁵⁸ $((252-258)+(240-249))/2 = 2,97 \%$

⁵⁹ Nordjyske og Nørresundby Banks årsrapporter 2014

Tabel 17: Udgifter til personale og administration

Tal i mio. kr.	2010	2011	2012	2013	2014	Udvikling i %
Nordjyske Bank	255	262	262	270	265	3,88 %
Nørresundby Bank	251	258	256	246	249	-0,79 %

Kilde: Egen tilvirkning pba. årsrapporter 2010-2014. Bilag 10

Ovenfor ses, til trods for den negative udvikling i antal ansatte for Nordjyske Bank på -12,5 %, at udgifterne til personale og administration er steget med 3,88 % i samme periode.

Nørresundby Bank har formået at skære udgifterne ned med -0,79 %, men set i forhold til udviklingen af antal medarbejdere på -13,98 %, er der stadig lang vej igen. En af forklaringerne til, at der ikke ses et større fald i udgifterne til personale og administration, kan være, at pengeinstitutterne har fratrædelsesordninger med de personer, der bliver opsagt. En besparelse vil derfor først vise sig når disse ordninger udløber.

En anden måde, hvorpå man kan se om udviklingen i antal medarbejdere giver gevinst, er ved at kigge på nøgletallene resultat pr. medarbejder og indtjening pr. omkostningskrone.

Nøgletallet resultat pr. medarbejder viser det samlede resultat i forhold til aktuelt antal ansatte, og nøgletallet indtjening pr. omkostningskrone viser, hvordan forholdet mellem indtægter og udgifter udvikler sig. Nedenfor vises tabeller over resultat pr. medarbejder og indtjening pr. omkostningskrone:

Tabel 18: Resultat pr. medarbejder

Tal i mio. kr.	2010	2011	2012	2013	2014	Udvikling i %
Nordjyske Bank	322	178	220	205	349	8,42 %
Nørresundby Bank	212	150	280	358	582	174,76 %

Kilde: Egen tilvirkning jf. årsrapporter 2014. Bilag 10

Tabel 19: Indtjening pr. omkostningskrone

Tal i antal gange	2010	2011	2012	2013	2014	Udvikling i %
Nordjyske Bank	1,3	1,2	1,2	1,2	1,3	0,00 %
Nørresundby Bank	1,49	1,5	1,56	1,59	1,61	8,05 %

Kilde: Egen tilvirkning jf. årsrapporter 2014. Bilag 10

Her ses at begge pengeinstitutter har formået at øge resultatet pr. medarbejder i hele perioden. Nordjyske Bank udvikler sig positivt med 8,42 % og Nørresundby Bank udvikler sig positivt

med hele 174,76 %. Det fremgår hermed, at Nørresundby Bank formår at få markant mere ud af sine ansatte, end det er tilfældet med Nordjyske Bank. Billedet gentager sig ved nøgletallet indtjening pr. omkostningskrone, der her viser, at Nordjyske Bank er stagneret med en udvikling på 0 % i perioden fra 2010-2014, mens Nørresundby Bank har formået at øge forholdet mellem indtægter og udgifter positivt med 8,05 % i samme periode. Selvom Nordjyske Bank ligger status quo, er det ikke ensbetydende med, at de gør det dårligt. Forholdet mellem indtægter og udgifter bør alt andet lige ligge over 1, da man ellers vil bruge flere penge på omkostninger, i forhold til hvor stor indtjening der generes. Til sammenligning er indtjening pr. omkostningskrone med gruppe 3 pengeinstitutter samt pengeinstitutterne som sektor opstillet nedenfor. Det bemærkes, at den samlede indtjening pr. omkostningskrone for pengeinstitutter, gruppe 3 og 4 i 2014 endnu ikke er tilgængeligt, hvorfor tallet er beregnet som den procentuelle gennemsnitlige udvikling som Nordjyske Bank og Nørresundby Bank har oplevet fra 2013 til 2014 på 4,80 %⁶⁰.

Tabel 20: Indtjening pr. omkostningskrone for gruppe 3 og gruppe 1-4

	2010	2011	2012	2013	2014	Udvikling i %
Pengeinstitutter, gruppe 3	0,79	0,89	0,96	1,04	1,09	37,69 %
Pengeinstitutter, gruppe 1-4	1,04	1,04	1,10	1,24	1,29	24,88 %

Kilde: Finansrådet. Bilag 10

Gruppe 3 pengeinstitutterne oplever en markant fremgang i indtjening pr. omkostningskrone på hele 37,69 %, og gruppe 1-4 oplever en fremgang på 24,88 %. Til trods for, at Nordjyske Bank ligger på en gennemsnitlig udvikling på 0 % og Nørresundby Bank på 8,05 %, har de i alle årene hver især haft en højere indtjening pr. omkostningskrone end både gruppe 3, men også gruppe 1-4 pengeinstitutterne. På baggrund af dette, må det derfor antages som acceptabelt, men hvis udviklingen fortsætter, vil det ikke vare længe før at Nordjyske Bank og Nørresundby Bank vil klare sig dårligere end gennemsnittet for gruppe 3 og gruppe 1-4.

4.4. Delkonklusion

Analysen af udgifterne ovenfor, viser at den gennemsnitlige omkostning for fremskaffelse af fremmedkapital er meget ens for både Nordjyske Bank og Nørresundby Bank i hele perioden fra 2010-2014. Begge har oplevet et fald i omkostningerne, hvorfor de finansierer sig billigere

⁶⁰ $((1,3-1,2)/1,2)+((1,61-1,59)/1,59))/2 = 4,80 \%$

end tidligere, med et fald i niveau fra 1,48 % til 1,11 % for Nordjyske Bank og fra 1,33 % til 1,11 % for Nørresundby Bank.

Det ses samtidig, at renteudgifterne til indlån og anden gæld for begges vedkommende har været faldende, men samtidig er årets gennemsnitlige indlån steget med hhv. 13,05 % for Nordjyske Bank og 3,3 % for Nørresundby Bank. En faldende og endda negativ indskudsbevisrente fra Nationalbanken har sat indlånsmarginale under pres, og har påvirket dækningsbidraget på indlån negativt for begge pengeinstitutter. Nordjyske Bank oplever et fald på hele 167,94 %, og ender med et dækningsbidrag på -47.962 t.kr. i 2014 hvor Nørresundby Bank oplever et knap så voldsomt fald. Nørresundby Bank oplever et fald på 83,42 %, men har siden 2010 ligget på et lavere dækningsbidrag end Nordjyske Bank, og ender i 2014 på -47.777 t.kr., som dermed er på samme niveau som Nordjyske Bank. Der er samtidig foretaget en konsekvensberegning, der viste, at det vil resultere i et negativt dækningsbidrag for Nordjyske Bank på -98,7 mio. kr., og for Nørresundby Bank på -91,3 mio. kr., såfremt de negative renter varer ved.

Der er stor forskel på nedskrivningerne og fordelingen af udlån til de forskellige brancher for de to pengeinstitutter, hvor Nordjyske Bank har en stor eksponering mod landbruget med 28,7 % og hvor Nørresundby Bank kun har 5 %. Nørresundby Bank har 20 % af deres udlån eksponeret mod ejendomme, hvor Nordjyske Bank kun har 5,8 %. Begge brancher har været hårdt ramt, men Nordjylland har oplevet meget stabile priser på ejendomsmarkedet som en af de eneste regioner, hvorfor Nørresundby Bank ikke er så hårdt ramt. Derimod er landbruget ramt over hele landet med faldende jordpriser, men også faldende priser på bl.a. svin og mælk som følge af Ruslands stop af importvarer fra vesten. Dette har resulteret i akkumulerede nedskrivninger på hhv. 38 % på mælkeproducenter og 20 % på svineavl for Nordjyske Bank. En anden stor udgiftspost er medarbejdere, som der er skåret meget ned på. Nordjyske Bank har reduceret antal ansatte med 12,50 % og Nørresundby Bank har reduceret deres antal med 13,98 %. Dette er dog mindre end sektoren som helhed, hvor gennemsnittet er på 14,28 %. Ved at analysere udgifterne til personale og administration fremgik det, at der ikke har været den store besparelse at hente endnu. Nordjyske Banks udgifter er steget med 3,88 %, mens Nørresundby Banks er faldet med 0,79 %. Dette kan bl.a. være som følge af de mange fratrædelsesordninger, som udskyder gevinsten ved afskedigelser på sigt. En videre analyse viste også, at medarbejderne er blevet mere effektive end tidligere, hvor resultat pr. medarbejder er steget med 8,42 % hos Nordjyske Bank og hele 174,76 % hos Nørresundby Bank.

Nøgletallet indtjening pr. omkostningskrone viser, at forholdet mellem indtægter og udgifter ligger på et positivt niveau for Nordjyske Bank, men dog ikke har oplevet en stigning siden 2010. Nørresundby Bank har derimod oplevet stigning siden 2010 på 8,05 % og ligger i 2014 på 1,61. Historisk har de begge haft en højere indtjening pr. omkostningskrone end gruppe 3 samt hele sektoren, men både gruppe 3 og hele sektoren har oplevet en positiv udvikling på hhv. 37,69 % og 24,88 %, som alt andet lige har mindsket forskellen til Nordjyske Bank og Nørresundby Bank.

5. Organisationsanalyse

I dette afsnit vil vi se på, om opkøbet giver værdi for andre end aktionærerne, herunder vil vi således undersøge, om der er stakeholdere, der opnår værdi ved opkøbet af Nørresundby Bank.

Vurderingen laves efter en analyse af, hvorledes de to organisationer var opbygget indtil opkøbet. Efterfølgende foretages en kulturanalyse af de to pengeinstitutter, og denne analyse tager udgangspunkt i de to bankers værdier. Efter analysen diskuteres, hvorledes de behandlede pengeinstitutter umiddelbart kandiderer til at være et match for et opkøb eller ej.

Ydermere vil vi i dette afsnit, via en interessentanalyse af de to pengeinstitutter, undersøge hvem der har haft mest magt i opkøbet, og hvilke motivationsfaktorer der har ligget bag.

Afslutningsvis konkluderes, om opkøbet skaber værdi for andre end aktionærerne, og dermed samtidig at vurdere, om stakeholdere profiterer ved opkøbet.

5.1. Organisationen i Nordjyske Bank og Nørresundby Bank

Med udgangspunkt i Mintzbergs organisationsformer⁶¹, kan begge organisationer på inden opkøbet karakteriseres som maskinbureaukrati, hvilket gør sig gældende for en stor del af pengeinstitutterne i Danmark⁶². En præcis definition af organisationsformen kompliceres af variable, som skiller sig ud fra teorien. Stadig vil den følgende analyse tage udgangspunkt i maskinbureaukratiet som nuværende organisationsform i de to pengeinstitutter.

⁶¹ Bakka og Fivelsdal (2010), side 90

⁶² Bakka og Fivelsdal (2010), side 94

Maskinbureaukratiet har en hierarkisk opbygning af organisationen, hvilket også gør sig gældende for både Nordjyske Bank og Nørresundby Bank.

Øverst er direktionen og efterfølgende kommer; bestyrelsen, mellemledere, filialdirektører og medarbejderne i filialerne⁶³. Ydermere gør både Nordjyske Bank og Nørresundby Bank brug af Bankdata⁶⁴, der leverer IT-løsninger til begge pengeinstitutter og servicerer løsningerne herefter. Bankdata udgør altså en støttefunktion i begge organisationer.

Derudover er der i begge banker et repræsentantskab, som har indflydelse ved at de bl.a. er med til at vælge, hvem der skal sidde i bestyrelsen⁶⁵. Repræsentantskabet er dog ikke en del af de daglige beslutningsprocesser som f.eks. kreditvurdering af kunderne. Dermed har repræsentantskabet ingen direkte indflydelse på den daglige drift.

Strukturen i de to banker kan overordnet karakteriseres som værende formel⁶⁶. Dette skal i denne sammenhæng forstås på den måde, at alle danske pengeinstitutter er underlagt national og europæisk lovgivning, og dermed underlagt regler, de er forpligtiget til at overholde. Disse regler og krav, om bl.a. bedre konsolidering, er ifølge Nordjyske Banks formand Hans Jørgen Kaptain, også en af motivationsfaktorerne for opkøbet af Nørresundby Bank⁶⁷. Hvor formel en organisation er, hænger ofte sammen med hierarkiet i organisationen, og man kan argumentere for, at større banker oftest vil være mere formelle end mindre banker, da der i store banker, alt andet lige, vil være længere fra medarbejder til ledelse.

I forhold til Nordjyske Banks opkøb af Nørresundby Bank kan det betyde, at organisationen efter opkøbet, formentlig vil være præget af en mere formel struktur, end den har været hidtil. Det skyldes at organisationen bliver større, og derfor jf. ovenfor bliver længere fra top til bund i hierarkiet.

Derudover vil der også, i takt med at pengeinstituttet vokser, blive stillet større krav fra myndighederne, da pengeinstituttet opnår større betydning i det samfund, som de er en del af.

⁶³ Nordjyske og Nørresundby Banks årsrapporter 2014

⁶⁴ Florentsen, Møller og Parum (2015)

⁶⁵ Nordjyske og Nørresundby Banks årsrapporter 2014

⁶⁶ Bakka og Fivelsdal (2010), side 94

⁶⁷ Video: Formandens beretning d. 13. januar 2015, tid 11:16 min.

Efter september i 2008, hvor antagelsen om "too big to fail" blev modbevist af krakket af Lehman Brothers⁶⁸, har man således skærpet kravene til de store pengeinstitutter for at undgå, at lignende skulle ske igen, da det i 2008 fik store konsekvenser samfundsmæssigt.

Den fortsættende Nordjyske Bank vil ikke blive en af de største banker i Danmark, men vil jf. formandens beretning⁶⁹, gå fra at være et gruppe 3 pengeinstitut⁷⁰ til at være i gruppe 2. Ydermere vil den fortsættende bank få større betydning for Nordjylland, og et evt. krak af den fremtidige bank kan få større konsekvenser for lokalsamfundet end et krak af ét af de forhenværende, enkelte pengeinstitutter.

Selvom der primært er en formel struktur i organisationen, vil der også være en uformel struktur. Den uformelle struktur opstår som en naturlig del af de ansattes sociale behov. Dette kan f.eks. være blandt medarbejderne der er i filialnettet. Her kan strukturen være mere uformel i det daglige arbejde, hvilket er med til at skabe motivation blandt medarbejderne⁷¹, hvilket igen fører til en øget produktivitet.

I forhold til opkøbet, er det en fordel for bankerne, at organisationsformerne som de har i dag, er meget ens. Det vil gøre opkøbet nemmere, da der rent organisatorisk ikke kræves en drastisk ændring for nogle af parterne. Selvom om bankerne som udgangspunkt er nogenlunde ens, er der også steder hvor de adskiller sig fra hinanden. Dette vil blive behandlet i interessentanalysen, hvorunder ledelsen også behandles.

Hvorvidt den fortsættende Nordjyske Bank skal fortsætte med den aktuelle organisationsform, kan diskuteres. Der er fordele ved maskinbureaukratiet, men da den fortsættende Nordjyske Bank vil få en større organisation, kan der i forbindelse med opkøbets efterfølgende implementering være grund til også at kigge på organisationsformen.

Man kan ikke sige, at én bestemt organisationsform er den mest optimale for alle organisationer, hvilket understøttes af udsagnet: "*organisationer er åbne systemer, der*

⁶⁸ Andresen (2013), side 23

⁶⁹ Video: Formandens beretning d. 13. januar 2015, tid 0:40 min.

⁷⁰ Bilag 11

⁷¹ Bakka og Fivelsdal (2010), side 25

præger og præges af deres omverden”⁷². Derfor vil der ved ændringer i organisationen også være behov for at se på, hvorledes organisationen er struktureret i dag. Et maskinbureaukrati defineres bl.a. af⁷³:

- Organisationen befinder sig i en stabil og enkel omverden
- Standardiserede arbejdsprocesser
- Rutineopgaver
- Masseproducerende
- Standard in- og output

Omverdenen for pengeinstitutter er stabil i større eller mindre grad. Det må formodes, at der altid vil være behov for pengeinstitutter. For at sætte pengeinstitutters forhold til omverdenen i relief, kan markedet for f.eks. teknologi tilsiges at befinde sig i en dynamisk omverden, hvor der konstant sker udvikling.

Maskinbureaukratiet er i høj grad præget af standardiserede processer og rutineopgaver. Bankernes primære funktion er at formidle penge imellem de, der har overskudslikviditet og de som mangler likviditet. Derfor vil det være samme typer af arbejdsopgaver, som arbejdstager vil skulle bestride. En bankrådgiver kan angribe denne opgave som rådgiveren vil, men er underlagt at følge den kreditpolitik, pengeinstituttet har fastsat, og den fremtidige arbejdsopgave vil derfor være tilnærmelsesvis tilsvarende arbejdsopgaven i dag.

Den 1. april 2015 bragte Finanswatch.dk en klumme, som beskrev hvordan rådgivere indenfor segmentet ”private banking” fremadrettet vil få konkurrence fra robotter⁷⁴. Klummen underbygger ovenstående postulat om, at der er tale om en maskinbureaukratisk organisation, hvori arbejdsopgaverne er rutineprægede, og hvor nogle opgaver kan løses via algoritmer i robotter, som antageligt vil kunne yde tilsvarende rådgivning som de ansatte i dag. Det kan derfor være en fordel for Nordjyske Bank, at de netop lægger vægt på dét at være lokale, da den personlige rådgivning og tilknytningen til rådgiverne i banken, formentlig i fremtiden også vil være af stor betydning for kunderne, og vil kunne differentiere mennesket fra det mekaniske.

⁷² Bakka og Fivelsdal (2010), side 81

⁷³ Bakka og Fivelsdal (2010), side 94

⁷⁴ www.finanswatch.dk (4)

Da de to pengeinstitutter er af cirka samme størrelse, vil organisationen efter opkøbet være dobbelt så stor. Derfor giver det mening at overveje ændringer i organisationen.

Maskinbureaukratiet kan overgå til den divisionaliserede form⁷⁵, hvilket kan gøres for at effektivisere arbejdsprocesserne, så man udnytter ressourcerne på bedst mulig vis.

Et af argumenterne for opkøbet er, at man efterfølgende vil kunne betjene større kunder, end man har kunnet hidtil⁷⁶. Dette kræver dog, at ressourcerne hos medarbejderne bliver forstærket, hvilket antages under den forudsætning, at betjeningen af større kunder automatisk øger opgavernes kompleksitet. Organisationens formål er at imødekomme fornævnte opdeles i divisioner således, at samme medarbejderprofiler arbejder sammen og kan sparre med hinanden.

Ved at overgå til den divisionaliserede form vil mellemlederne få større magt⁷⁷. Den øverste ledelse vil primært have til opgave at tjekke op på resultaterne og i sidste ende tilsikre, at de opsatte resultater nås via kommunikation med mellemlederne.

Da organisationen bliver væsentligt større, næsten dobbelt så stor som hidtil, kan det give god mening at foretage en decentralisering af magten. Således sikres, at beslutningsprocessen ikke bliver for lang, og ligeledes sikres, at de der har de bedste kompetencer indenfor et konkret område, f.eks. investering, kan foretage det bedste valg for banken som helhed. En anden fordel ved at decentralisere magten er, at det kan være med til at motivere medarbejderne, da de på denne måde får mere ejerskab over de opgaver og resultater indenfor deres ansvarsområde.

En ændring i organisationen er dog ikke noget, der umiddelbart bør foretages direkte under opkøbet, da en stor ændring i organisationen påvirker medarbejderne. Ændringen ske løbende, så man imødekommer de udfordringer, der kan opstå undervejs i forbindelse med de organisatoriske ændringer. Disse udfordringer vil ikke blive beskrevet i denne opgave.

⁷⁵ Bakka og Fivelsdal (2010), side 95

⁷⁶ Florentsen, Møller og Parum (2015)

⁷⁷ Bakka og Fivelsdal (2010), side 95

5.2. Delkonklusion

Både Nordjyske Bank og Nørresundby Bank gør i dag brug af maskinbureaukratiet som organisationsform. Dette er en fordel i forbindelse med opkøbet, men den nye ledelse bør efterfølgende revurdere organisationsformen og overveje, om den fremtidige strategi kan gennemføres bedre ved at overgå til en anden organisationsform som f.eks. den divisionaliserede form. Dette kunne blive en fordel for den nye Nordjyske Bank, da en sådan overgang kan være med til at udvikle og sikre kompetencerne hos medarbejderne. Derudover vil det også være med til at decentralisere magten, som kan være med til at sikre motivationen hos f.eks. mellemlederne, og herigennem sikre medarbejdernes fornemmelse af ejerskab over deres arbejdsopgaver og resultater.

6. Kulturanalyse af Nordjyske Bank og Nørresundby Bank

Da ingen af os er ansat i Nordjyske Bank eller Nørresundby Bank, er en konkret kulturanalyse af de to pengeinstitutter svær at foretage. Kulturanalysen vil derfor være baseret på antagelser samt de informationer, der kan findes på de to pengeinstitutters hjemmesider. Vi vil derfor lave en kulturanalyse med udgangspunkt i de to pengeinstitutters værdier og antage, at værdierne præger pengeinstitutternes kultur.

6.1. Nordjyske Bank

På Nordjyske Banks hjemmeside er bankens værdier beskrevet. Banken har følgende tre kerneværdier⁷⁸:

- Tillid
- Handlekraft
- Kompetencer

6.2. Nørresundby Bank

På Nørresundby Banks hjemmeside er bankens værdier beskrevet. Banken har følgende tre kerneværdier⁷⁹:

- Frie
- Nære
- Ordentlige

⁷⁸ www.nordjyskebank.dk (2)

⁷⁹ www.nrsbank.dk (3)

6.2.1. Nordjyske Bank og Nørresundby Bank

Med antagelsen om, at værdierne er det grundlæggende for kulturen i organisationerne, kan man umiddelbart sige, at Nordjyske Bank og Nørresundby Bank ikke er ens. Man vil dog sjældent finde to banker med helt ens værdigrundlag, da det netop er her, at bankerne adskiller sig fra hinanden, og man kan derfor ikke konkludere, at et mismatch i de to pengeinstitutters værdier er nok til at afvise et opkøb. Samtidig kan man dog argumentere for, at der kan være behov for at revidere de definerede værdier efter et opkøb, således at den fortsættende banks værdier bliver en kombination af bankernes nuværende værdigrundlag.

En del af Nordjyske Banks formands argumentation for opkøbet, er, at man fortsat skal være en lokal bank, der støtter op om projekter i lokalområdet. Der er dog ikke noget i Nordjyske Banks værdier som tilkendegiver, at netop dette skulle være en af kerneværdierne i banken.

Derudover taler Nordjyske Banks formand om, at man løbende udarbejder strategier for fremtiden, og i den forbindelse er opkøbet af Nørresundby Bank en del af den fremtidige strategi. Man kan dog undre sig over, at grobunden for opkøbet har været, at man kunne blive enige om navnet på banken og fordelingen af ledelsesposterne⁸⁰, idet der bør være en del andre og mere væsentlig aspekter at tage højde for, før man ville kunne vurdere, hvorvidt et opkøb/en fusion ville være en god ide.

Udover at Nordjyske Bank som aktieselskab bør have en interesse i at tilfredsstille deres aktionærer, så kunne det også have været relevant, at man i opkøbet havde forholdt sig til, hvorvidt man havde et fælles værdigrundlag for den fremtidige strategi. Dette bliver slet ikke nævnt. Det bliver blot understreget, at man fortsat vil være en lokal bank.

Det er også interessant at se retorikken i den tale som Hans Jørgen Kaptain holder på generalforsamlingen, idet han fokuserer meget på det følelsesprægede frem for den faktuelle værdi af fusionen med Nørresundby Bank.

Købstilbuddet fra Spar Nord bliver beskrevet som en fjendtlig handling, og formanden beretter også, at Nørresundby Bank ønsker at finde en livsvarig partner, fremfor at indgå et

⁸⁰ Florentsen, Møller og Parum (2015)

tvangsægteskab⁸¹. Derudover bliver de store banker omtalt som fjender, og at Nordjyske Bank skulle blive opkøbt af en større bank, er noget som man gerne vil undgå i så lang tid som muligt. Om Nordjyske Banks aktionærer også har denne holdning vides ikke, men det tyder på, at det at fastholde en lokalbank i Nordjylland har første prioritet også for aktionærerne.

Dette følelsesprægede fokus understøttes desuden af, at der ikke er en stor andel af aktionærerne, som har efterspurgt konkrete beregninger på, hvad opkøbet vil give aktionærerne af faktisk værdi i kr. og øre⁸².

Et andet, kulturelt element i talen, er ønsket om at fastholde en lokalbank, som den største bevæggrund for opkøbet. En lokalbank, som er til stede i også de mindre byer i Nordjylland, som via sin tilstedeværelse har et godt kendskab til lokalmiljøet og som via sit kendskab til lokalmiljøet støtter op om lokale projekter. Nordjyske Bank skriver imidlertid i sit årsregnskab, at man ønsker at sikre udviklingen i medarbejdernes kompetencer ved at samle medarbejderne i større enheder⁸³. Dette stemmer altså ikke overens med Hans Jørgen Kaptains tale, da dette ikke bliver nævnt på noget tidspunkt.

Ydermere kan man sige, at netop denne tilpasning af filialstrukturen i høj grad minder om den tilpasning, som netop nu ses i de større pengeinstitutter, såsom Danske Bank og Nordea⁸⁴. Her er man i gang med at reducere antallet af filialer⁸⁵, og i stedet samler man medarbejderne i større enheder, for på den måde også at kunne reducere antallet af medarbejdere⁸⁶.

En anden ting, der er forskellig i de to pengeinstitutter, er den indflydelse som aktionærerne har. I begge pengeinstitutter er der stemmeretsbegrænsning, men i Nørresundby Bank har en storaktionær væsentligt mindre indflydelse end i Nordjyske Bank.

I Nørresundby Bank kan man maksimalt have 11 stemmer⁸⁷, og så snart man ejer en aktie, har man én stemme. På trods af Spar Nords store andel af aktierne i Nørresundby Bank, havde de

⁸¹ Video: Formandens beretning d. 13. januar 2015, tid 17:48 min.

⁸² Florentsen, Møller og Parum (2015)

⁸³ Årsrapport Nordjyske Bank 2014

⁸⁴ www.finanswatch.dk (5)

⁸⁵ www.finanswatch.dk (6)

⁸⁶ www.finanswatch.dk (7)

⁸⁷ Bilag 12

blot 11 stemmer, hvilket er maksimum. For at kunne opnå maksimalt antal af stemmer, skulle man i alt have 7.000 aktier, svarende til en aktiebeholdning med en markedsværdi på ca. 2,7 mio. kr. den 16. januar 2015⁸⁸.

I Nordjyske Bank er der ligeledes stemmeretsbegrænsning. For hver påbegyndte 100 kr. i aktieværdi, har man én stemme⁸⁹. Man kan maksimalt have 1.000 stemmer, hvilket svarer til en aktiebeholdning på ca. 10.000 stk., svarende til en markedsværdi den 16. januar 2015 på ca. 1 mio. kr.

Når fusionen er gennemført, bør den nye bestyrelse være enige i udarbejdelsen af den fremtidige strategi. Både Nordjyske Banks og Nørresundby Banks kunder og aktionærer har forventninger til opkøbet, og der bør tages højde for dette i bankens fremtidige vision og mission. Dette skal ikke blot gøres for at begge bestyrelser og ansatte er tilfredse, men for at man fastholder aktionærer og kunderne.

Ud fra Hans Jørgen Kaptains tale på generalforsamlingen, så er aktionærerne og kunderne en del af Nordjyske Bank, netop fordi en lokalt forankret bank betyder meget for dem. Det er formentlig også derfor, at det i langt højere grad er de bløde værdier, som bliver understreget, og som gentagne gange bliver brugt som begrundelsen for, at aktionærerne skal stemme ja til opkøbet.

I mange andre banker er det primære mål at skabe værdi for aktionærerne i kr. og øre. Især i Nordea er man blevet kritiseret for, at man fokuserer for meget på netop dette⁹⁰. Det er vigtigt at finde en balancegang imellem at skabe værdi for aktionærerne og fortsat drive en bank, der varetager lokale interesser, men i dette tilfælde synes man udelukkende at fokusere på de bløde værdier og ikke på en evt. værditilvækst til aktionærerne.

Da begge banker har vedtægter med stemmeretsbegrænsning for aktionærerne, antager vi, at også de bløde værdier er af stor betydning for aktionærerne i Nørresundby Bank. Derfor er det

⁸⁸ Florentsen, Møller og Parum (2015)

⁸⁹ Bilag 13

⁹⁰ www.finanswatch.dk (8)

sandsynligvis af afgørende betydning for både kunder og aktionærer, at det netop er lige præcis den bank, som de er kunder og aktionærer i.

Derfor bør den fortsættende bank og strategien for denne tilrettelægges, så den inkluderer og tilgodeser begge de to banker, som nu bliver til én. Det er vigtigt for den fremtidige bank, da både kunder og aktionærer, er af stor værdi for banken. Derfor kan det være en udfordring, at det netop er tanken og ideologien om at være lokal og tilstede, som bliver understreget som værende grobund for den fremtidige bank, når man på samme tid i sit årsregnskab tilkendegiver, at man har til hensigt at samle medarbejderne i større enheder.

Som tidligere nævnt, er et mismatch i værdier ikke tilstrækkeligt til at afslå et opkøb. Det er i den forbindelse interessant at se på andre bankers værdier. En del af de større banker har naturligvis ikke helt selvsamme værdisæt, men én ting går igen ved både Danske Bank, Nordea, Sydbank og Jyske Bank - at skabe værdi for aktionærerne. Om denne værdi gøres op i kr. og øre, eller på anden vis, og hvilken af disse der har størst værdi, kan diskuteres.

Hvis man ser på Spar Nord, som har været involveret i fusionen, har de følgende værdier⁹¹:

- Nærværende
- Ambitiøs
- Uhøjtidelig

Umiddelbart deler Spar Nord både en af Nørresundby Banks værdier "nære" og også en af Nordjyske Banks værdier "kompetencer", som vi også tolker som værende et ønske om at være ambitiøs. Hvorfor en fusion med en bank som Spar Nord vil være så slemt for Nørresundby Bank, kan være svært umiddelbart at få øje på, hvis man ser de to bankers værdier. Umiddelbart synes disse at ligne hinanden mere kulturelt end tilfældet er det med Nørresundby Bank og Nordjyske Bank.

6.3. Delkonklusion

Hvis man udelukkende kigger på de to bankers kulturelle værdier, kan man ikke umiddelbart sige, at de vil være et godt match for et opkøb. Men som nævnt tidligere, kan et opkøb ikke alene afvises med baggrund i et mismatch i værdierne. Dette skyldes, at det også er via disse,

⁹¹ www.sparnord.dk (1)

at bankerne adskiller sig fra hinanden. Og da Nordjyske Bank og Nørresundby Bank har været konkurrenter, vil man oftest heller ikke se, at værdierne er fuldstændig ens.

Dog bør den fortsættende Nordjyske Bank udarbejde et nyt eller et tilpasset værdisæt, som favner begge institutter og som gør, at værdierne fremadrettet indeholder strategien for en fælles fremtid og dermed sikrer en fælles kultur i den nye Nordjyske Bank.

Ydermere bør værdierne også stemme overens med strategien. Derfor kan man undre sig over ønsket om at have en lokalbank er det, der bliver brugt som argument for opkøbet, idet dette ikke fremgår af værdierne i Nordjyske Bank. Derudover modsiger Nordjyske Bank i sit årsregnskab også det at være lokale, da de her anfører, at man vil udvikle kompetencerne i banken ved at samle medarbejderne i større enheder.

Netop ovennævnte ønske om at samle medarbejderne i større enheder, minder meget om den strategi, som man ser ved bl.a. Danske Bank og Nordea. Derfor kan det være svært umiddelbart at se, hvorfor det skulle være så skidt for de to banker at blive opkøbt af en større bank.

Derudover indeholder Spar Nords værdier dele af både Nordjyske Bank og Nørresundby Banks værdier. Det er dog vigtigt igen at understrege, at et match heller ikke kan være et entydigt argument for, at de bør fusionere.

Fremadrettet er det dog vigtigt, at den fortsættende bank favner begge institutters interesser og dermed får et værdisæt som sikrer, at den fremtidige strategi og kultur i banken bliver fælles. Alternativt kan man risikere, at nogle kunder eller aktionærer ikke længere føler, at de er kunder eller aktionærer i en bank, som de kan identificere sig med, og derfor vælger at skifte til en anden bank eller sælge deres aktier.

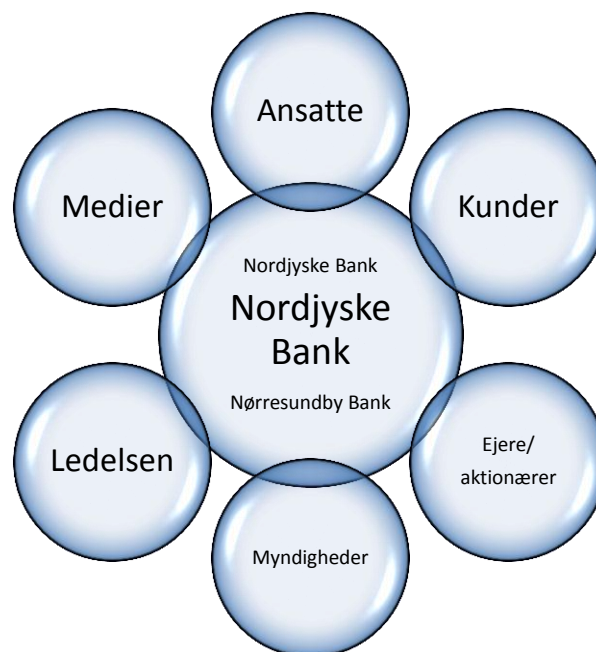
7. Interessentanalyse

I forbindelse med opkøbet er det relevant at se på, hvilke interessenter der er i pengeinstitutternes omverden. Dette er med til at klarlægge, hvem der har indflydelse på

opkøbet. Ligeledes ser vi på, hvem der efterfølgende har indflydelse på om opkøbet bliver en succes eller ej.

For de to bankers vedkommende er det med til at belyse, hvilke interessenter man skal have særligt fokus på i forbindelse med opkøbet. Således kan man undgå at opkøbet bliver en fiasko, da man kan imødekomme de udfordringer, som nogle af interessenterne kan give. Således vil interessentanalysen give et indblik i, hvad der har været med til at motivere et opkøb, og hvilke modstande, der kan komme i forbindelse med dette.

Figur 11: Interessentanalyse



Kilde: Egen tilvirkning pba. Bakka og Fivelsdal (2010)

7.1. Ansatte

De ansatte kan ikke siges at have en stor magt i forbindelse med opkøbet. Dette skyldes bl.a. at organisationen er bygget op som et maskinbureaukrati, hvor organisationsformen som tidligere nævnt, bærer præg af standard in- og output. Såfremt en af de ansatte skulle vælge at sige op, vil Nordjyske Bank eller Nørresundby Bank have mulighed for at ansætte en ny, som formentlig vil kunne udføre det samme arbejde.

Dog er der nogle ansatte, som man har et større ønske om at beholde i organisationen. Dette kan skyldes, at de i større grad repræsenterer virksomheden udadtil, hvorfor det kan være særdeles vigtigt for banken at bibeholde lige netop denne person. Et eksempel herpå, er f.eks. Henrik Drusebjerg, som tidligere var ansat i Nordea⁹². Han var en bankens mest kendte ansigter udadtil, og det må være et tab for selv en stor bank som Nordea, at han nu arbejder ved Carnegie.

Udover at en eller flere ansatte kan være med til at repræsentere banken udadtil, kan der også være ansatte, som er særligt dygtige og som man derfor ønsker at fastholde. Disse vil naturligvis også have en større betydning for organisationen.

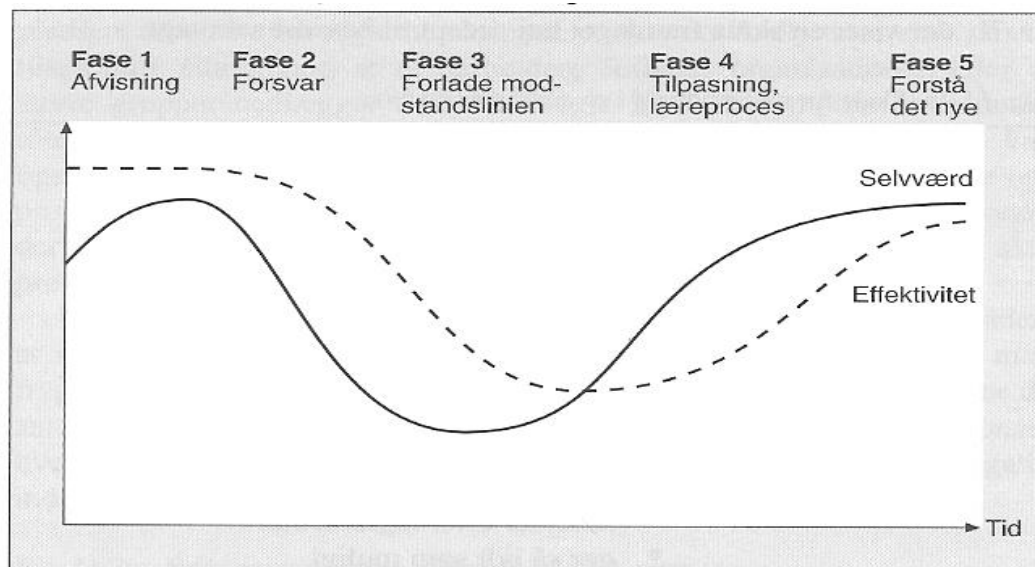
Men generelt kan man dog ikke tillægge de ansatte en stor magt, grundet netop organisationsformen. Havde der i stedet været tale om et fagbureaukrati⁹³, så ville de ansatte have en meget større magt, da organisationen er afhængig af lige netop den viden, som en bestemt ansat besidder.

I forhold til Nordjyske Banks opkøb af Nørresundby Bank, vurderes de ansatte ikke at have nogen magt. De har ikke haft nogen indflydelse på, hvorvidt opkøbet blev en realitet eller ej. Nu hvor opkøbet er gennemført, har de ansatte dog en stor andel i, hvorvidt det bliver en succes eller ej, og fra ledelsens side er det derfor vigtigt, at man sikrer, at de ansatte også føler et ejerskab for den fremtidige bank.

Da sammenlægningen af de to pengeinstitutter vil medføre forandringer for de ansatte, kan man risikere, at man i starten vil opleve en modstand mod denne, og at der derfor vil gå noget tid, før banken er tilbage til normalen i forhold til bl.a. driften og effektiviteten.

⁹² www.finans.tv2.dk (2)

⁹³ Bakka og Fivelsdal (2010)

Figur 12: Effektivitet og selvværd i udviklingsfaserne

Kilde: Bakka og Fivelsdal (2010)

Dette skyldes, at de ansattes selvværd i starten af en forandring vil tage et dyk. Dette skyldes primært usikkerhed og manglende kendskab til det nye. I denne konkrete situation kan det være en usikkerhed omkring den nye og større organisation.

Formanden for Nordjyske Bank beretter, at man netop vil indgå denne fusion for at fastholde en lokal bank, hvor man må antage at en fusion med en større bank vil medvirke til en større forandring, end denne vil gøre.

Derudover beretter formanden også, at man efter opkøbet vil kunne varetage større kunder. Dette kan også medføre usikkerhed hos medarbejderne, da de kan tvivle på, om de har kompetencerne til at udføre det fremtidige arbejde.

Ydermere vil der ved fusionen også blive skåret i medarbejder antal, hvilket dog jf. formandens beretning, primært vil blive i stabsfunktionerne. Dette vil føre til, at nogle ansatte vil være bange for at miste deres job.

7.2. Medier

Medierne har i gennem mange år fået større og større indflydelse på, hvad kunderne får at vide om bankerne. Vi bliver i meget større omfang påvirket af medierne i dag, end vi har gjort

tidligere⁹⁴, hvilket skyldes at vi konstant har adgang til medierne via laptops, tablets og smartphones⁹⁵.

Medierne bliver nævnt som den 4. statsmagt⁹⁶, hvilket underbygger ovenstående postulat om, at medierne er vigtige og magtfulde interessenter for bankerne. Medierne er dog ikke en interessant som bankerne i samme omfang har mulighed for at påvirke, som de har med andre af interessenterne.

I forbindelse med Nordjyske Banks opkøb af Nørresundby Bank, har medierne haft stor indflydelse. De har været med til at formidle de budskaber, der har været i forbindelse med de forhandlinger, der har været imellem de to banker. Udover den information som Nordjyske Bank og Nørresundby Bank selv har udsendt til deres kunder, vil det altså være artikler og nyheder fra medierne, der giver kunderne og aktionærene oplysningerne i forbindelse med opkøbet.

Søger man på Nordjyske Bank på infomedia.dk i perioden fra den 23. september 2014, hvor forhandlingerne mellem de to banker gik i gang⁹⁷, til den 18. april 2015, så er der 2.670 artikler⁹⁸, hvori Nordjyske Bank indgår. Ligeledes er der 2.763 artikler⁹⁹ når man laver selvsamme søgning på Nørresundby Bank. Sammenligner man med to andre pengeinstitutter, som også er i bankgruppe 3, er der i samme periode blot 658 artikler om Middelfart Sparekasse¹⁰⁰ og 468 artikler om Djurslands Bank¹⁰¹. Man kan derfor konkludere, at medierne har stor magt i forhold til, hvad kunderne og aktionærene får at vide. Og særligt i forbindelse med opkøb og fusioner er der stor fokus fra mediernes side.

7.3. Ledelsen

I både Nordjyske Bank og i Nørresundby Bank har bestyrelsen den største magt. Det er dem, der udarbejder den fremtidige strategi og opsætter de fremtidige mål. Dette er der ikke noget

⁹⁴ Auer (2011)

⁹⁵ www.politikken.dk (2)

⁹⁶ www.samfundsfaget.dk

⁹⁷ Florentsen, Møller og Parum (2015)

⁹⁸ www.infomedia.dk (1)

⁹⁹ www.infomedia.dk (2)

¹⁰⁰ www.infomedia.dk (3)

¹⁰¹ www.infomedia.dk (4)

unaturligt i, da dette vil være tilfældet i de fleste banker. Dette hænger sammen med den centraliserede magtfordeling, som gør, at den endelige beslutning ligger hos ledelsen.

Motivationen hos ledelsen i forbindelse med opkøbet, kan bl.a. være at den fremtidige ledelse vil blive mere magtfuld. I og med organisationen bliver dobbelt så stor, vil ledelsen have flere ansatte under sig, hvilket alt andet lige også må forventes at være mere prestigefyldt.

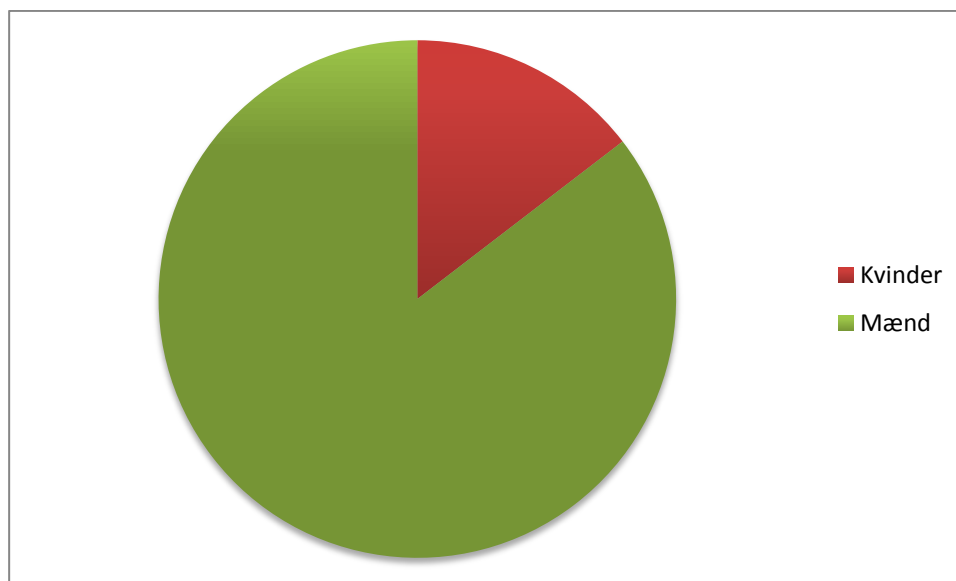
Derudover må det også antages, at den fremtidige ledelse vil få en højere løn. Dette begrundes med, at de ligeledes også vil få et større ansvar, og, som nævnt, flere ansatte under sig. Derfor kan ledelsen naturligvis også være motiveret af en lønstigning.

Ledelsen kan dog ikke alene træffe beslutningerne og opkøbet af Nørresundby Bank har krævet, at en majoritet af aktionærerne har stemt for. Det der er interessant her er, at på trods af at ledelsen ikke alene kan træffe beslutningen, så er det dem, der giver aktionærerne den information, som ledelsen vurderer, at de skal have for at kunne træffe beslutningen.

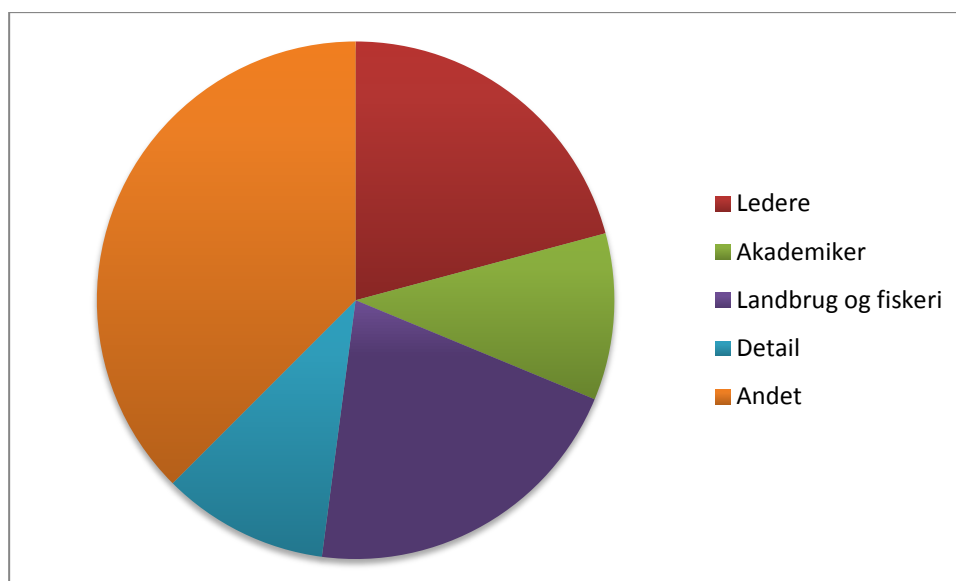
Argumenterne for at aktionærerne skal stemme for opkøbet, er som tidligere nævnt ikke typiske aktionærinteresser. Hans Jørgen Kaptain mener, at Nordjyske Bank formentlig vil blive ”spist” af en af de større banker på sigt. Når det sker, argumenterer han for, at Nordjyske Bank vil være mere attraktiv såfremt man køber Nørresundby Bank. Således vil den fremtidige Nordjyske Bank være mere værd end i dens nuværende form og så vil pengene være tjent hjem – godt og vel¹⁰².

Et andet interessant aspekt er, hvorledes de to bankers repræsentantskaber er sammensat. I nedenstående figurer ses hvordan Nordjyske Banks repræsentantskab er sammensat ud fra køn og professioner:

¹⁰² Video: Formandens beretning d. 13. januar 2015, tid 35:46 min.

Figur 13: Fordeling af kvinder og mænd i Nordjyske Banks repræsentantskab

Kilde: Egen tilvirkning¹⁰³

Figur 14: Fordeling efter profession i Nordjyske Banks repræsentantskab

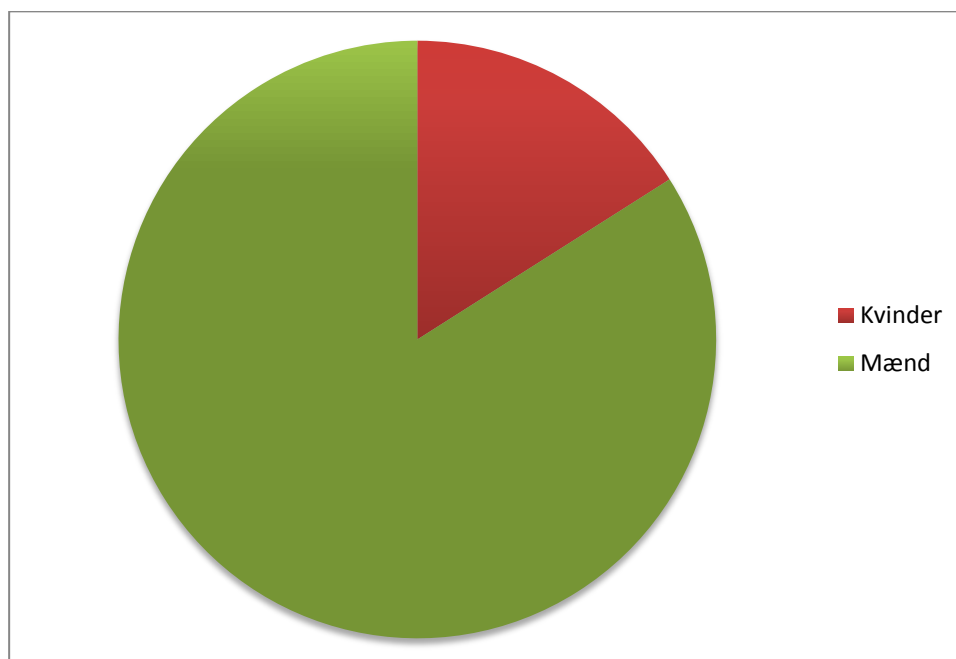
Kilde: Egen tilvirkning¹⁰⁴

¹⁰³ Bilag 14

¹⁰⁴ Bilag 14

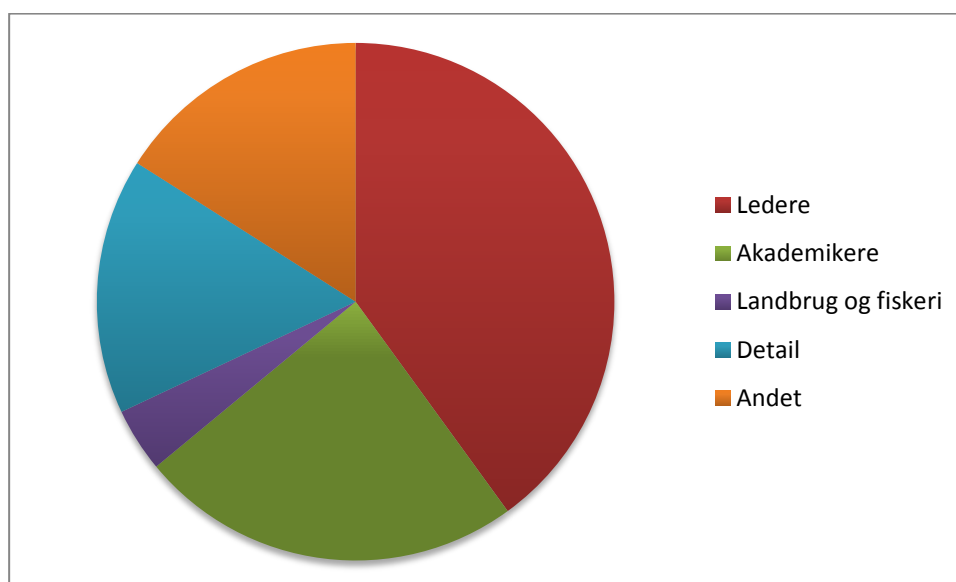
I Nørresundby Bank ser fordelingen således ud:

Figur 15: Fordeling af kvinder og mænd i Nørresundby Banks repræsentantskab



Kilde: Egen tilvirkning¹⁰⁵

Figur 16: Fordeling efter profession i Nørresundby Banks repræsentantskab



Kilde: Egen tilvirkning¹⁰⁶

¹⁰⁵ Bilag 15

¹⁰⁶ Bilag 15

Da repræsentantskaberne er med til at vælge bestyrelserne, er det tankevækkende, at der så stor forskel på, hvordan disse er sammensat i de to banker.

I forhold til fordelingen af køn i de to repræsentantskaber, så ligner de meget hinanden. Men hvis man kigger på fordelingen i forhold til profession, så er der her en væsentlig forskel. I Nordjyske Bank udgør andelen af medlemmer, der beskæftiger sig med landbrug hele 21 %. I Nørresundby Bank udgør disse blot 4 %, hvilket naturligvis hænger sammen med, at Nordjyske Bank har en væsentligt større eksponering mod landbrug end Nørresundby Bank.

Ser man på ledere og akademikere i repræsentantskabet, så udgør disse i Nordjyske Bank 31 %, og i Nørresundby Bank hele 64 %. En betydelig forskel og i forhold til det fremtidige repræsentantskab kan dette give anledning til udfordringer.

Man må således antage at ledere og akademikere har andre interesser end f.eks. landmændene, hvorfor man kan risikere en interessekonflikt. Eksponeringen mod landbruget øger risikoen for banken, da dette marked på nuværende tidspunkt er meget presset, og derfor vil stille større krav til bankens solvens. Dette kan påvirke de øvrige kunder, da et krav om øget konsolidering formentlig vil smitte af på priserne til kunderne, hvorfor det i sidste ende vil være dem der betaler prisen. Når det er sagt, vil den samlede eksponering mod landbrug være mindre efter opkøbet, ligesom tilfældet er det med den samlede eksponering mod ejendomme.

7.4. Ejere/aktionærer

Aktionærerne i bankerne har stor magt i forbindelse med opkøbet, idet det har været dem, som har besluttet om opkøbet ville blive en realitet eller ej.

I den tidligere Nordjyske Bank skulle der i forbindelse med forslag om fusion/opkøb af et andet pengeinstitut, være repræsenteret 2/3 af aktiekapitalen på generalforsamlingen og heraf skulle 2/3 stemme for fusionen/opkøbet¹⁰⁷. Da der var stemmeretsbegrænsning kunne én aktionær maksimalt opnå 1.000 stemmer.

¹⁰⁷ Bilag 13

Som aktionær vil ens primære formål være at opnå størst muligt afkast ud fra den risiko, som man påtager sig¹⁰⁸. Hvorvidt dette har været tilfældet for aktionærene i Nordjyske Bank, er der dog ikke noget der tyder på. Aktionærernes formål med at være aktionærer i Nordjyske Bank synes primært at være, at man vil bibeholde en lokal bank i Nordjylland.

7.5. Kunder

Den enkelte kunde i et pengeinstitut kan ikke siges at have nogen større magt. Dog kan man argumentere for, at en kunde i et mindre pengeinstitut, som f.eks. Nordjyske Bank eller Nørresundby Bank har en større magt, end f.eks. en kunde i Danske Bank eller Nordea. Dette skyldes naturligvis, at der er et væsentligt større antal i kunder i de store banker, end der er i de små, og den lille bank vil derfor være mere afhængig af kunderne. I forhold til opkøbet, kan man dog ikke sige, at kunderne i nogle af de to pengeinstitutterne har haft nogen større indflydelse.

Nordjyske Bank har en stor andel af landbrugskunder, og disse har formentlig et større engagement i banken end privatkunderne. På trods af at landbrugskunderne engagementsmæssigt er tungere i banken, vurderes disse ikke at have nogen nævneværdig magt i Nordjyske Bank. Det danske landbrug er pt. under hårdt pres, og selvom landmændene er større kunder i bankerne, har de formentlig ikke samme mulighed for at skifte bank, som privatkunderne. Dette skyldes at en bank påtager sig en større risiko, og dermed en større belastning af kapitalen, ved at låne ud til en landmand.

Alt i alt kan man sige, at den enkelte kunde i Nordjyske Bank ikke har en stor magt, ej heller landmændene. Dog er Nordjyske Banks fremtidige resultat stærkt afhængig af netop denne branche grundet den store eksponering.

Den enkelte kunde i Nørresundby Bank har ligeledes ikke nogen større magt. Dertil må man forvente at kunderne i Nørresundby Bank er mere loyale, da de bevidst har valgt at være kunde i en lokalbank, som støtter op om projekter i lokalområdet. Derfor kan fusionen med Nordjyske Bank muligvis forårsage, at denne identitet som Nørresundby Banks kunder har, kan blive svækket, hvilket kan føre til mindre loyale kunder.

¹⁰⁸ Christensen og Pedersen (2009), side 27

For kunderne i de to banker må opkøbet siges at være positivt. Dette begrundes med, at disse kunder formentlig bevidst har valgt at være kunder i netop en lokalbank. Ved dette opkøb fastholdes lokalbanken, og det havde forventeligt ikke været tilfældet, hvis f.eks. en større bank havde opkøbt enten Nordjyske Bank eller Nørresundby Bank.

Selvom den enkelte kunde ikke har en stor magt i banken, så vil tabet af mange kunder kunne påvirke banken efter opkøbet. Derfor bør man igen have fokus på at integrere de to banker, så værdierne fra begge banker fortsat indgår i den fremtidige strategi.

7.6. Myndigheder

Nordjyske Bank og Nørresundby Bank er ligesom alle pengeinstitutter i Danmark underlagt lovgivning. Og netop den finansielle branche må siges at være særdeles lovreguleret. Myndighederne er en magtfuld interessant, men dog ikke en, som pengeinstitutterne har mulighed for at påvirke. Nye skærpselser kan i høj grad påvirke et pengeinstitut, hvorfor myndighederne er særdeles magtfulde.

Lovgivningen er blevet skærpet som en reaktion på finanskrisen, for at undgå en lignende krise igen. Årsagen er naturligvis, at finanskrisen har haft store samfundsmæssige konsekvenser, hvilket man naturligvis ikke ønsker gentager sig.

I 2013 blev der fastlagt nye kapitalkrav til pengeinstitutter. De nye krav består af de nye CRD IV regler, som i høj grad bygger på anbefalinger fra Basel Komitéen¹⁰⁹. Reglerne gælder også danske pengeinstitutter, og der er startet indfasning af disse regler pr. 1. januar 2014.

Reglerne er vedtaget for at sikre, at pengeinstitutterne ikke påtager sig mere risiko, end de er polstret til. Udfordringen ved disse regler er imidlertid, at samtidig med at de skal sikre en bedre soliditet i pengeinstitutterne, så skal de heller ikke hæmme den fremtidige vækst¹¹⁰.

For alle banker er der et minimums solvenskrav, som de skal opfylde. Dette udgør 8 % af de risikovægtede aktiver, om består af 4,5 % ikke hybrid kernekapital, 1,5 % hybrid

¹⁰⁹ Andresen (2013) side 314

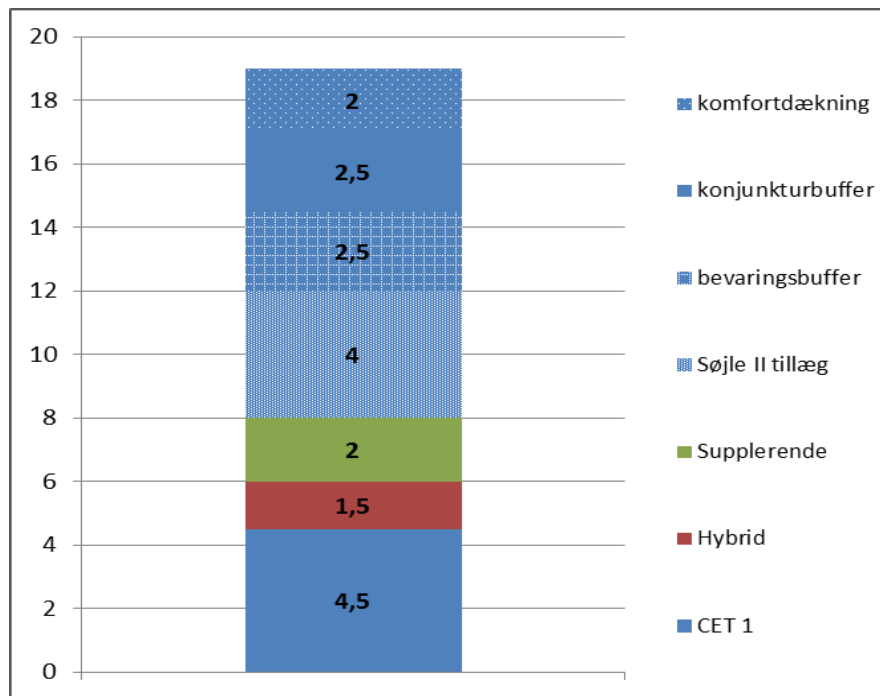
¹¹⁰ Andresen (2013) side 313

kernekapital og 2 % efterstillet gæld¹¹¹. Dertil kommer de individuelle krav, som skal modsvare den risiko, det enkelte pengeinstitut påtager sig. Jo højere risiko i et pengeinstitut, jo højere vil det individuelle solvenskrav være.

Tidligere var det kun et krav, at den ikke hybride kernekapital (egentlig kernekapital) skulle udgøre 2 %. Med de nye krav på 4 % sikrer man således, at der skal være en større egentlig egenkapital, som er den sikreste form for kernekapital. Dette giver udfordringer for nogle pengeinstitutter, men sikrer også at risikoen for tab eller konkurser reduceres.

Oven i de 8 %, som er minimumskravet, kommer det individuelle solvenskrav, hvilket opgøres ud fra risikoen i pengeinstituttet. Hertil kommer der en kapitalbevaringsbuffer, som udgør 2,5 %. Såfremt denne skulle svinde ind, vil pengeinstituttet ikke være tilladt at udbetale udbytte til aktionærer. Derudover kommer der en konjunkturbuffer, hvilken kan svinge fra 0 – 2,5 %, og som skal sikre, at pengeinstitutterne konsoliderer sig i opgangstider. Ydermere er der en systemisk buffer. Denne fastsættes af bestyrelsen og skal bestå af egentlig kernekapital.

Figur 17: Opbygning af kapitalkrav efter CRD-IV og CRR regler:



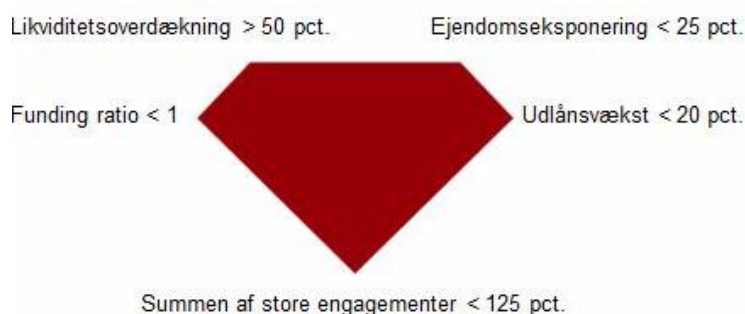
Kilde: Egen tilvirkning pba. Andresen (2013)

¹¹¹ Andresen (2013) side 321

Både Nordjyske Bank og Nørresundby Bank var inden fusionen velkonsoliderede pengeinstitutter. Nordjyske Banks solvensbehov lå på 12,1 %, men udgjorde 19,6 %, altså en overdækning på 7,5 procentpoint¹¹². Nørresundby Banks solvensbehov lå på 9,5 %, men udgjorde 20,0 %, altså en overdækning på 10,5 procentpoint¹¹³. CRD IV kravene vil selv ved fuld implementering, ikke være en udfordring for nogle af pengeinstitutterne og vil heller ikke være det efter opkøbet.

Udover CRD IV kravene er der også tilsynsdiamanten, som alle danske pengeinstitutter skal overholde. Denne indeholder krav til hvor stor en udlånseksponering, bankerne må have til f.eks. ejendomsmarkedet. Der foreligger pt. forslag til ændringer i tilsynsdiamanten omkring opgørelsen af store engagementer, som særligt vil påvirke de mindre banker¹¹⁴. Dette vil dog ikke give udfordringer for hhv. Nordjyske Bank eller Nørresundby Bank, eller Nordjyske Bank efter opkøbet.

Figur 18: Tilsynsdiamanten



Kilde: *finanstilsynet*¹¹⁵

Nordjyske Bank¹¹⁶:

- | | |
|----------------------------------|---------|
| • Summen af store eksponeringer: | 11,1 % |
| • Ejendomseksponering: | 6,5 % |
| • Udlånsvækst: | - 1 % |
| • Funding ratio: | 0,64 |
| • Likviditetsoverdækning: | 173,9 % |

¹¹² Nordjyske Bank risikorapport 2014

¹¹³ Nørresundby Bank risikorapport 2014

¹¹⁴ www.finanswatch.dk (9)

¹¹⁵ www.finanstilsynet.dk (3)

¹¹⁶ Nordjyske Bank risikorapport 2014

Nørresundby Bank¹¹⁷:

• Summen af store eksponeringer:	42 %
• Ejendomseksponering:	21 %
• Udlånsvækst:	- 4 %
• Funding ratio:	0,60
• Likviditetsoverdækning:	202 %

Som nævnt, er begge banker velkonsoliderede, og kravene i tilsynsdiamanten giver ikke udfordringer for nogle af bankerne og vil heller ikke gøre det efter opkøbet. Men da lovgivningen løbende ændrer sig, kunne en evt. skærpelse omkring eksponering mod landbrug give udfordringer for Nordjyske Bank. Landbrugssektoren er årsag til store nedskrivninger i pengeinstitutterne, og såfremt dette fortsætter, synes det ikke urealistisk at antage, at der kunne komme krav til netop eksponeringen mod denne branche.

Generelt kan man sige at begge banker ligger på et fornuftigt niveau. Dog er der ejendomseksponeringen i Nørresundby Bank som ligger på 21 %, hvor maksimum er 25 %. Denne vil imidlertid falde efter opkøbet til 13,3 % jf. Afsnit 8. "Nordjyske Bank anno 2015".

7.7. Delkonklusion

I forhold til opkøbet er det ledelsen og aktionærerne, som har haft indflydelse på, at dette nu er en realitet. For ledelsen er de officielle motivationsfaktorer herfor, at man ønsker at sikre en fremtidig lokal bank i Nordjylland, samt at man har været på bølgelængde med hinanden. Dog kan man også spekulere i, at der for ledelsen ligger motivation i form af mere prestige, magt og aflønning. For aktionærerne i Nordjyske Bank, som er dem der tilsyneladende betaler prisen for opkøbet, må det ligeledes være ønsket om fortsat at have en lokal forankret bank, der kan og vil varetage de nordjyske interesser, der har været det primære motiv for at stemme for opkøbet.

Efter opkøbet er de ansatte en særdeles vigtig interessant. De har ikke haft indflydelse på, hvorvidt opkøbet skulle gennemføres eller ej, men i forhold til om det bliver en succes, må det siges at have afgørende betydning, hvilket er vigtigt at ledelsen har for øje.

¹¹⁷ Nørresundby Bank risikoreport 2014

Myndighederne vil fortsat være en vigtig og magtfuld interessant. Men Nordjyske Bank vil efter opkøbet være velkonsolideret, hvorfor lovgivningen ikke umiddelbart giver anledning til udfordringer. Fremtidig lovgivning omkring f.eks. landbrugseksposering kan dog risikere at ændre ved dette.

De tre vindere ved opkøbet vurderer vi er; ledelsen, jf. ovenstående, kunderne, da lokalbanken fastholdes, og aktionærerne, da det umiddelbart også er ønsket om at fastholde en lokalbank, der er førsteprioritet for dem.

8. Nordjyske Bank anno 2015

8.1. Begrundelse for opkøbet

Nordjyske Bank og Nørresundby Bank har begge lagt vægt på, at hovedformålet med et opkøb var at sikre en stærk og selvstændig lokalbank i Nordjylland pga. den geografiske dækning, den samme edb-central og branchekoncentrationen af udlån og garantier¹¹⁸. Begge pengeinstitutter har filialer i Hjøllerup og Brønderslev, og det er planlagt, at de to filialer sammenlægges og placeres i Nørresundby Banks lokaler¹¹⁹. Det nye pengeinstitut har 27 resterende filialer som er geografisk fordelt som på figuren nedenfor¹²⁰:

Figur 19: Oversigt over filialer i Ny Nordjyske Bank



Kilde: Udvidet selskabsmeddelelse

¹¹⁸ Udvidet selskabsmeddelelse (1), side 6

¹¹⁹ Udvidet selskabsmeddelelse (2), side 31

¹²⁰ Udvidet selskabsmeddelelse (3), side 32

Herudover mener bestyrelsen også at følgende argumenter har talt positivt for opkøbet¹²¹:

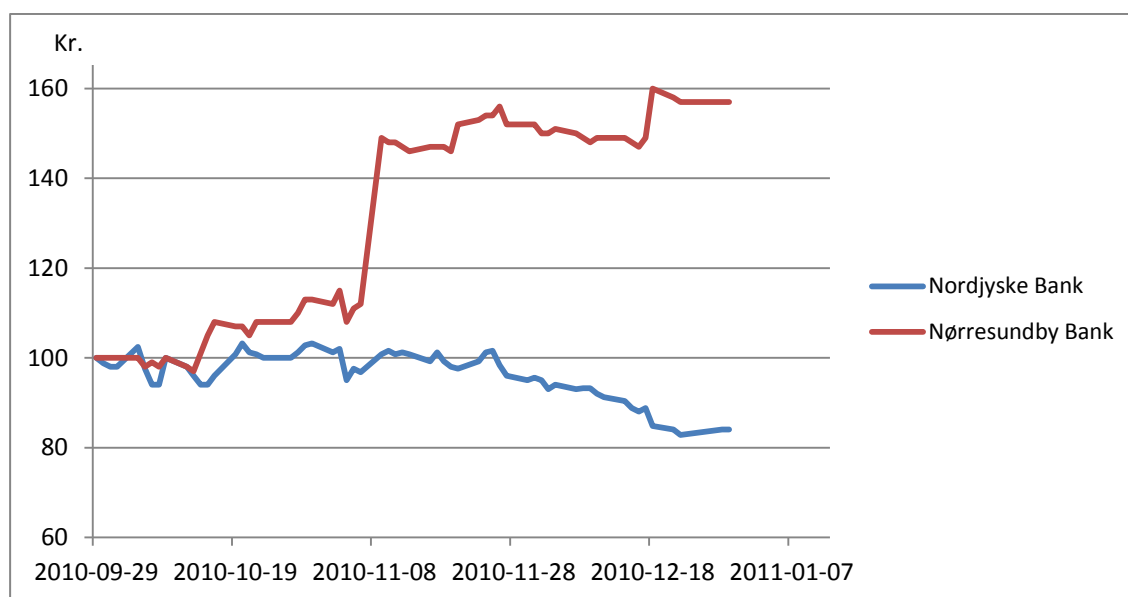
- Besparelse på 50 mio. kr., herunder en højere egenkapitalforrentning og indtjening pr. aktie
- Begge pengeinstitutter vil gå fra gruppe 3 pengeinstitut til gruppe 2 pengeinstitut
- Det nye pengeinstitut vil have mulighed for at betjene større kunder
- Solvenskravet går ned

De følgende afsnit er lavet efter egen tilvirkning, men med baggrund i- og med inspiration fra artiklen ”Den Nordjyske Bankkrig” skrevet af Florentsen, Møller og Parum (2015).

8.2. Aktieanalyse

I forbindelse med opkøbet er det relevant at se på, hvordan aktionærerne i de berørte pengeinstitutter har taget imod nyheden. En måde, hvorpå dette kan belyses er ved at kigge aktiekurserne og inddele dem efter indeks 100. Der er valgt en tidsperiode fra den 30. september 2014 og frem til den 31. december 2014. Nedenstående analyse er dog med forbehold, da man ikke direkte kan sammenligne fondsbørsmeddelelser med udviklingen i aktiekurserne. Der er mange andre faktorer, der kan spille ind, men det kan dog give et fingerpeg om, hvordan det er gået med kurserne.

Figur 20: Udvikling i aktiekurs i forhold til kurs 100



¹²¹ www.nordjyskebank.dk (4)

Kilde: Egen tilvirkning pba. euroinvestor.dk bilag 16

Det hele starter den 10. oktober 2014, da der fremsendes en fondsbørsmeddelelse om at Nordjyske Bank og Nørresundby Bank ønsker at fusionere, som følge af et tyveri af kursfølsomme oplysninger¹²². Denne dag stiger aktiekursen for Nordjyske Bank med 5,93 % til kurs 126 og Nørresundby Bank stiger med 2,11 % til kurs 285. Stigningerne er ikke så store, som man tidligere har set i forbindelse med fusioner og fusionsrygter fra andre selskaber. Bl.a. kan nævnes Jyske Banks fusion med BRF Kredit, hvor aktien steg med ca. 8 %¹²³, eller opkøbsrygter vedr. Vestjysk Bank, der sendte deres aktie op med ca. 12 %¹²⁴. Den 5. november 2014 fremsendes en fondsbørsmeddelelse fra Nordjyske Bank¹²⁵ om, at fusionsforhandlingerne er standset pga. due diligence¹²⁶, samt fordi bytteforholdet ikke er færdigbehandlet for så vidt angår de aktier, som Spar Nord ejer i Nørresundby Bank. Med baggrund i dette samt hensyntagen til kunder, ansatte og aktionærer, vælger Nordjyske Banks bestyrelse altså valgt at trykke på bremsen. Dette falder ikke i god jord hos investorerne, der sender Nordjyske Banks aktie ned med 6,67 % til kurs 95,2 og Nørresundby Banks aktie ned med 5,74 % til kurs 287,5.

Næste gang, der sker noget mærkbart med kurserne jf. grafen ovenfor, er blot 5 dage senere, den 10. november 2014, hvor Spar Nord bringer en fondsbørsmeddelelse med et købstilbud på alle aktier i Nørresundby Bank¹²⁷. Tilbuddet lyder på i alt 425 kr. pr. aktie bestående af et kontant vederlag på 309 kr. samt to stk. aktier i Spar Nord. Dette indebærer en præmie til Nørresundbys aktionærer på ca. 63 %. Denne meddelelse bliver der taget positivt imod hos investorerne hos Nordjyske Bank, der sender aktien op med 4,14 % til kurs 126. Investorerne hos Nørresundby Bank tager imidlertid endnu bedre imod meddelelsen og aktien stiger med hele 33,22 % og får dermed kursen til at stige fra kurs 298 til 397.

Den 27. november 2014 meddeler Nordjyske Bank, at de har påbegyndt overvejelser vedrørende mulighederne for et tilbud på aktierne i Nørresundby Bank¹²⁸. Meddelelsen sluttet af med, at det dog er uvist, hvorvidt det hele ender ud i et egentligt tilbud. Denne udmelding

¹²² www.nordjyskebank.dk (5)

¹²³ www.politikken.dk (3)

¹²⁴ www.business.dk (4)

¹²⁵ www.nordjyskebank.dk (6)

¹²⁶ www.dealacour.dk

¹²⁷ www.sparnord.dk (2)

¹²⁸ www.nordjyskebank.dk (7)

får Nordjyske Banks aktie til at falde med 3,15 % til kurs 123 imens Nørresundby Banks aktie stiger 0,98 % til kurs 414.

Den 18. december 2014 kl. 17.50 fremsender Nordjyske Bank endelig et købstilbud på alle aktierne i Nørresundby Bank¹²⁹. Tilbuddet består af et kontant vederlag på 335 kr. samt én aktie i Nordjyske Bank til en opgjort pris på 115 kr., hvilket Jyske Bank stiller garanti for. Det samlede tilbud lyder således på 450 kr. pr. aktie i Nørresundby Bank og dermed 25 kr. mere pr. aktie end tilbuddet fra Spar Nord. Fra morgenstunden den 19. december 2014 stiger Nørresundby Banks aktie med 7,46 % og rammer nu kurs 425. Dermed er aktien steget 60,37 % i forhold til indeks 100 den 30. september 2014. Helt anderledes ser det ud for Nordjyske Banks aktiekurs, der samme dag som Nørresundby Bank stiger, falder med 4,5 % til kurs 106. Nordjyske Banks aktie er siden den 30. september 2014 faldet med 15,2 %. Der er således tale om en kursforskel mellem Nordjyske Bank og Nørresundby Bank på 75,5 % i den angivne periode. Set i forhold til dette, har opkøbsplanerne været et dyrt bekendtskab for Nordjyske Banks aktionærer.

8.3. Performance for den nye Nordjyske Bank

Fra regnskabsanalysen tilbage i afsnit 4 så vi, at begge pengeinstitutter har klaret sig godt de seneste år, selvom de begge er negativt påvirket af det lave renteniveau samt oplever udfordringer med nye udlån. I bilag 17 er der udarbejdet en resultatopgørelse for hhv. Nordjyske Bank og Nørresundby Bank for 2014 samt den nye Nordjyske Bank for 2015. Sidstnævnte med udgangspunkt i Nordjyske Banks proforma opgørelse for perioden fra den 1. januar 2014 til den 31. december 2014 inkl. besparelsen på 50 mio. kr.¹³⁰. Eventuelle omkostninger i forbindelse med fusionen er ikke indregnet. Nedenfor er vist et uddrag af de i bilag 17 beregnede opgørelser:

¹²⁹ www.nordjyskebank.dk (8)

¹³⁰ Udvidet selskabsmeddelelse (5), side 105

Tabel 21: Uddrag fra opgørelser

Tal i mio. kr.	Nordjyske Bank	Nørresundby Bank	Ny Nordjyske Bank
	2014	2014	2015
Balance	8.881	9.278	18.057
Egenkapital	1.421	1.556	2.599
Kernekapital efter fradrag	1.252	1.404	1.793
Basiskapital efter fradrag	1.252	1.404	2.062
Risikovægtede poster	6.399	7.027	13.400
Solvens	19,57 %	19,98 %	15,39 %
Individuelt solvensbehov	12,1 %	9,5 %	10,8 %

Egen tilvirkning pba. årsrapporter 2014, risikorapporter 2014 og udvidet selskabsmeddelelse bilag 17

Som det fremgår af tabellen, ses det for Nordjyske Banks vedkommende, at basiskapitalen er 1.252 mio. kr., de risikovægtede poster er 6.399 mio. kr. og solvensen er opgjort til 19,57 %. Det individuelle solvensbehov er på 12,1 % svarende til et kapitalkrav på 777 mio., hvilket giver en solvensoverdækning på 61,19 %. Nordjyske Bank har en målsætning om, at solvensen ikke skal være lavere end 16 %, og at den solvensmæssige overdækning i forhold til det individuelle solvensbehov minimum skal være 25 %¹³¹. Dette må siges at være opfyldt og endda med god margin.

For Nørresundby Bank er basiskapitalen 1.404 mio. kr., de risikovægtede poster er 7.027 mio. kr. og solvensen er på 19,98 %. Deres individuelle solvensbehov er på 9,5 % svarende et kapitalkrav på 669 mio. kr. Nørresundby Bank har en målsætning om at solvensprocenten som minimum skal være 4 procentpoint over lovens krav¹³², hvorfor de mere end rigeligt overholder dette.

Jf. proforma opgørelsen for det nye pengeinstitut, ses det at solvensen falder til 15,39 %, og det individuelle solvensbehov falder til 10,8 % svarende til et kapitalkrav på 1.291 mio. kr. Det nye pengeinstitut opfylder således ikke Nordjyske Banks oprindelige målsætning om at

¹³¹ Udvidet selskabsmeddelelse (6), side 108

¹³² Nørresundby Bank solvensrapport 2014, side 9

have en solvens på minimum 16 %, men det er dog stadig væsentlig over Finanstilsynets minimumskrav på 8 %. Med hensyn til den solvensmæssige overdækning i forhold til det individuelle solvensbehov, så udgør denne 59 % i forhold til den nye basiskapital på 2.062 mio. kr., og opfylder dermed Nordjyske Banks egen målsætning om minimum 25 %.

Som tidligere anført, var et af argumenterne for opkøbet en øget egenkapitalforrentning, der udregnes som forholdet mellem årets resultat efter skat og egenkapitalen opgjort i procent.

Egenkapitalforrentningen stiger givetvis fra 6,20 % til 7,43 %, men med en nedgang i solvensen på 4,18 % betyder det, at man med opkøbet øger gearingen fra 5,11 til 6,50 og dermed også risikoen jf. tabellen nedenfor. En øget gearing betyder automatisk en øget egenkapitalforrentning, og denne fremkommer ved, at det nye pengeinstituts egenkapital på 2.599 mio. kr., er mindre end den samlede egenkapital for Nordjyske Bank og Nørresundby Bank, der ville have været på 2.977 mio. kr., hvis de ikke var gået sammen.

Tabel 22: Oversigt over gearing, WACC og ROE

	Nordjyske Bank 2014	Nørresundby Bank 2014	Ny Nordjyske Bank 2015
Gearing	5,11	5,00	6,50
WACC	1,47 %	1,49 %	1,39 %
ROE	6,20 %	8,98 %	7,43 %

Kilde: Egen tilvirkning pba. årsrapporter 2014. Bilag 17

Der argumenteres for en højere indtjening pr. aktie, der findes ved at tage antal aktier i forhold til årets resultat, som givetvis stiger fra 11,41 kr. til 15,76 kr. jf. tabellen nedenfor.

Tabel 23: Indtjening pr. aktie og antal aktier

	Nordjyske Bank 2014	Ny Nordjyske Bank 2015
Indtjening pr. aktie	11,41 kr.	15,76 kr.
Antal aktier	77,2 mio. stk.	122,4 mio. stk.

Kilde: Egen tilvirkning pba. Nordjyske Banks årsrapport 2014 og udvidet selskabsmeddelelse. Bilag 17

Der sker en stigning i indtjeningen pr. aktie, men igen påvirkes denne positivt af den øgede gearing som steg med 1,39 fra 5,11 til 6,50. Nordjyske Bank kunne reelt set have øget deres egen indtjening pr. aktie uden opkøb af Nørresundby Bank ved at lave et aktie

tilbagekøbsprogram¹³³ og købe f.eks. 15 % af deres egne aktier svarende til 1,15 mio. stk. til en kurs 105 pr. 1. januar 2015. Det ville koste ca. 121,5 mio. kr. af egenkapitalen, og dermed også basiskapitalen, der i givet fald vil ende på hhv. 1.299 mio. kr. og 1.130 mio. kr. Resultatet ved at købe egne aktier vil være et fald i solvensen på 1,93 % fra 19,6 % til 17,67 %, men indtjeningen pr. aktie vil stige fra 11,41 kr. til 13,43 kr. Gearingen vil i dette tilfælde kun stige med 0,54 fra 5,11 til 5,65. Med baggrund i dette vurderes opkøbet på dette område umiddelbart som en mindre god ide, set i forhold til den merværdi man får i forhold til den øgede risiko kontra alternativet med tilbagekøbsprogrammet.

Tabel 24: Aktie tilbagekøbsprogram

Køb af 15 % af egne aktier	1,15 mio. stk.
Kurs pr. 1.1.2015	105 kr.
Ny aktiesaldo	6,56 mio. stk.
Pris for tilbagekøb	121,59 mio. kr.
Ny egenkapital	1.299 mio. kr.
Ny basiskapital	1.130 mio. kr.
Ny solvens	17,67 %
Ny indtjening pr. aktie	13,43 kr.
Ny gearing	5,65

Kilde: Egen tilvirkning. Bilag 17

Den forøgede basiskapital i det nye pengeinstitut betyder, at banken vil kunne håndtere større kunder end hidtil. Jf. tilsynsdiamanten må summen af store eksponeringer i et pengeinstitut maksimalt udgøre 25 % af kapitalgrundlaget. Ved summen af store eksponeringer forstås eksponeringer, der udgør mindst 10 % af basiskapitalen¹³⁴.

Tabel 25: Basiskapital efter fradrag og summen af store eksponeringer

Tal i mio. kr.	Basiskapital efter fradrag	Summen af store eksponeringer
Nordjyske Bank	1.252 mio. kr.	1.565 mio. kr.
Ny Nordjyske Bank	2.062 mio. kr.	2.577 mio. kr.

Kilde: Egen tilvirkning pba. risikorapporter 2014 og udvidet selskabsmeddelelse.

¹³³ Egen tilvirkning pba. Florentsen, Møller og Parum (2015)

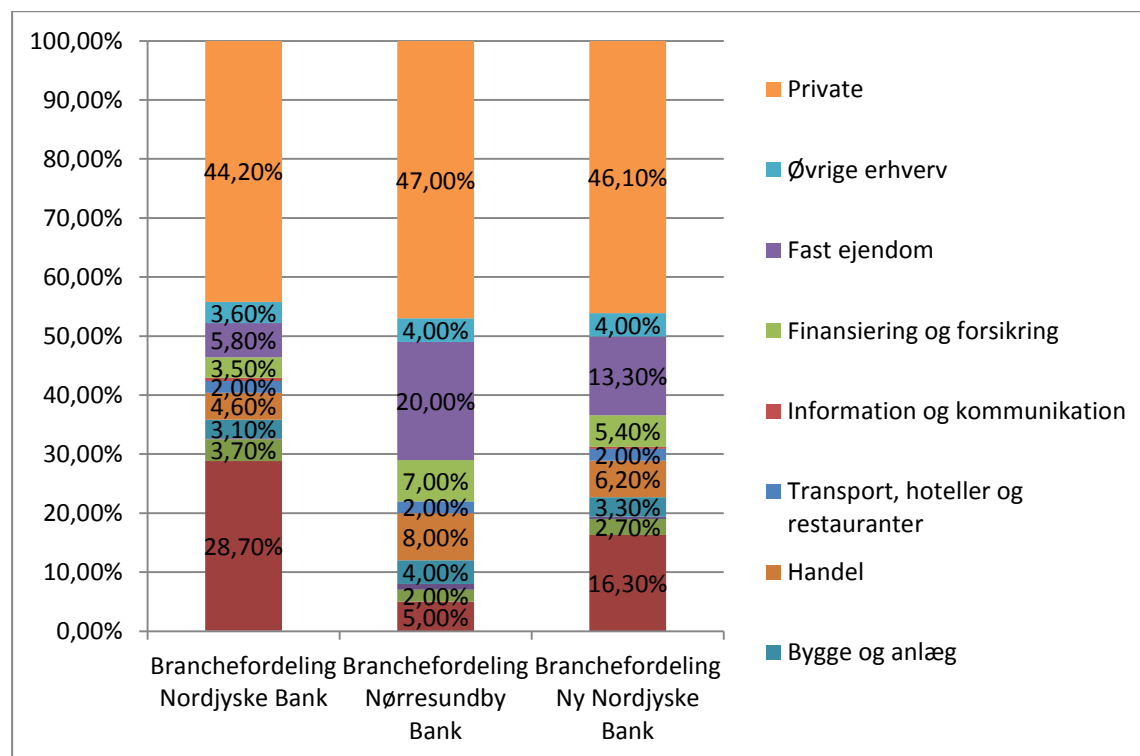
¹³⁴ www.finanstilsynet.dk (4)

Jf. ovenstående måtte Nordjyske Bank før opkøbet have en sum af store eksponeringer på maksimalt 1.565 mio. kr., hvoraf summen i Nordjyske Bank ultimo 2014 udgør 11,1 %¹³⁵ svarende til 139 mio. kr. De udnytter i dag således på ingen måde det fulde potentiale op til de 125 %. Efter opkøbet vil de maksimalt have mulighed for en sum på 2.577 mio. kr., men set i forhold til f.eks. Danske Bank, der har en basiskapital på 167.000 mio. kr.¹³⁶, har de mulighed for en sum af store eksponeringer på hele 208.750 mio. kr. svarende til 81 gange så meget som Nordjyske Bank efter opkøbet. Set i det perspektiv må konklusionen være, at det nye pengeinstitut korrekt har mulighed for at håndtere større kunder, men i forhold til en konkurrent som Danske Bank virker argumentet en smule ubetydeligt.

8.4. Branchefordeling

Som nævnt i afsnit 8.1. om begrundelsen for opkøbet, er et af argumenterne branchesammensætningen i forhold til garantier og udlån, da pengeinstitutterne hver især har større koncentrationer til nogle få brancher.

Figur 21: Oversigt over branchefordeling



Kilde: Egen tilvirkning pba. årsrapporter 2014 og udvidet selskabsmeddelelse. Bilag 18

¹³⁵ Nordjyske Bank årsrapport 2014, side 22

¹³⁶ Danske Bank årsrapport 2014

Af ovenstående figur ses at udlånssammensætningen for det nye pengeinstitut¹³⁷ ikke ændrer sig mærkbart i forhold til de to tidligere pengeinstitutters branchefordeling. Som angivet i regnskabsanalysen fra afsnit 4, havde Nordjyske Bank dog en stor eksponering i forhold til landbruget på 28,70 %, som efter opkøbet vil blive bragt ned til 16,30 %. Nørresundby Bank havde en stor eksponering i forhold til fast ejendom på 20 %, som vil komme ned på 13,30 %. Som tidligere nævnt er der argumenteret for, at pengeinstitutterne hver især var eksponeret i forhold til de geografiske steder, de var placeret, og hvor de havde deres kompetencer. Da kompetencerne på disse områder formodes bibeholdt, og de geografiske placeringerne for filialerne ikke ændres væsentligt, vurderes opkøbet på dette område fornuftigt pga. den større risikospredning.

8.5. Delkonklusion

Med baggrund i ovenstående analyse er der mange ting, der taler imod fusionen set i aktionærernes perspektiv. I aktieanalysen så vi, at aktiekursen på Nordjyske Banks aktier er faldet med 15,2 % ultimo 2014, i forhold til kursen før opkøbsplanerne blev offentliggjort. Samtidig er Nørresundby Banks aktier steget med hele 60,37 % i samme periode, hvilket efterlader Nordjyske Banks aktionærer som den klare taber i denne sammenhæng.

Med baggrund i performanceanalysen så vi, at Nordjyske Bank havde en solvens på 19,57 %, et individuelt solvensbehov på 12,1 % og en solvensoverdækning på 61,29 %. Med opkøbet falder solvensen til 15,39 %, det individuelle solvensbehov falder til 10,8 % og solvensoverdækningen falder til 59 %. Dette resulterer i, at Nordjyske Bank ikke lever op til deres egen målsætning; en solvens på minimum 16 %. Til gengæld stiger egenkapitalforrentningen med 1,23 % og indtjeningen pr. aktie med 4,35 kr. pr. aktie. Men med en nedgang i solvensen, sker resultaterne på bekostning af en øget gearing på 1,39 og dermed en højere risiko. Et alternativ til fusionen kunne være et tilbagekøbsprogram af egne aktier, der ville få solvensen til at falde til 17,67 % og øge indtjeningen pr. aktie med 2,2 kr. Dette resulterer også i en øget gearing, men denne ville kun stige med 0,54.

Det nye pengeinstitut vil kunne håndtere større kunder, hvor summen af store eksponeringer stiger fra 1.565 mio. kr. til 2.577 mio. kr. Men sammenlignet med Danske Bank, der kan klare en sum 81 gange større, virker dette som et tyndt argument for et opkøb.

Til gengæld giver opkøbet god mening, når der tales om branchesammensætning. De to pengeinstitutters branchesammensætning minder meget om hinanden, men Nordjyske Banks

¹³⁷ Udvidet selskabsmeddelelse (7), side 35

store eksponering mod landbruget vil falde fra 28,7 % til 20 %, og Nørresundby Banks eksponering mod ejendomme vil falde fra 20 % til 13,3 %. Dette vil alt andet lige betyde en bedre risikospredning end tidligere.

9. Værdiansættelse af pengeinstitutterne

For at kunne vurdere, om Nordjyske Banks opkøb af Nørresundby Bank er attraktivt set fra et aktionærsynspunkt, vil vi foretage en værdiansættelse af Nørresundby Bank. Således vil vi kunne analysere, hvorvidt der fra Nordjyske Banks side betales en overpris, og i givet fald, hvor meget denne overpris måtte være. Herefter vil vi foretage selv samme værdiansættelse af Nordjyske Bank, for så slutteligt at værdiansætte Nordjyske Bank efter opkøbet. Derved vil vi kunne sammenligne værdiansættelserne af de to selvstændige pengeinstitutter med det samlede pengeinstitut, og derved vurdere, om aktionærerne opnår en samlet merværdi ved opkøbet. Værdiansættelsen vil blive foretaget via en kapitalværdibaseret model og sammenholdt med en værdiansættelse ved multipler.

9.1. Generelt om værdiansættelse af virksomheder

Markedsværdien af en virksomhed afhænger af virksomhedens evne til at genere fremtidig indtjening, samt købers krav til investeringens forrentning. Udfordringerne ligger således i at estimere de fremtidige pengestrømme samt at tilbagediskontere disse pengestrømme med en rente, der modsvarer risikoen ved en investering i den pågældende virksomhed.

En traditionel og meget benyttet model til dette, er den diskonterede cash flow model også kaldet DCF-modellen¹³⁸. Via denne kan værdien af en virksomhed bestemmes ud fra nedenstående formel:

Formel 5: DCF-modellen

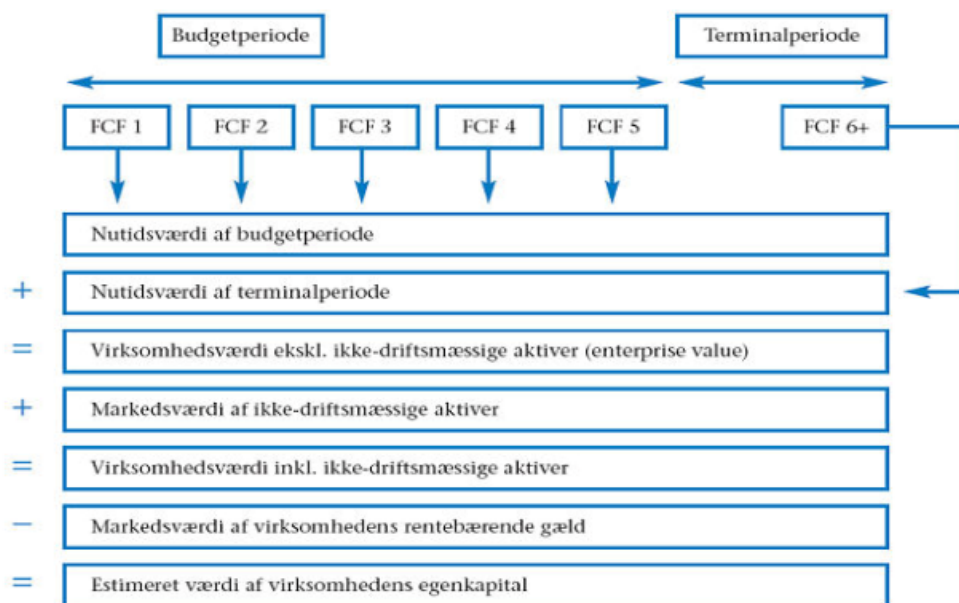
$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DCF_t}{(1+WACC)^t}$$

Kilde: Michael Christensen og Frank Pedersen (2009) s.198

¹³⁸ Ejendomsforeningen Danmark (2010), side 22

Her angiver V værdien af virksomhedens aktiver, DCF er det frie cash flow i perioden t , og $WACC$ udtrykker virksomhedens vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger til hhv. gældens ejere og aktionærer. Nedenstående figur illustrerer fremgangsmåden i DCF-modellen¹³⁹.

Figur 22: Illustration over DCF-modellen



Kilde: www.skat.dk (2)

Når det gælder værdiansættelse af pengeinstitutter er der imidlertid nogle udfordringer i forbindelse med at benytte DCF-modellen som værdiansættelsesmetode.

For det første antager man ved DCF-modellen, at pengestrømme fra driften og investeringer kan holdes adskilt fra finansieringen. Da præferencerne for finansieringsstrukturen og mulighederne for at kunne opnå finansiering kan være ganske forskellige, vil medtagelse af pengestrømme fra finansiering i mange tilfælde mindske gennemsigtheden af ejendommens markedsværdi¹⁴⁰. Denne adskillelse er imidlertid ikke hensigtsmæssig, når det kommer til værdiansættelse af pengeinstitutter, hvilket hænger sammen med, at pengeinstitutterne har en speciel forretningsmodel, idet pengeinstitutternes forretning netop er bygget op omkring de

¹³⁹ www.skat.dk (1)

¹⁴⁰ Ejendomsforeningen Danmark (2010), side 23

finansielle aktiviteter i modsætning til traditionelle produktionsvirksomheder.

Pengeinstitutternes vigtigste funktion er således at modtage indlån til forrentning samt udlåne penge mod rentebetalinger. Der er altså tale om finansielle ind- og udbetalinger, som er afgørende for pengeinstituttets værdiskabelse, hvorfor det ikke er muligt at værdiansætte et pengeinstitut uden også at tage højde for disse pengestrømme.

Et andet problem ved værdiansættelse af pengeinstitutter er, at den finansielle branche er et meget reguleret marked. Der er krav og begrænsninger til, hvordan pengeinstitutterne er kapitaliseret, hvor hurtigt de må vækste, samt hvordan de kan geninvestere deres løbende overskud. Disse reguleringer er, som tidligere nævnt, blevet yderligere forstærket efter finanskrisen og især kravene til bankernes solvens og kvaliteten af den bagvedliggende kapital er blevet skærpet. Dette har medført, at pengeinstitutterne har været nødsaget til at overføre overskud til egenkapitalen for at øge solvensgraden – penge, der alternativt kunne være udbetalt til aktionærene eller udlånt/investeret til at generere fremtidig indtjening. Investor er selvsagt interesseret i, at pengeinstituttet er tilstrækkeligt konsolideret, men pengeinstitutterne skaber værdi ved at udnytte kapitalgrundlaget optimalt, og en unødvendig høj solvensgrad er ikke optimal, hvis pengeinstituttet alternativt kunne udnytte kapitalen til at øge udlånene og derved indtjeningen.

Sidste udfordring ved at benytte DCF-modellen som værdiansættelsesmetode er ift. at estimere WACC'en samt at benytte denne som diskonteringsfaktor. Pengeinstitutter lever af at have gæld, groft forenklet ved at låne til en lav rente og udlåne til en højere rente, hvorfor de sammenlignet med almindelige produktionsvirksomheder, har en meget høj gearing. Indlån fra kunderne kan således ikke kun betegnes som finansiering, det er også et essentielt råstof til udlånsvirksomheden. Udfordringerne ligger således i at definere, hvilke balanceposter der er gæld. Vælger man at betragte al kort- og langsigtet låntagning inklusiv indlån som gæld, vil et pengeinstitut opnå en meget høj gældsandel. WACC'en tager desuden ikke højde for, hvilken type gæld der er tale om, og indeholder dermed alt fra hybrid kernekapital til almindelig indlån. Og da det er væsentligt dyrere at funde sig via finansmarkederne end via det billige indlån, så vil en meget høj gældsandel kombineret med lave låneomkostninger resultere i en unaturlig lav WACC. Man kunne i den forbindelse vælge kun at medregne den langsigtede gæld, men da begge kategorier er gæld, synes dette ikke at være en logisk forudsætning.

Definitionen af, hvilken gæld der skal medtages eller udelades, vil derfor være meget subjektiv og føre til vidt forskellige udregninger af WACC'en. Da netop WACC'en har en stor betydning for værdiansættelsen i DCF-modellen, er dette en væsentlig grund til, at modellen ikke bør benyttes ved værdiansættelse af pengeinstitutter.

9.2. Modificeret DCF-model

Som følge af ovenstående udfordringer ved at benytte DCF-modellen, mener flere teoretikere, at man i stedet bør fokusere på pengeinstituttets nettooverskud og tilbagediskontere disse overskud, for på den måde at tage højde for de specielle forhold, der gør sig gældende for pengeinstitutter.

Damodaran¹⁴¹ anbefaler, at man fokuserer på de faktiske eller mulige udbytter til aktionærerne:

*"We argue that financial service firms are best valued using equity valuation models, rather than enterprise valuation models, and with actual or potential dividends, rather than free cash flow to equity."*¹⁴²

Således finder man værdien af egenkapitalen i stedet for virksomhedsværdien. Når man fokuserer på nettooverskuddet, tages der udgangspunkt i det teoretiske beløb, der kan udbetales til aktionærerne, når banken har afholdt alle omkostninger, herunder omkostninger til fremmedkapital og indlån. På denne måde behandler man også bankens gæld som en del af driften, hvilket er hensigtsmæssigt, idet netop gælden, som tidligere nævnt, er en form for "råmateriale" for pengeinstituttet.

Med udgangspunkt i ovenstående benytter vi således en modificeret variant af DCF-modellen – også kaldet Equity DCF-modellen¹⁴³. Via denne bestemmes værdien af egenkapitalen ud fra nedenstående formel.

¹⁴¹ www.people.stern.nyu.edu

¹⁴² Damodaran (2009)

¹⁴³ Koller, Goedhart & Wessels (2010), side 745

Formel 6: Equity DCF-modellen

$$V_e = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CFE_t}{(1+K_e)^t}$$

Kilde: Koller, Goedhart & Wessels (2010), side 745

Hvor *CFE* er cash flow til egenkapitalen, *Ke* er egenkapitalens forrentning og *t* er tiden. Principperne er således de samme som i DCF-modellen, dog med den væsentlige forskel, at der fokuseres på cash flow til egenkapitalen samt forrentningskravet til egenkapitalen. Den øvrige opbygning af modellen er den selvsamme som ved DCF-modellen, hvor man i en valgt budgetteringsperiode estimerer forventede fremtidige pengestrømme til at bestemme markedsværdien, under forudsætning af, at indtægter i dag vurderes at have større værdi end indtægter på et givet fremtidigt tidspunkt. Investor bør således kompenseres for at modtage indtægter i fremtiden, hvilket gøres ved at tilbagediskontere de fremtidige pengestrømme med en diskonteringsrente, der afspejler forrentningskravet.

Men det beregnede nettooverskud er ikke nødvendigvis lig med det overskud, der kan udbetales til aktionærerne. I takt med bankens vækst kan det være nødvendigt, at bankens egenkapital øges for at kunne overholde lovgivningens krav til solvens. Der kan derfor opstå behov for at overføre en del af overskuddet til egenkapitalen i budgetteringsperioden, hvorfor der i værdiansættelsen også skal tages højde for pengeinstituttets fremtidige solvensgrad.

For at kunne tage højde for den fremtidige solvens, vil vi lave en detaljeret resultatopgørelse og balance med det formål at estimere det maksimale udbytte, der kan udbetales til aktionærerne under forudsætning af, at pengeinstituttet samtidig overholder de lovgivningsmæssige samt egne krav til en tilfredsstillende solvensgrad. Derved kan vi estimere det maksimale teoretiske beløb, der kan udbetales til aktionærerne, og ved at tilbagediskontere disse beløb til nutidsværdi, vil vi kunne beregne værdien af pengeinstituttet.

9.3. Budgettering

Inden vi kan påbegynde budgetteringsprocessen, skal budgetteringsperioden bestemmes. Budgetteringsperioden skal løbe frem til et tidspunkt, hvor pengestrømmene er stabiliseret. Hvorvidt pengestrømmene er stabiliseret, er afgørende for, hvorvidt værdien af terminalperioden kan beregnes. Pengeinstitutter er konjunkturfølsomme, hvilket i særdeleshed kom til udtryk under finanskrisen, hvor man var nødsaget til at foretage store nedskrivninger¹⁴⁴. Stor konjunkturfølsomhed taler for en lang budgetteringsperiode, hvorfor vi vælger at budgettere med en 10-årig periode, således vi kan beregne værdien af pengeinstituttet på baggrund af en årrække med lav vækst og en årrække med stigende vækst, indtil denne er stabiliseret. Alternativt risikerer man at over- eller undervurdere pengeinstituttets værdi, såfremt man f.eks. vælger en 5-årig periode med enten høj eller lav vækst. En længere budgetteringsperiode end 10 år er som udgangspunkt ikke hensigtsmæssig, idet en estimering af pengestrømmene så langt ud i fremtiden praktisk talt ikke er mulig¹⁴⁵.

9.4. Værdiansættelse af Nørresundby Bank

Via den modificerede DCF-model foretager vi nu en værdiansættelse af Nørresundby Bank ud fra en række givne forudsætninger i den valgte 10-årige budgetteringsperiode. På den måde kan vi sammenholde den beregnede markedsværdi med den pris, som Nordjyske Bank betaler, og vurdere, hvorvidt der betales en over- eller underpris for Nørresundby Bank. Selve værdiansættelsen uddyber vi step-by-step for at gøre værdiansættelsen så gennemskuelig som muligt og for at illustrere, hvilke valuedrivers der har betydning for værdiansættelsen. Samtlige beregninger i værdiansættelsen af Nørresundby Bank er desuden vedlagt som bilag 19.

9.4.1. Resultatopgørelsen

Første skridt i værdiansættelsesprocessen er at estimere Nørresundby Banks nettooverskud i budgetperioden. I den forbindelse er vi nødsaget til at foretage en række simplificeringer i forbindelse med estimeringen af cash flowet. Vi tager udgangspunkt i Nørresundby Banks årsregnskab for 2014.

¹⁴⁴ www.finansraadet.dk (2)

¹⁴⁵ Ejendomsforeningen Danmark (2010), side 27

9.4.2. Renteindtægter og -udgifter

Som tilfældet er i de fleste banker, er Nørresundby Banks hovedindtægtskilde netto renteindtægter. Dvs. renteindtægter fra udlån fratrukket renteudgifter til indlån. Posten netto renteindtægter påvirkes både af udviklingen i bankens indlån og udlån samt rentemarginalen. Første skridt i budgetteringsprocessen er derfor at budgettere udviklingen i ind- og udlån. Nørresundby Bank har i perioden 2010-2014 haft faldende udlån og stigende indlån på nær i 2013¹⁴⁶.

I vores budgettering skønner vi, at udlånet fortsat vil være faldende de kommende tre år (2015-2017), hvorefter det vil være jævnt stigende i resten af budgetperioden. Indlånet vil være stigende i 2015-2016, for så at forblive uændret i 2017-2018, hvorefter det igen vil være svagt stigende igennem resten af budgetperioden. Dette begrundes med en forventet lav vækst de kommende år grundet lave vækstrater i Europa samt generel uro på verdensmarkedet. Herefter skønner vi en moderat vækst i økonomien, for så til sidst i budgetperioden at budgettere med en højkonjunktur. På baggrund af de nævnte forudsætninger, samt Nørresundby Banks ind- og udlån ultimo 2014, budgetterer vi indlån og udlån som vist i nedenstående tabel.

Tabel 26: Estimeret udvikling i Nørresundby Banks ind- og udlån

(Beløb i t.kr.) / %	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Budgetteret vækst	-4%	-2%	0%	2%	2%	4%	4%	6%	6%	6%
Bankudlån	5.068.414	4.967.045	4.967.045	5.066.385	5.167.713	5.374.422	5.589.399	5.924.762	6.280.248	6.657.063
Budgetteret vækst	3%	2%	0%	0%	1%	1%	2%	2%	3%	3%
Bankindlån	7.498.854	7.648.831	7.648.831	7.648.831	7.725.319	7.802.572	7.958.623	8.117.796	8.361.330	8.612.170

Kilde: Egen tilvirkning

De fremtidige ind- og udlån er nu estimeret. Næste step er at vurdere et realistisk skøn over de fremtidige renteindtægter og udgifter. Dette gør vi ved at tage udgangspunkt i den historiske rentemarginal i Nørresundby Bank. Vi foretager en simpel beregning af renteindtægter i forhold til udlån og renteudgifter i forhold til indlån. Rentemarginalen er således forskellen mellem de to procentsatser.

¹⁴⁶ Nørresundby Bank årsrapport 2014, side 4

Tabel 27: Nørresundby Banks rentemarginal de seneste 2 år

(Beløb i t.kr.) / %	2013	2014
Renteindtægter	334.389	309.913
Bankudlån	5.513.713	5.279.598
Renteindtægter i %	6,06%	5,87%
Renteudgifter	60.783	46.770
Bankindlån	7.081.587	7.280.441
Renteudgifter i %	0,86%	0,64%
Estimeret rentemarginal	5,20%	5,23%

Kilde: Nørresundby Bank årsregnskab samt egen tilvirkning

Som det ses har Nørresundby Banks rentemarginal de seneste to år været på hhv. 5,20 % og 5,23 %. En relativ høj rentemarginal, hvilket hænger sammen med, at pengeinstitutterne generelt har hævet deres rentemarginal igennem bankkrisen og i perioden med faldende pengemarkedsrenter. Blot halvdelen af faldet i pengemarkedsrenten er givet videre til udlånskunderne, hvilket især har gjort sig gældende for de mindre pengeinstitutter¹⁴⁷.

Vi anser derfor ikke, at det på sigt er muligt for Nørresundby Bank at fastholde så høj en rentemarginal. Dette begrundes med en forsat konsolidering i branchen samt tiltagende vækst og dertilhørende stigende renter. Vi budgetterer derfor med en uændret rentemarginal for 2015 og 2016, hvorefter rentemarginalen vil falde støt frem til 2024 for at ende på 3,5 %. Via de forventede fremtidige rentemarginaler kan vi nu estimere Nørresundby Banks renteindtægter og udgifter.

Tabel 28: Estimeret udvikling i Nørresundby Banks renteindtægter og udgifter samt rentemarginal

(Beløb i t.kr.) / %	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Renteindtægter i % af udlån	5,8%	6,1%	6,5%	7,0%	7,5%	7,5%	8,0%	8,0%	8,5%	8,5%
Renteindtægter	293.968	302.990	322.858	354.647	387.578	403.082	447.152	473.981	533.821	565.850
Renteudgifter i % af indlån	0,5%	0,8%	1,5%	2,1%	2,8%	3,0%	3,6%	3,8%	4,7%	5,0%
Renteudgifter	37.494	61.191	114.732	160.625	216.309	234.077	286.510	308.476	392.983	430.609
Rentemarginal	5,3%	5,3%	5,0%	4,9%	4,7%	4,5%	4,4%	4,2%	3,8%	3,5%

Kilde: Egen tilvirkning

¹⁴⁷ Raaballe, Hesselund Jeppesen & Sahin (2014)

9.4.3. Udbytte af aktier

I denne post indgår udbytte af aktier, anpart og andre lignende værdipapirer. En svær post at analysere, men da posten er så lille at den ikke har den store indflydelse i det samlede regnskab, vælger vi at budgettere med et gennemsnit af de seneste års faktiske tal.

For Nørresundby Banks vedkommende har posten beløbet sig til 9.886 t.kr. i 2014 og 9.668 t.kr. i 2013. Vi tillader os at runde op til 10.000 t.kr. og budgetterer således med dette tal i alle 10 budgetår.

9.4.4. Gebyrer og provisionsindtægter

Gebyrer og provisionsindtægter er aktivitetsindtægter, der afhænger af kundernes aktivitetsniveau i forhold til værdipapirhandel, betalingsformidling, låneomlægning m.v.

Umiddelbart må man antage en sammenhæng mellem udlåns- og indlånsbestanden og gebyr- og provisionsindtægter, da en stigning/et fald i disse poster vil ske på baggrund af udviklingen i kundeporteføljen og/eller den generelle markedsudvikling. Denne sammenhæng har imidlertid ikke været gældende de senere år for Nørresundby Bank, hvor renteindtægterne har været faldende og gebyrer og provisionsindtægterne stigende¹⁴⁸.

En del af årsagen kan tilskrives det fortsatte lave renteniveau, hvilket har resulteret i en betydelig konverteringsaktivitet¹⁴⁹. Men der ses også den generelle tendens i den finansielle branche, at man i langt højere grad tager sig betalt i form af gebyrer for den service man tilbyder kunderne¹⁵⁰. Vi forventer, at tendensen fortsætter de kommende år, og på trods af de budgetterede faldende udlån, estimerer vi med en fortsat vækst i gebyrer og provisionsindtægter i 2015 og 2016, hvorefter væksten vil aftage i 2017 og herefter stige jævnt frem til 2024.

Væksten i gebyrer og provisionsindtægter og udgifter er således ikke proportional med væksten i udlånsbestanden, og resultatet kan ses i nedenstående tabel:

Tabel 29: Estimeret udvikling i Nørresundby Banks gebyrer og provisionsindtægter og udgifter

(Beløb i t.kr.) / %	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Budgetteret vækst	4%	2%	0%	2%	2%	3%	3%	4%	4%	4%
Gebyrer og provisionsindtægter	181.846	185.483	185.483	189.193	192.977	197.801	203.735	211.884	220.360	229.174
Afgivne gebyrer og provisionsudgifter	16.596	16.928	16.928	17.267	17.612	18.052	18.594	19.338	20.111	20.916

Kilde: Egen tilvirkning

¹⁴⁸ Nørresundby Bank årsrapport 2014, side 35

¹⁴⁹ Nørresundby Bank årsrapport 2014, side 13

¹⁵⁰ www.investor.borsen.dk

9.4.5. Kursreguleringer

Denne post omfatter realiserede såvel som urealiserede kursreguleringer på bankens beholdning af værdipapirer i form af aktier, obligationer, valuta, realkreditlån og ejendomme m.m. Konjunkturudvikling samt renteniveau vil påvirke denne post betydeligt, hvilket gør posten svær at budgettere, ligesom der ikke sondres mellem realiserede eller urealiserede gevinster.

Som ved posten ”Udbytte af aktier” vælger vi at foretage et kvalificeret skøn ud fra de seneste års realiserede tal i Nørresundby Bank.

I 2014 og 2013 havde Nørresundby Bank hhv. en indtægt på 34.798 t.kr. og 22.418 t.kr., hvorfor vi vælger at anslå posten til 25.000 t.kr. i alle 10 budgetår.

9.4.6. Andre driftsindtægter

Ved budgettering af andre driftsindtægter skal man være opmærksom på, hvorvidt der i posten er indeholdt indtægter af engangskarakter, og i så fald bør disse selvsagt ikke medregnes.

I Nørresundby Banks regnskab ses det, at ”Andre driftsindtægter” i perioden 2010-2014 har ligget i intervallet 2.697 t.kr. og 5.526 t.kr., og der er således tale om relativt beskedne beløb. Der er ikke anført nogen note i regnskabet om, hvorvidt posten indeholder indtægter af engangskarakter, hvorfor vi vælger at budgettere med 4.000 t.kr. i alle 10 budgetår.

9.4.7. Udgifter til personale og administration

Posten udgifter til personale og administration er langt den største udgiftspost for Nørresundby Bank. Posten beløb sig i 2014 til 249.328 t.kr. hvoraf 144.358 t.kr. udgjorde udgifter til løn, pensioner og social sikring, mens 96.750 t.kr. gik til administration.

Udgifter til personale og administration påvirkes naturligvis af bankens samlede aktivitets- og forretningsniveau. I perioder med højkonjunktur vil man generelt se stigende omkostninger grundet vækst i udlånsbestand og aktivitet samt høj inflation og dermed også lønstigninger. Desuden vil der typisk være fokus på indtægterne og ikke omkostningerne. Omvendt vil man i perioder med lavkonjunktur ofte se nedskæringer på personalefronten, enten ved fyringer eller naturlig afgang, eller qua generel omkostningsfokus. Omvendt vil en aggressiv og ekspansiv strategi fra pengeinstituttets side som regel kræve et øget antal medarbejdere og dertilhørende øgede administrationsudgifter.

Nørresundby Bank anfører selv i deres årsregnskab, at der er betydeligt fokus på optimeringen af organisationen fra bankens side. Det er blandt andet på det teknologiske område, hvor forskellige selvbetjeningssystemer har resulteret i, at kunderne nu selv i langt højere grad klarer forretningerne fra eget skrivebord. I forlængelse heraf har det været muligt at omstrukturere dele af bankens afdelingsnet. Disse forhold har medført en reduktion i antallet af medarbejdere, som over en årrække er nedbragt fra 291 til 240 ved udgangen af 2014¹⁵¹.

På baggrund heraf tolker vi, at banken også i de kommende år vil være tilbageholdende med ansættelse af nyt personale samt have fokus på yderligere optimering af organisationen. Derfor budgetterer vi med faldende udgifter til personale og administration frem til år 2017, hvorefter en yderligere slankning og tilpasning af organisationen ikke længere skønnes mulig. Herefter budgetterer vi med en svag stigning frem til 2024 grundet den budgetterede stigning i udlånsvækst og renteniveau. Stigningen er lavere end den budgetterede vækst i udlånet samt gebyrerne og provisionsindtægterne, idet vi forudsætter, at man også fremover vil have fokus på at øge indtjeningen pr. omkostningskrone fra bankens side. Tallene er som følger i nedenstående tabel:

Tabel 30: Estimeret udvikling i Nørresundby Banks udgifter til personale og administrationsomk.

(Beløb i t.kr.) / %	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Budgetteret vækst	-2%	-1%	0%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%
Udgifter til personale og administration	244.341	241.898	241.898	244.317	246.760	251.695	256.729	261.863	267.100	272.442

Kilde: Egen tilvirkning

9.4.8. Af- og nedskrivninger på immat. og mat. aktiver

Af- og nedskrivninger på immaterielle og materielle aktiver vælger vi ikke at medtage i budgetteringen, idet der er tale om en regnskabsteknisk post, der ikke tilfører eller fjerner værdi for pengeinstituttet.

9.4.9. Andre driftsudgifter

Tilsvarende posten ”Andre driftsindtægter”, skal man være opmærksom på, om posten ”Andre driftsudgifter” indeholder udgifter af engangskaraktér. Posten er ikke udspecificeret i

¹⁵¹ Nørresundby Bank årsrapport 2014, side 13

regnskabet, men indeholder dog en regnskabsnote, hvori der gøres opmærksom på, at posten indeholder bidrag til indskydergarantifonden. Danske pengeinstitutter, realkreditinstitutter og fondsmægler- og investeringsforvaltningsselskaber, med tilladelse til at drive virksomhed efter lov om finansiell virksomhed, skal være tilsluttet og yde bidrag til denne fond og reguleringen af fonden er baseret på EU-direktiver¹⁵².

Grundet denne note antager vi, at en større andel af denne post dækker over dette bidrag til fonden, som Nørresundby Bank også fremadrettet må antages at skulle betale til.

”Andre driftsudgifter” har for Nørresundby Bank i de seneste fire år svinget i intervallet 11.237 t.kr. og 15.084 t.kr.. Da der ikke umiddelbart indgår nogle engangsudgifter i perioden, anslår vi posten til 13.000 t.kr. i hele budgetperioden.

9.4.10. Nedskrivninger på udlån m.v.

Nedskrivninger på udlån er en post, som i de senere år har påvirket pengeinstitutternes regnskaber markant, hvilket også har været tilfældet for Nørresundby Bank. Størrelsen af nedskrivningerne hænger unægtelig sammen med konjunkturerne, omend effekten kan være en smule forsinket for de finansielle virksomheder.

Som det kan ses i nedenstående tabel, har nedskrivningerne i perioden 2010-2014 været høje i Nørresundby Bank, dog har de været faldende igennem de seneste tre år.

Tabel 31: Nedskrivninger i Nørresundby Bank i perioden 2010-2014

(Beløb i t.kr.)	2010	2011	2012	2013	2014
Nedskrivninger på udlån mv.	88.567	66.386	88.193	59.633	24.939

Kilde: Egen tilvirkning

Nørresundby Bank har generelt en solid udlånsportefølje med en god spredning på brancher, dog med en overvægt i ejendomme¹⁵³. Landbrugets udfordringer pt. forventes således ikke at påvirke nedskrivningsbehovet nævneværdigt, idet bankens udlån og garantier til landbruget alene andrager cirka 5 % af bankens samlede udlån og garantier. Banken nævner desuden, at det aktuelle nedskrivningsbehov kan ses som et udtryk for, at banken under den seneste krise, løbende har foretaget de nødvendige og tilstrækkelige tilpasninger. Man anfører deslige, at

¹⁵² www.gii.dk

¹⁵³ Nørresundby Bank årsrapport 2014, side 33

niveauet for nedskrivninger nu har nået en størrelse, hvor der ikke kan forventes yderligere fald af nævneværdig karakter¹⁵⁴.

Nørresundby Bank står altså ikke umiddelbart overfor store nedskrivninger i den nære fremtid, og bankens nedskrivningsbehov i 2014 svarer til 0,3 % af bankens udlån og garantier, hvilket uden sammenligning er det laveste niveau i perioden 2010-2014. Med bankens egen udmelding om, at niveauet har nået en størrelse, hvor der ikke kan forventes yderligere fald, estimerer vi derfor et svagt stigende nedskrivningsbehov i perioden 2015-2018, hvorefter niveauet når et stabilt leje på 0,7 % i resten af budgetperioden.

Tabel 32: Estimeret udvikling i Nørresundby Banks nedskrivninger

(Beløb i t.kr.) / %	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Nedskrivningsprocent	0,4%	0,5%	0,6%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Udlån	5.068.414	4.967.045	4.967.045	5.066.385	5.167.713	5.374.422	5.589.399	5.924.762	6.280.248	6.657.063
Nedskrivninger	20.274	24.835	29.802	35.465	36.174	37.621	39.126	41.473	43.962	46.599

Kilde: Egen tilvirkning

9.4.11. Skat

Selskabsskatten i Danmark er i 2014 24,5 % af selskabernes skattepligtige overskud. Som følge af den politiske aftale "Vækstplan DK" falder selskabsskattesatsen yderligere til 23,5 % i 2015 og til 22 % fra og med 2016¹⁵⁵.

Eftersom virksomheder opererer med et særskilt skatteregnskab, vil den faktisk betalte skat sjældent udgøre den reelle selskabsskatteprocent. I nedenstående tabel ses den aktuelle skatteprocent og Nørresundby Banks faktiske betalte skatteprocent, samt et gennemsnit heraf, igennem perioden 2011-2014.

Tabel 33: Aktuell skatteprocent samt effektiv skatteprocent for Nørresundby Bank i perioden 2011-2014

%	2011	2012	2013	2014
Aktuel skatteprocent	25,0%	25,0%	25,0%	24,5%
Effektiv skatteprocent	32,0%	25,0%	26,1%	21,2%
Gennemsnit i perioden	26,1%			

Kilde: www.Wikipedia.org (1) samt Nørresundby Banks årsregnskaber 2011-2014

Som det ses, varierer den effektive skatteprocent en del i perioden, hvorfor vi vælger at tage udgangspunkt i et gennemsnit af de historiske betalte skatteprocenter i den fremtidige

¹⁵⁴ Nørresundby Bank årsrapport 2014, side 15

¹⁵⁵ www.wikipedia.org (1)

budgettering. Gennemsnittet er igennem perioden 2011-2014 på 26,1 %, hvilket vi fratrækker to procentpoint for derved at kompensere for det fremtidige fald i selskabsskatten. Således ender vi med en estimeret effektiv skatteprocent på 24,1 %.

9.4.12. Den samlede resultatopgørelse

Samtlige poster i resultatopgørelsen er nu budgetteret 10 år frem i tiden og resultatet ses nedenfor:

Tabel 34: Estimeret resultatopgørelse for Nørresundby Bank

(Beløb i t.kr.)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Renteindtægter	293.968	302.990	322.858	354.647	387.578	403.082	447.152	473.981	533.821	565.850
Renteudgifter	37.494	61.191	114.732	160.625	216.309	234.077	286.510	308.476	392.983	430.609
Netto renteindtægter	256.474	241.799	208.125	194.021	171.270	169.004	160.641	165.505	140.839	135.242
Udbytte af aktier m.v.	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000
Gebyrer og provisionsindtægter	181.846	185.483	185.483	189.193	192.977	197.801	203.735	211.884	220.360	229.174
Afgivne gebyrer og provisionsudgifter	16.596	16.928	16.928	17.267	17.612	18.052	18.594	19.338	20.111	20.916
Netto rente- og gebyrindtægter	431.724	420.354	386.680	375.947	356.634	358.753	355.782	368.051	351.087	353.500
Kursreguleringer	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000
Andre driftsindtægter	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000
Udgifter til personale og administration	244.341	241.898	241.898	244.317	246.760	251.695	256.729	261.863	267.100	272.442
Andre driftsudgifter	13.000	13.000	13.000	13.000	13.000	13.000	13.000	13.000	13.000	13.000
Nedskrivninger på udlån	20.274	24.835	29.802	35.465	36.174	37.621	39.126	41.473	43.962	46.599
Resultat før skat	171.739	169.621	130.980	112.166	89.700	85.437	75.928	80.715	56.025	50.459
Skat (24,1)	41.389	40.879	31.566	27.032	21.618	20.590	18.299	19.452	13.502	12.161
Årets resultat	130.350	128.742	99.414	85.134	68.082	64.847	57.629	61.263	42.523	38.298

Kilde: Egen tilvirkning

Som det fremgår af resultatopgørelsen, vil årets resultat også i 2015 og 2016 ligge på et højt niveau, hvilket skyldes en fortsat høj rentemarginal og fortsat faldende omkostninger til personale og administration. Den lave udlånsvækst medfører et fald i nettorenteindtægterne, men faldet bliver til dels opvejet af en stigning i gebyrer og provisionsindtægterne. Nedskrivninger fortsætter med at ligge på et lavt niveau.

Fra 2017 stiger udlånet og dermed renteindtægterne på baggrund af konjunkturopsvinget, men da rentemarginalen samtidig er faldende, er netto renteindtægterne fortsat nedadgående. Indtægterne fra gebyrer og provisioner fortsætter imidlertid med at stige igennem perioden. Udgifterne til personale og administration begynder igen at stige svagt grundet den øgede vækst, og det stigende udlån medfører desuden stigende nedskrivninger. Samlet set er årets resultat faldende i resten af perioden - på nær år 2022 - men dog med solide overskud.

Vi kan således konstatere, at opsvinget fra og med 2017 medfører øget vækst i udlånet og dermed øgede renteindtægter samt gebyrer og provisionsindtægter, men at disse overskud ikke kan opveje de øgede udgifter til indlån, primært pga. den faldende rentemarginal, og sekundært grundet de øgede omkostninger til personale og administration samt nedskrivninger.

Vi fastholder imidlertid, at den nuværende rentemarginal er urealistisk høj, hvorfor den som budgetteret, vil være støt faldende igennem budgetteringsperioden, for til sidst at finde et stabilt leje på 3,5 %.

Nu hvor resultatopgørelsen er udarbejdet, mangler vi blot at budgettere resultatet for terminalperioden, hvorefter vi kan lave udregningen af selve equity cash flowet.

9.4.13. Terminalår

Budgetperioden i Equity DCF-modellen afsluttes med et terminalår. Terminalåret kan betragtes som et normalår, der beskriver den del af cash flowet, hvor det på grund af tidshorisonten ikke længere giver mening at tage stilling til specifikke pengestrømme, og hvor det frie cash flow dermed er stabiliseret. Terminalværdien skal ligesom cash flowet i budgetperioden tilbagediskonteres med diskonteringsrenten, der som udgangspunkt er den samme som i budgetperioden, dog eksklusiv inflation. Man kan dog ikke ukritisk bruge de foregående års budgetterede indtægter og udgifter, da der i denne periode kan være indarbejdet forhold, som vil vægte uforholdsmæssigt meget eller lidt i en gennemsnits beregning. Er der forhold, som taler for, at risikoen i cash flowet ændres fundamentalt i løbet af terminalperioden, skal man således overveje at ændre diskonteringsrenten i terminalåret, så det afspejler en ny risikoprofil¹⁵⁶. Der skal dog markante ændringer til før at dette bør ske, da diskonteringsrenten i terminalåret som nævnt dækker en uendelig periode. Den tilbagediskonterede terminalværdi udgør typisk mellem 60 og 80 % af den samlede værdiansættelse, hvorfor det er meget vigtigt at forholde sig kritisk til denne.

Vi vurderer, at de foregående års budgetterede pengestrømme giver et retvisende billede af de stabiliserede pengestrømme, og vælger at lade dem stige med to procent i terminalåret som et skøn for væksten. De statiske poster ”Udbytte af aktier”, ”Kursreguleringer”, ”Andre

¹⁵⁶ Ejendomsforeningen Danmark (2010), side 29

driftsindtægter” samt ”Andre driftsudgifter” er dog fortsat samme statistiske værdi som i budgetårene.

Mht. nedskrivningerne vælger vi at budgettere med et gennemsnit for hele den 10-årige budgetperiode, idet nedskrivningerne ikke kan forventes at stige til evig tid, da disse vil falde og stige i hhv. lav- og højkonjunktur. Derfor vurderer vi, at et gennemsnit af værdierne i budgetperioden er mere retvisende, idet budgetperioden netop afspejler en periode med høj og lav vækst.

Tabel 35: Estimeret terminalår for Nørresundby Bank

(Beløb i t.kr.)	T2025
Renteindtægter	577.167
Renteudgifter	439.221
Netto renteindtægter	137.947
Udbytte af aktier m.v.	10.000
Gebyrer og provisionsindtægter	233.758
Afgivne gebyrer og provisionsudgifter	21.334
Netto rente- og gebyrindtægter	360.370
Kursreguleringer	25.000
Andre driftsindtægter	4.000
Udgifter til personale og administration	277.891
Andre driftsudgifter	13.000
Nedskrivninger på udlån	35.533
Resultat før skat	62.946
Skat (24,1)	15.170
Årets resultat	47.776

Kilde: Egen tilvirkning

Nu er både resultatopgørelsen såvel som terminalåret budgetteret. Men som tidligere nævnt er det ikke cash flowet i resultatopgørelsen efter skat, der skal indgå i værdiansættelsen, men derimod det maksimale udbytte, der er teoretisk muligt at udbetale til aktionærerne. Næste skridt er således at bestemme ”cash flow to equity”.

9.4.14. Cash flow to equity

For at kunne beregne hvilket maksimalt udbytte, der teoretisk er muligt at udbetale til aktionærerne, skal vi først og fremmest beregne og tage hensyn til, at Nørresundby Bank også fremadrettet skal kunne leve op til kravene til omkring solvens og basiskapital. Fremtidig vækst i udlånet vil alt andet lige også medføre en stigning i de risikovægtede aktier, hvorfor det kan blive nødvendigt for Nørresundby Bank at tilbageholde en del af årets nettooverskud og i stedet overføre dette til egenkapitalen for derved at opretholde solvensen. For at kunne

tage hensyn til dette, er det nødvendigt at finde et estimat for de risikovægtede aktiver og solvensgraden.

9.4.15. Risikovægtede poster og solvens

Penge- og realkreditinstitutters aktiver består først og fremmest af udlån, som tildeles en individuel vægt afhængigt af risikoen for tab (kreditrisiko). Ved opgørelsen af de risikovægtede poster skal der, ud over kreditrisiko, også tages højde for markedsrisiko og operationel risiko. De risikovægtede poster kan beregnes efter forskellige metoder, hvor de mere avancerede kræver særskilt tilladelse fra Finanstilsynet¹⁵⁷.

At estimere de fremtidige risikovægtede poster er således ikke nemt, da disse beregnes ud fra tekniske modeller. Men da kreditrisiko er langt den største risiko for pengeinstitutter (for Nørresundby Banks vedkommende udgør denne 5.562.212 t.kr. ud af en samlet risikoeksponering på 7.027.003 t.kr.)¹⁵⁸, vælger vi at fokusere på kreditrisiko set ift. udlånsbestanden. Den fremtidige udlånsbestand har vi allerede estimeret i forbindelse med udarbejdelse af resultatopgørelsen, og vi mangler derfor kun at finde et estimat for, hvor meget de risikovægtede aktiver udgør i procent af udlånet. Som udgangspunktet for dette estimat, vælger vi at se på det historiske forhold mellem udlån og de risikovægtede poster i Nørresundby Bank.

Tabel 36: Risikovægtede poster ift. udlånsbestand i Nørresundby Bank i perioden 2011-2014

(Beløb i t.kr.) / %	2011	2012	2013	2014
Risikovægtede aktiver	7.415.216	7.306.893	7.168.543	7.027.003
Udlånsbestand	5.748.379	5.268.881	5.513.713	5.279.598
Risikovægtede aktiver i % af udlån	129%	139%	130%	133%

Kilde: Nørresundby Banks årsregnskaber i perioden 2011-2014

Som det fremgår af tabellen, har de risikovægtede poster igennem perioden 2011-2014 ligget på et højt, men stabilt niveau i intervallet 129-139 %. Eftersom de risikovægtede poster vil stige og falde i perioder med henholdsvis høj- og lavkonjunktur, kunne vi forsøge at tage højde for dette i budgetteringen. Dog, eftersom at niveauet for de risikovægtede poster synes at ligge ret stabilt for Nørresundby Bank, vælger vi at budgettere med, at de risikovægtede

¹⁵⁷ www.finanstilsynet.dk (5)

¹⁵⁸ Nørresundby Bank årsrapport 2014, side 39

poster vægter 130 % af udlånet i hele budgetteringsperioden samt terminalåret. I terminalåret vælger vi at lade udlånsbestanden stige med to procent ligesom posterne i resultatopgørelsen.

Ved fastsættelse af solvensbehov tager vi udgangspunkt i Nørresundby Banks nuværende solvensbehov, hvilket er opgjort til 9,5 %¹⁵⁹. Herudover har Nørresundby Bank en egen målsætning om, at solvensprocenten som minimum skal være 4 % over lovens krav, idet ledelsen vurderer, at det er hensigtsmæssigt for banken at opretholde et større kapitalgrundlag end det behov, der vurderes nødvendigt for overlevelse på et års sigt¹⁶⁰. Dette tillige for at kunne opfylde kravene til solvensen efter den fulde indfasning i 2019 af CRD IV direktivet¹⁶¹.

Vi vurderer, at bankens egne betragtninger omkring den fremtidige solvens samt overdækning er realistiske og fornuftige, hvorfor vi tager udgangspunkt i et solvensbehov på 13,5 %. Da bankens kapitalforhold udelukkende består af egentlig kernekapital, er bankens kapitalprocent og egentlig kernekapitalprocent ens, hvorfor vi ikke behøver at tage højde for hybridkernekapital og ansvarlig lånekapital i vores beregninger.

9.4.16. Udregning af equity cash flow

De risikovægtede poster og solvensgraden er nu estimeret, hvorved vi nu kan udregne equity cash flowet.

Tabel 37: Estimeret maksimal mulig dividendeudbetaling i Nørresundby Bank

(Beløb i t.kr.) / %	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	T2015
Budgettering af risikovægtede poster											
Bankudlån	5.068.414	4.967.045	4.967.045	5.066.385	5.167.713	5.374.422	5.589.399	5.924.762	6.280.248	6.657.063	6.790.204
Risikovægtede poster i % af udlån	130%	130%	130%	130%	130%	130%	130%	130%	130%	130%	130%
Risikovægtede aktiver	6.588.938	6.457.159	6.457.159	6.586.301	6.718.027	6.986.749	7.266.219	7.702.191	8.164.322	8.654.182	8.827.266
Budgettering af solvensgrad og basiskapital											
Budgetteret solvensgrad	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%
Budgetteret basiskapital nødvendig	889.507	871.716	871.716	889.151	906.934	943.211	980.940	1.039.796	1.102.184	1.168.315	1.191.681
Budgettering af ændringer i basiskapitalen											
Budgetteret basiskapital nødvendig	889.507	871.716	871.716	889.151	906.934	943.211	980.940	1.039.796	1.102.184	1.168.315	1.191.681
Overført kapitalgrundlag primo	1.404.061	1.404.061	1.404.061	1.404.061	1.404.061	1.404.061	1.404.061	1.404.061	1.404.061	1.404.061	1.404.061
Årets resultat	130.350	128.742	99.414	85.134	68.082	64.847	57.629	61.263	42.523	38.298	47.776
Maksimal mulig dividendeudbetaling	130.350	128.742	99.414	85.134	68.082	64.847	57.629	61.263	42.523	38.298	47.776
Overført kapitalgrundlag ultimo	1.404.061	1.404.061	1.404.061	1.404.061	1.404.061	1.404.061	1.404.061	1.404.061	1.404.061	1.404.061	1.404.061

Kilde: Egen tilvirkning

¹⁵⁹ Nørresundby Bank risikorapport 2014, side 10

¹⁶⁰ Nørresundby Bank solvensrapport 2014, side 9

¹⁶¹ www.europa.eu

De risikovægtede aktiver findes ved at gange den budgetterede risikovægt på 130 % med det budgetterede udlån. Via dette tal findes den budgetterede, nødvendige basiskapital ved at gange med den budgetterede solvensgrad på 13,5 %. ”Budgetteret basiskapital nødvendig” i ovenstående tabel er således den basiskapital, som Nørresundby Bank skal opretholde for at holde solvensgraden på nøjagtig 13,5 %.

Ultimo 2014 udgjorde kapitalgrundlaget for Nørresundby Bank 1.404.061 t.kr., hvilket kraftigt overstiger den budgetterede nødvendige basiskapital i 2015. Dermed vil hele årets resultat i 2015 på 130.350 t.kr. kunne udbetales til aktionærerne. Ergo vil det være teoretisk muligt at udbetale hele årets resultat til aktionærerne, så længe ”Overført kapitalgrundlag primo” overstiger ”Budgetteret basiskapital nødvendig”, idet banken således allerede har tilstrækkelig kapital til at opretholde den ønskede solvensgrad. Forudsætningen for dette er naturligvis, at ændringer i basiskapitalen kun kan ske ved overført overskud, og at andre elementer i sammensætningen af basiskapitalen forbliver uændrede.

Som det ses i tabellen, vil der, i takt med at udlånet øges, ske en stigning i de risikovægtede aktiver og dermed den nødvendige basiskapital. På trods af denne stigning, vil det på intet tidspunkt i budgetteringsperioden være nødvendigt for Nørresundby Bank at henlægge dele af overskuddet til egenkapitalen, hvorfor alle de budgetterede overskud i resultatopgørelsen teoretisk set vil kunne udbetales til aktionærerne. Dette skyldes, at banken er yderst velkapitaliseret og kapitalprocenten er på hele 20 % ultimo 2014, hvorfor banken ”spiser” af denne buffer i budgetteringsperioden. Sågar i slutningen af budgetteringsperioden har banken stadig en betydelig overdækning ift. det budgetterede solvenskrav på 13,5 %. Der er, med andre ord, rigeligt med kapital i Nørresundby Bank til, at banken kan vækste betydeligt de kommende år.

9.4.17. Egenkapitalens afkastgrad

Det estimerede equity cash flow skal nu tilbagediskonteres med det afkastkrav som aktionærerne og aktiemarkedet kræver. Afkastkravet er i konkurrence med alle mulige andre placeringsmuligheder i kapitalmarkederne, hvorfor det ikke kun bestemmes ud fra bankens forhold, men også ud fra hvad investor kan få i afkast på alternative placeringsmuligheder¹⁶².

¹⁶² Christensen & Pedersen (2009), side 182

Fastsættelse af afkastkravet er en vigtig parameter i værdiansættelsesmodellen, idet nutidsværdien af de fremtidige cash flows bliver påvirket kraftigt af det valgte afkastkrav.

Da vores model kun estimerer de cash flows, der kan overføres til investorerne, giver det ikke mening at benytte de vægtede kapitalomkostninger (WACC). I stedet tager vi udgangspunkt i ”Capital Asset Pricing Modellen”, også kaldet CAPM, hvilket er den mest udbredte metode til at fastsætte egenkapitalens afkastgrad¹⁶³.

9.4.18. Capital Asset Pricing Modellen – CAPM

CAPM beskriver forholdet mellem risiko og forventet afkast for en aktie eller en portefølje. CAPM siger, at det forventede afkast for en aktie eller portefølje er lig med renten på et risikofrit aktiv plus en risikopræmie. Risikopræmien defineres som betaværdien for aktien ganget med forskellen mellem markedsafkastet og den risikofrie rente¹⁶⁴. Nedenfor ses formelen for CAPM, som vi også tidligere har stiftet bekendtskab med:

Formel 7: Capital Asset Pricing Modellen

$$\text{CAPM} = r_t + \beta^* (r_m - r_t)$$

Kilde: Christensen & Pedersen (2009), side 196

Hvor *CAPM* er egenkapitalens afkastkrav, *rt* er den risikofrie rente, *β* er betaværdien og et risikomål for aktien (systematiske risiko) og *rm - rt* er markedets risikopræmie.

9.4.19. Risikofri rente

Den risikofrie rente skal afspejle det afkast, en investor kan få ved at placere sin investering uden nogen risiko i markedet. Til at afspejle dette tager vi udgangspunkt i en 10-årig statsobligation, der tilnærmelsesvis må antages at være risikofri. Renten på en 10-årig statsobligation udgør pt. 0,12 %¹⁶⁵.

¹⁶³ Christensen & Pedersen (2009), side 203

¹⁶⁴ Christensen & Pedersen (2009), side 139

¹⁶⁵ www.statistikbanken.dk (3)

9.4.20. Beta

Betaværdien for en aktie udtrykker den selskabsspecifikke risiko dvs. den risiko, der er ved en investering i en given aktie udover den generelle markedsrisiko. En betaværdi på 1 fortæller, at selskabet ikke er mere risikabelt end markedet generelt. Dvs. selskabets aktiekurs, i den periode man har beregnet betaværdien over, ikke har udvist større udsving end det generelle marked. En betaværdi under 1 afspejler, at selskabet udviser mindre kursudsving, og dermed er forbundet med en lavere risiko end det generelle marked¹⁶⁶.

Betaværdien kan estimeres på grundlag af den historiske standardafvigelse mellem den enkelte akties afkast og afkastet på markedsporteføljen via en regressionsanalyse. Selvom denne metode er den mest anvendte, vil der ofte være tilknyttet en høj standardafvigelse til regressionsresultatet. En høj standardafvigelse betyder, at betaværdien er meget svingende, og praktisk talt ikke er anvendelig i forbindelse med en værdiansættelse.

For at undgå en høj standardafvigelse, vælger vi i stedet at tage udgangspunkt i et bottom-up beta¹⁶⁷. Ved bottom-up beta tages der udgangspunkt i et industribeta, der estimeres ud fra en række sammenlignelige virksomheder indenfor samme branche og region. Man udregner således beta for hver af disse sammenlignelige virksomheder, for så til sidst at beregne et samlet gennemsnit. Jo flere virksomheder, der indgår, jo lavere standardafvigelse og dermed et mere præcist beta-estimat. Dette estimerede gennemsnit korrigeres herefter for den analyserede virksomheds specifikke forretningsrisiko, hvilket afhænger af de forretningsområder virksomheden arbejder indenfor. I vores tilfælde er der tale om pengeinstitutter, og en global investeringsbank vil således have et højere beta end et mindre lokalt pengeinstitut, der udelukkende beskæftiger sig med almindelig udlånsvirksomhed. Herudover korrigeres der også for regulativ risiko, hvilket bl.a. er lovgivning og regler omkring fremtidig opgørelse af basiskapital, solvensbehov, tilsynsdiamanten m.v.

Aswath Damodaran¹⁶⁸ udregner løbende disse industribetaer for virksomhedsbrancher i hele verden, og de virksomhedsspecifikke betaer for Europa er vedlagt rapporten som bilag 20. Via disse beregninger kan vi se, at regionale pengeinstitutter i Europa har en estimeret

¹⁶⁶ www.wikipedia.org (2)

¹⁶⁷ Damodaran (2009)

¹⁶⁸ www.people.stern.nyu.edu

betaværdi på 0,80. Da betegnelsen ”Regionale pengeinstitutter” må antages at dække over pengeinstitutter, der er noget større end Nørresundby Bank, og eftersom Nørresundby Bank ikke driver udlånsvirksomhed i udlandet, kan man argumentere for, at der skal korrigeres for dette via en lavere betaværdi. Omvendt kan de fortsatte regulative skærpelser i den finansielle branche - og for Danmarks vedkommende - med yderligere supplerende særregulering i form af tilsynsdiamanten, argumentere for en højere betaværdi end det estimerede gennemsnit. Vi vurderer, at disse forhold trækker i hver sin retning, og vælger derfor ikke at foretage nogle korrigeringer, hvorfor vi tager udgangspunkt i den estimerede betaværdi på 0,80.

9.4.21. Risikopræmie

Aktiemarkedets risikopræmie er udtryk for det merafkast, som en investor forventer i forhold til den risikofrie rente. Fastsættelsen af risikopræmien er et omdiskuteret emne, men overordnet set kan den fastsættes ud fra tre tilgangsvinkler: 1) rundspørge blandt investorer, 2) historiske observationer) og 3) fremtidige forventninger¹⁶⁹.

En offentliggjort undersøgelse af Holm, Petersen og Plenborg¹⁷⁰, der omhandler en undersøgelse af værdiansættelser i praksis, konkluderer, at danske revisionsfirmaer, banker, private equity-investorer og management konsulenter i gennemsnit anvender en markedsrisikopræmie på 4,5 % med en standardafvigelse på 0,7 procentpoint. Og i en undersøgelse offentliggjort af Nationalbanken i 1. kvartalsoversigt 2003, har man beregnet, at den historiske risikopræmie i gennemsnit i perioden 1970-2002 har været på 5,2 %¹⁷¹.

Historiske tal kan naturligvis være et udmærket pejlemærke, men ikke desto mindre er risikoaversionen og dermed også risikopræmien meget skiftende over tid, hvorfor en estimering af markedets forventninger til risikopræmien også vil skulle tages med i den samlede betragtning.

Vi antager med ovenstående betragtninger in mente, at en risikopræmie på 5,5 % afspejler de nuværende markedsforhold.

¹⁶⁹ www.skat.dk (3)

¹⁷⁰ Holm, Petersen og Plenborg (2005)

¹⁷¹ www.nationalbanken.dk (2)

9.4.22. Afkastkrav ved CAPM

Vi har nu analyseret og fastlagt samtlige input i CAPM, hvorefter afkastkravet til egenkapitalen i Nørresundby Bank kan beregnes. Afkastkravet bliver 4,62 % og udregningen ses nedenfor.

$$\text{CAPM} = r_t + \beta^* (r_m - r_t) = 0,12 + 0,8 \times 5,5 = 4,62 \%$$

9.4.23. Værdiansættelse af Nørresundby Banks egenkapital

Equity cash flow og afkastkravet er bestemt, og vi kan dermed værdiansætte egenkapitalen. Værdien af egenkapitalen er lig med nutidsværdien af de årlige equity cash flows tillagt nutidsværdien af terminalværdien. Selve værdiansættelsen ses nedenfor.

Tabel 38: Estimeret equity cash flow i Nørresundby Bank

Alle tal i t.kr.	År	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Terminalår
Forrentningskrav terminal %	2,62											
Diskonteringsrente %	4,62	0,96	0,91	0,87	0,83	0,80	0,76	0,73	0,70	0,67	0,64	
Equity cash flow		130.350	128.742	99.414	85.134	68.082	64.847	57.629	61.263	42.523	38.298	47.776
NV årlig equity cash flow		124.594	117.623	86.817	71.063	54.320	49.454	42.009	42.686	28.320	24.380	
Samlet NV af equity cash flows		641.264										
NV terminalværdi		1.160.811										1.823.511
Værdi af egenkapitalen		1.802.074										
Antal udestående aktier		4.600.000										
Værdi pr. aktie (kr.)		392										

Kilde: Egen tilvirkning

Nutidsværdien af equity cash flowet findes ved at gange med diskonteringsfaktoren det pågældende år. Diskonteringsfaktoren bliver lavere med tiden, hvilket afspejler vores forudsætning om, at indtægter i dag vurderes at have større værdi end indtægter på et givet fremtidigt tidspunkt. Den samlede nutidsværdi af equity cash flow ses som ”Samlet NV af equity cash flows” og udgør 641.264 t.kr..

Nutidsværdien af terminalperioden udregnes ved at dividere equity cash flow i terminalåret med afkastkravet fratrasket den fremtidige vækstrate. Dette ganges herefter med diskonteringsfaktoren i 2024 for at finde nutidsværdien. Vi benytter endnu engang 2,0 % som estimat for den fremtidige vækstrate, hvilket også er Den Europæiske Centralbanks

langsigtede inflationsmål¹⁷². Nutidsværdien af terminalperioden ses i beregningen som ”NV af terminalværdi” og udgør 1.160.811 t.kr..

Den samlede værdi af egenkapitalen er således den samlede sum af ”NV af equity cash flows” og ”NV af terminalværdi” og er beregnet til 1.802.074 t.kr.. Dette beløb kan omregnes til en værdi pr. aktie ved at dividere den samlede værdi af egenkapitalen med antallet af udstående aktier. Nørresundby Bank har 4.600.000 udstående aktier, hvilket giver en værdi pr. aktie på 392 kr..

Det er imidlertid vigtigt at have in mente, at værdien af egenkapitalen kan ændre sig kraftigt, såfremt der ændres på de valgte forudsætninger i værdiansættelsen. Vælger vi at budgettere med et afkastkrav på 6 % i stedet for de valgte 5,5 % vil dette give en estimeret værdi af egenkapitalen på 1.641.349 t.kr. og en værdi pr. aktie på 357 kr.. Altså et fald på hhv. 160.725 t.kr. i værdien af aktiekapitalen og et fald i værdien pr. aktie på kr. 35 kr.. Omvendt vil et fald i afkastkravet på selvsamme 0,5 procentpoint, føre til en estimeret værdi af egenkapitalen på 2.158.915 t.kr. og en estimeret værdi pr. aktie på 469 kr.. Altså en stigning på hhv. 356.841 t.kr. i værdien af aktiekapitalen og en stigning i værdien pr. aktie på 77 kr.. Ligeledes vil ændringer i den budgetterede resultatopgørelse påvirke årets resultat og dermed størrelsen på de teoretisk mulige udbyttebetalinger i op eller nedadgående retning, hvilket også vil påvirke den samlede værdiansættelse af egenkapitalen.

Ergo er det vigtigt at forholde sig kritisk til værdiansættelsen og især være opmærksom på, hvor meget afkastkravet har betydning for den samlede værdiansættelse. Når værdiansættelsen er synliggjort som her, vil en investor kunne forholde sig kritisk til de angivne forudsætninger og estimer, og selv vurdere, hvorvidt disse er realistiske eller ej.

Til sammenligning med vores beregnede aktiekurs var den faktiske aktiekurs for Nørresundby Bank den 9. april 2015 på 435 kr.¹⁷³. Som tidligere nævnt har aktiekursen det seneste halve år været kraftigt påvirket af selskabsmeddelelser. Først omkring fusion med Nordjyske Bank, dernæst af købstilbuddet fra Spar Nord Bank, og senest af købstilbuddet fra Nordjyske Bank på 450 kr. pr. aktie. Hvis vi går tilbage og kigger på aktiekursen inden fusionsplanen og

¹⁷² www.investor.borsen.dk

¹⁷³ www.euroinvestor.dk (1)

købstilbuddene fra hhv. Spar Nord Bank og Nordjyske Bank, så lå aktiekursen for Nørresundby Bank stabilt i kursniveauet 260-285 kr..

Via vores værdiansættelse kan vi således konstatere, at Nørresundby Bank inden fusions- og opkøbsplanerne har været undervurderet, idet vi har estimeret værdien pr. aktie til 392 kr.. Omvendt kan vi også konstatere, at Nordjyske Bank ift. deres købstilbud og vores estimerede værdi af Nørresundby Bank, betaler en overpris på 58 kr. pr. aktie - svarende til 266,8 mio. kr. Dette er dog væsentligt mindre end den overpris på ca. 800 mio.kr., som man umiddelbart ville antage at Nordjyske Bank betaler, hvis man sammenligner med Nørresundby Banks aktiekurs inden fusions- og opkøbsplanerne.

For at vurdere, hvorvidt det er attraktivt for Nordjyske Bank at betale denne præmie på 266,8 mio.kr. for Nørresundby Bank, vil vi nu på samme måde lave en værdiansættelse af Nordjyske Bank samt af den samlede bank. Derved vil vi kunne konstatere, hvorvidt værdien af pengeinstitutterne er størst hver for sig, eller om en fusion af bankerne vil medføre en samlet merværdi, der kan argumentere for, at Nordjyske Bank betaler den fornævnte præmie for Nørresundby Bank.

9.5. Værdiansættelse af Nordjyske Bank

På samme måde som vi foretog værdiansættelsen af Nørresundby Bank, vil vi nu foretage en værdiansættelse af Nordjyske Bank. Forudsætninger for de estimerede værdier i budgetteringsperioden er de selvsamme som ved værdiansættelsen af Nørresundby Bank, ligesom det også er tilfældet for den estimerede vækst. Dette gør vi for lettere at kunne sammenligne værdiansættelsen imellem de to pengeinstitutter, men også fordi forudsætningen synes reel, idet udviklingen i indtægter og udgifter i Nordjyske Bank viser samme tendens som i Nørresundby Bank, ligesom tilfældet er det med faldende udlån og stort indlånsoverskud. Ved opgørelsen af solvensgraden tager vi igen udgangspunkt i Nordjyske Banks individuelle solvensbehov og tillægger en overdækning på fire procent, hvilket også er i overensstemmelse med bankens egen målsætning om en solvens på minimum 16 %.¹⁷⁴ På samme måde som ved Nørresundby Bank, har vi således beregnet den maksimale mulige dividendeudbetaling i Nordjyske Bank, hvilket ses nedenfor. De øvrige beregninger for værdiansættelsen af Nordjyske Bank fremgår af bilag 21.

¹⁷⁴ Udvidet selskabsmeddelelse (6), side 108

Tabel 39: Estimeret maksimal mulig dividendeudbetaling i Nordjyske Bank

(Beløb i t.kr.) / %	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	T2015
Budgettering af risikovægtede poster											
Bankudlån	5.278.896	5.173.318	5.173.318	5.276.784	5.382.320	5.597.613	5.821.517	6.170.809	6.541.057	6.933.520	7.072.191
Risikovægtede poster i % af udlån	112%	112%	112%	112%	112%	112%	112%	112%	112%	112%	112%
Risikovægtede aktiver	5.912.364	5.794.116	5.794.116	5.909.999	6.028.199	6.269.326	6.520.100	6.911.306	7.325.984	7.765.543	7.920.854
Budgettering af solvensgrad og basiskapital											
Budgetteret solvensgrad	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
Budgetteret basiskapital nødvendig	945.978	927.059	927.059	945.600	964.512	1.003.092	1.043.216	1.105.809	1.172.157	1.242.487	1.267.337
Budgettering af ændringer i basiskapitalen											
Budgetteret basiskapital nødvendig	945.978	927.059	927.059	945.600	964.512	1.003.092	1.043.216	1.105.809	1.172.157	1.242.487	1.267.337
Overført kapitalgrundlag primo	1.252.504	1.252.504	1.252.504	1.252.504	1.252.504	1.252.504	1.252.504	1.252.504	1.252.504	1.252.504	1.252.504
Årets resultat	67.526	78.894	61.958	60.169	43.861	48.882	42.721	56.085	39.276	35.950	28.968
Maksimal mulig dividendeudbetaling	67.526	78.894	61.958	60.169	43.861	48.882	42.721	56.085	39.276	35.950	14.135
Overført overskud i alt ultimo	1.252.504	1.252.504	1.252.504	1.252.504	1.252.504	1.252.504	1.252.504	1.252.504	1.252.504	1.252.504	1.267.337

Kilde: Egen tilvirkning

Ligesom tilfældet var det med Nørresundby Bank, så har Nordjyske Bank et stort kapitalgrundlag, der ligeledes udelukkende består af egentlig kernekapital¹⁷⁵, hvorfor det er muligt for Nordjyske Bank at udbetale hele årets resultat i udbytte til aktionærerne igennem hele budgetteringsperioden, på nær i terminalåret. Her overstiger den budgetterede basiskapital nødvendig det overførte kapitalgrundlag, hvorfor det er nødvendigt at overføre ca. halvdelen af årets resultat til egenkapitalen. Igen er der pæne og stabile overskud i hele budgetteringsperioden. Tilbagediskonterer vi disse equity cash flow, bliver værdiansættelsen af Nordjyske Bank 776.001 t.kr. svarende til en værdi pr. aktie på 101 kr., jf. nedenstående:

Tabel 40: Estimeret equity cash flow i Nordjyske Bank

Alle tal i t.kr.	År	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Terminalår
Forrentningskrav terminalår %	2,62											
Diskonteringsrente %	4,62	0,96	0,91	0,87	0,83	0,80	0,76	0,73	0,70	0,67	0,64	
Equity cash flow		67.526	78.894	61.958	60.169	43.861	48.882	42.721	56.085	39.276	35.950	14.138
NV årlig equity cash flow		64.544	72.080	54.107	50.224	34.995	37.279	31.141	39.078	26.157	22.885	
Samlet NV af equity cash flows		432.490										
NV terminalværdi		343.510										539.618
Værdi af egenkapitalen		776.001										
Antal udestående aktier		7.720.000										
Værdi pr. aktie (kr.)		101										

Kilde: Egen tilvirkning

Til sammenligning med den beregnede aktiekurs var den faktiske aktiekurs for Nordjyske Bank den 9. april 2015 på 104,5 kr.¹⁷⁶. Sammenligner vi med kursen inden opkøbsplanerne, lå denne i intervallet 120-125 kr.. Vores værdiansættelse af Nordjyske Bank bekræfter således,

¹⁷⁵ Nordjyske Bank årsrapport 2014, side 66

¹⁷⁶ www.euroinvestor.dk (2)

at den nuværende kurs for aktien afspejler markedsværdien, og at aktien sågar har været en anelse overvurderet inden opkøbet. Dette i modsætning til Nørresundby Bank, som vi tidligere vurderede var kraftigt undervurderet inden opkøbsplanerne.

9.6. Den nye Nordjyske Bank efter opkøbet

For at vurdere værdien af Nordjyske Bank efter opkøbet, lægger vi udgifts- og indtægtsposterne, såvel som det samlede ind- og udlån i de to banker sammen, og budgetterer ligeledes med den selvsamme vækst i budgetteringsperioden. Dog fratrækker vi 25 mio.kr. i udgifter til personale og administration i år 2015 og 2016, hvilket afspejler de 50 mio.kr. i omkostningsbesparelser, som man fra Nordjyske Banks side antager at opnå ved opkøbet med fuld effekt i år 2016¹⁷⁷. Samtlige udregninger fremgår af bilag 22. Nedenfor ses den maksimale mulige udbyttebetaling for Nordjyske Bank efter opkøbet:

Tabel 41: Estimeret maksimal mulig dividendeudbetaling i Nordjyske Bank efter opkøb

(Beløb i t.kr.) / %	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	T2015
Budgettering af risikovægtede poster											
Bankudlån	10.347.310	10.140.364	10.140.364	10.343.171	10.550.035	10.972.036	11.410.917	12.095.572	12.821.307	13.590.585	13.862.397
Risikovægtede poster i % af udlån	123%	123%	123%	123%	123%	123%	123%	123%	123%	123%	123%
Risikovægtede aktiver	12.727.191	12.472.648	12.472.648	12.722.101	12.976.543	13.495.604	14.035.428	14.877.554	15.770.207	16.716.420	17.050.748
Budgettering af solvensgrad og basiskapital											
Budgetteret solvensgrad	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%
Budgetteret basiskapital nødvendig	1.883.624	1.845.952	1.845.952	1.882.871	1.920.528	1.997.349	2.077.243	2.201.878	2.333.991	2.474.030	2.523.511
Budgettering af ændringer i basiskapitalen											
Budgetteret basiskapital nødvendig	1.883.624	1.845.952	1.845.952	1.882.871	1.920.528	1.997.349	2.077.243	2.201.878	2.333.991	2.474.030	2.523.511
Overført kapitalgrundlag primo	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.656.565
Årets resultat	206.679	239.130	196.408	176.356	151.293	145.238	132.313	149.342	114.045	106.738	113.156
Maksimal mulig dividendeudbetaling	206.679	239.130	196.408	176.356	151.293	145.238	132.313	149.342	114.045	106.738	113.156
Overført kapitalgrundlag ultimo	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.523.511

Kilde: Egen tilvirkning

Som det fremgår af tabellen ovenfor, vil der i samtlige år i budgetteringsperioden være pæne overskud, som alle vil kunne udbetales til aktionærerne grundet den høje eksisterende kernekapital. Tilbage diskonterer vi disse overskud til nutidsværdi, andrager værdien af Nordjyske Bank således 4.059.979 t.kr. jf. nedenstående tabel:

¹⁷⁷ Aktionærbrev udsendt af Nordjyske Bank d. 07.01.2015, side 3

Tabel 42: Estimeret equity cash flow i Nordjyske Bank efter opkøb

Alle tal i t.kr.	År	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Terminalår
Forrentningskrav terminal %	2,62											
Diskonteringsrente %	4,62	0,96	0,91	0,87	0,83	0,80	0,76	0,73	0,70	0,67	0,64	
Equity cash flow		206.679	239.130	196.408	176.356	151.293	145.238	132.313	149.342	114.045	106.738	113.156
NV årlig equity cash flow		197.552	218.476	171.520	147.208	120.711	110.762	96.449	104.055	75.953	67.947	
Samlet NV af equity cash flows		1.310.634										
NV terminalværdi		2.749.344										4.318.931
Værdi af egenkapitalen		4.059.979										

Kilde: Egen tilvirkning

Altså en samlet merværdi end værdiansættelserne af de selvstændige pengeinstitutter på $4.059.979 - 1.802.074 - 776.001 = \mathbf{1.481.904 \text{ t.kr.}}$

En sammenlægning af pengeinstitutterne vil således tilføre aktionærene næsten 1,5 mia.kr. i merværdi, hvilket må antages at være et særdeles godt argument for opkøbet.

Men såfremt Nordjyske Banks antagelser om omkostningsbesparelser på 50 mio.kr. ikke holder stik og disse udebliver, betyder dette et fald i værdiansættelsen til 2.708.023 t.kr. jf. bilag 23. Dermed vil merværdien ved opkøbet skrumpes ind til $2.708.023 - 1.802.074 - 776.001 = \mathbf{119.947 \text{ t.kr.}}$

De udmeldte omkostningsbesparelser fra Nordjyske Banks side har således afgørende betydning for værdiansættelsen af banken efter opkøbet. Uagtet om besparelserne bliver 0 mio.kr., 50 mio.kr. eller et sted midt imellem, så vil opkøbet og en sammenlægning af bankerne dog samlet set resultere i en merværdi set med aktionærbriller.

9.7. Delkonklusion på værdiansættelsen

Via Equity DCF-modellen kunne vi estimere de maksimale teoretiske udbyttebetalinger til aktionærene over en 10-årig periode, hvilket blev afsluttet med et terminalår. Disse teoretiske udbyttebetalinger tilbagediskonterede vi til nutidsværdi for derved at finde værdien af de enkelte pengeinstitutter. For Nørresundby Banks vedkommende viste værdiansættelsen, at banken havde været kraftigt undervurderet, når vi sammenlignede med aktiekursen inden fusions- og opkøbsrygterne, og at den præmie på ca. 800 mio.kr. som man umiddelbart ville antage at Nordjyske Bank betaler for Nørresundby Bank, nærmere befinder sig i niveauet 250-300 mio.kr. Skulle det samtidig lykkedes for Nordjyske Bank at opnå de forventede omkostningsbesparelser på 50 mio.kr., vil dette resultere i en samlet merværdi i værdiansættelsen på 1,5 mia.kr. set i forhold til værdien af de to selvstændige pengeinstitutter. Vi kan således konkludere, at Nordjyske Banks opkøb af Nørresundby Bank, set ud fra vores værdiansættelse og budgetterede forventninger til fremtiden, giver fin mening, idet den reelle

præmie på 250-300 mio.kr. som Nordjyske Bank betaler for Nørresundby Bank, synes særdeles attraktiv, såfremt der samtidig kan opnås 50 mio.kr. i omkostningsbesparelser. Måtte besparelserne ende i et lavere niveau, ændrer det ikke på, at opkøbet stadig er tilfredsstillende set fra et aktionærsynspunkt.

10. Værdiansættelse ud fra multipler

I modsætning til kapitalværdibaserede modeller, såsom Equity DCF-modellen, så giver værdiansættelse ved multipler ikke et bud på, hvad aktien er reelt værd. Derimod kan værdiansættelse ved multipler give et hurtigt billede af, hvorvidt en aktie er over- eller undervurderet ud fra, hvordan markedet har prissat sammenlignelige selskaber. I modsætning til kapitalværdibaserede modeller, behøver man ikke med multipler at lave præcise estimater omkring vækst og risiko flere år ud i fremtiden. Multipler er således nemme at forstå og anvende, og dermed også nemme at kommunikere til kunder og præsentere for brugere, hvilket også er årsagen til deres store popularitet blandt analytikere. Ulempen ved multipler er imidlertid, at man risikerer at oversimplificere en kompleks situation. Men ønsker man et hurtigt indtryk af værdien af et aktiv, har multipler nogle klare fordele i forhold til de kapitalværdibaserede modeller. De mest anvendte multipler er hhv. P/E-rationen samt K/I (Kurs / Indre værdi) som vi vil redegøre for og udregne for hhv. Nordjyske Bank og Nørresundby Bank.

10.1. P/E (Price/Earnings)

P/E udtrykker den samlede kursværdi af virksomheden i forhold til den samlede indtjening efter skat og renter og fortæller os således, hvor meget en investor skal betale for en kroners overskud i virksomheden.¹⁷⁸ Udregning af P/E kan ske ud fra historiske data eller ved estimering af den fremtidige indtjening. En lav P/E er som udgangspunkt godt: Hvis overskuddet fra virksomheden falder og markedskursen på aktien er uændret, vil P/E stige og gøre aktien mindre attraktiv. Hvis prisen på en aktie falder uden tydelige ændringer i fremtidig indtjening, bliver den tilsvarende mere attraktiv, fordi P/E falder.¹⁷⁹

¹⁷⁸ www.skat.dk (4)

¹⁷⁹ www.wikipedia.org (3)

Nøgletallet i sig selv fortæller imidlertid ikke ret meget, og for at kunne afgøre, hvorvidt en aktie er attraktivt værdiansat, er det således nødvendigt at sammenligne P/E med andre virksomheders P/E-ratio. Sammenligningen bør ske med virksomheder i samme branche.

Tabel 43: P/E ratio for Nørresundby Bank og Nordjyske Bank:

	Nørresundby Bank	Nordjyske Bank
Resultat (t.kr.)	139.799	109.389
Antal aktier (tusind)	4.600	7.720
Kurs pr. 8/4-2015	435,00	103,50
Earnings per share (Resultat/antal aktier)	30,39	14,17
P/E ratio (Kurs/EPS)	14,31	7,30

Kilde: Bankernes årsregnskaber samt egen tilvirkning

Som det ses, betaler man som investor næsten dobbelt så meget for en kroners overskud i Nørresundby Bank sammenlignet med Nordjyske Bank. Udregner man imidlertid P/E for de to pengeinstitutter inden fusions- og opkøbsrygterne, så er P/E-rationen næsten ens.

Tabel 44: P/E ratio for Nørresundby Bank og Nordjyske Bank inden fusions- og opkøbsrygterne:

	Nørresundby Bank	Nordjyske Bank
Resultat (t.kr.)	139.799	109.389
Antal aktier (tusind)	4.600	7.720
Kurs pr. 30/9-2014	265,00	125,00
Earnings per share (Resultat/antal aktier)	30,39	14,17
P/E ratio (Kurs/EPS)	8,72	8,82

Kilde: Bankernes årsregnskaber samt egen tilvirkning

Hvis vi i stedet vælger at udregne P/E på baggrund af et historisk gennemsnit af de seneste 5 års resultater i pengeinstitutterne, så bliver forskellen endnu mere markant. Således vil man næsten betale 3 gange så meget for en kroners overskud i Nørresundby Bank sammenlignet med Nordjyske Bank.

Tabel 45: Historisk P/E ratio for Nørresundby Bank og Nordjyske Bank inden fusions- og opkøbsrygterne:

	Nørresundby Bank	Nordjyske Bank
Resultat - historisk gennemsnit 5 år (t.kr.)	80.500	91.000
Antal aktier (tusind)	4.600	7.720
Kurs pr. 8/4-2015	435,00	103,50
Earnings per share (Resultat/antal aktier)	17,50	11,79
P/E ratio (Kurs/EPS)	24,86	8,78

Kilde: Bankernes årsregnskaber samt egen tilvirkning

Forskellen bliver imidlertid mindre markant såfremt vi vælger at udregne P/E på baggrund af vores estimerede fremtidige forventninger til årets resultat for de to pengeinstitutter. Men på trods af vores estimerende forventninger til årets resultat fremadrettet er væsentligt højere til Nørresundby Bank end Nordjyske Bank, så vil P/E for Nørresundby Bank forsat ligge på et væsentligt højere niveau end Nordjyske Bank.

Tabel 46: P/E ratio baseret på fremtidige forventninger for Nørresundby Bank og Nordjyske Bank:

	Nørresundby Bank	Nordjyske Bank
Resultat - fremtidigt gennemsnit 5 år (t.kr.)	102.344	62.482
Antal aktier (tusind)	4.600	7.720
Kurs pr. 8/4-2015	435,00	103,50
Earnings per share (Resultat/antal aktier)	22,25	8,09
P/E ratio (Kurs/EPS)	19,55	12,79

Kilde: Bankernes årsregnskaber samt egen tilvirkning

Ved at sammenholde de udregnede P/E ratioer, kan vi således konkludere, at fra at have lagt på ca. samme niveau inden fusions- og opkøbsplanerne, så betalerne man som investor i dag, væsentligt mere for en kroners overskud i Nørresundby Bank end i Nordjyske Bank. Dette uagtet, om man vælger at udregne nøgletallet ud fra det seneste årsresultat; et historisk 5-årigt gennemsnit af årets resultat; eller som et gennemsnit af det forventede årsresultat de kommende 5 år. Omvendt kan vi også konkludere, at Nørresundby Bank var attraktiv målt på P/E rationen inden fusions- og opkøbsplanerne, idet man var på samme niveau som Nordjyske Bank, men inde i en god udvikling, og ikke påvirket af udfordringerne i landbruget ligesom Nordjyske Bank.

10.2. Kurs/Indre værdi (K/I)

Et af de mest benyttede nøgletal ved analyse af aktier er den såkaldte K/I-værdi, der viser, hvad man som investor betaler for en kroners værdi i virksomheden. Nøgletallet viser altså markedsværdi i forhold til egenkapital. K/I er kursen divideret med virksomhedens egenkapital pr. aktie. Hvis K/I er mere end én, så vurderer aktiemarkedet, at virksomhedens aktier er mere værd end virksomhedens egenkapital. Det kan for eksempel skyldes, at der er forventninger om skjulte værdier i virksomheden eller forventninger om bedre resultater i

fremtiden, hvorfor man er villig til at betale en overpris i forhold til den Indre Værdi.¹⁸⁰ Men igen er det vigtigt at have sig for øje, at K/I værdien kan variere meget forskelligt fra branche til branche, og derfor er det afgørende, at man ikke opfatter K/I-værdien som en fast og absolut størrelse, ligesom tilfældet også var det med P/E ratioen. K/I skelner ikke til estimer af fremtidig eller historisk indtjening og er derfor mere relevant i forhold til en vurdering af et selskabs nuværende finansielle styrke i forhold til markedsprisen.

Tabel 47: Kurs / Indre værdi i Nørresundby Bank og Nordjyske Bank

Kurs / Indre værdi	Nørresundby Bank	Nordjyske Bank
Egenkapital	1.556.097	1.421.000
Antal aktier (tusind)	4.600	7.720
Kurs pr. 8/4-2015	435,00	103,50
Egenkapital pr. aktie (Egenkapital/antal aktier)	338,28	184,07
K/I (Kurs/Egenkapital pr. aktie)	1,29	0,56

Kilde: Bankernes årsregnskaber samt egen tilvirkning

Som det ses har Nørresundby Bank en K/I på 1,29 og Nordjyske Bank på 0,56. Investorerne vurderer således, at aktiverne i Nørresundby Bank er mere værd end egenkapitalen, hvorimod det modsatte er tilfældet med Nordjyske Bank.

Tabel 48: Kurs / Indre værdi i Nørresundby bank og Nordjyske Bank inden fusions- og opkøbsrygter

Kurs / Indre værdi	Nørresundby Bank	Nordjyske Bank
Egenkapital	1.556.097	1.421.000
Antal aktier (tusind)	4.600	7.720
Kurs pr. 30/9-2014	265,00	125,00
Egenkapital pr. aktie (Egenkapital/antal aktier)	338,28	184,07
K/I (Kurs/Egenkapital pr. aktie)	0,78	0,68

Kilde: Bankernes årsregnskaber samt egen tilvirkning

Udregner vi imidlertid K/I for de to pengeinstitutter inden fusions- og opkøbsrygterne, så falder K/I for Nørresundby Bank markant, hvorimod Nordjyske Bank stiger en anelse. Differencen imellem bankerne er nu betragtelig mindre. Dog ligger de begge med en højere K/I end gennemsnittet for alle gruppe 3 pengeinstitutter på 0,52.¹⁸¹

¹⁸⁰ www.startvaekst.virk.dk

¹⁸¹ www.finanstilsynet.dk (6)

10.3. Delkonklusion på værdiansættelse ved multipler

Ud fra de beregnede nøgletal kan vi konkludere, at Nørresundby Bank performer klart bedst. Nørresundby Banks høje P/E ratio og K/I afspejler naturligvis købstilbuddet fra Nordjyske Bank. Men sammenligner vi nøgletallene inden fusions- og opkøbsrygterne, ligger nøgletallene i samme niveau. Og hvis vi sammenholder nøgletallene med vores værdiansættelse af de to pengeinstitutter, så understreger nøgletallene, at Nørresundby Bank er mest attraktiv set fra en investors synspunkt. Således ligger de to pengeinstitutterne ens på værdiansættelsen ud fra børsnøgletal, men Nørresundby Bank er langt mere attraktiv end Nordjyske Bank ud fra vores kapitalværdibaseret værdiansættelse ved Equity DCF-modellen, hvilket samlet taler for en investering i Nørresundby Bank frem for Nordjyske Bank.

11. Konklusion

Formålet med denne opgave har været at analysere, hvem af Nordjyske Banks interessenter, der profiterer af opkøbet og i hvilken form. Til at vurdere dette, startede vi med at kigge på det organisatoriske plan. For begge bankernes vedkommende er den organisatoriske opbygning et maskinbureaukrati, hvorfor der ikke på denne front umiddelbart er de store udfordringer. Da den nye Nordjyske Bank bliver ca. dobbelt størrelse efter opkøbet, bør man dog fra ledelsens side gøre sig overvejelser om, hvorvidt denne organisationsform også fremadrettet er den rigtige for banken. Man bør overveje at overgå til den divisionaliserede form, hvilket vil samle kompetencerne i større enheder, og samtidig give mellemlederne øget magt. Dette vil sikre tilfredse medarbejdere, som vil få den sparring og hjælp, de behøver i forbindelse med de nye arbejdsprocesser, og den øgede magt til mellemlederne vil sørge for en decentralisering af magten i organisationen. Som følge heraf, vil både ledere og medarbejdere føle større ansvar overfor banken og opleve øget arbejdsglæde, hvilket vil resultere i, at opkøbet bliver opfattet positivt af medarbejderne og som en succes for banken. Således vil også medarbejderne profitere af opkøbet, ligesom ledelsen vil få øget magt og opleve større prestige, i og med at de bliver ledere i en større bank.

I forhold til de to bankers værdier, så adskiller disse sig fra hinanden, hvorimod man strategisk har været på bølgelængde igennem hele opkøbet. Begge parter har været interesseret i at fastholde en lokal forankret bank i Nordjylland, hvorfor man hellere ville gå sammen, end at risikere at blive opkøbt af en større landsdækkende bank. Geografisk set er Nørresundby Banks markedsområde og filialer hensigtsmæssigt placeret i forhold til Nordjyske Banks fremtidige strategi om også at være repræsenteret i Aalborg-området. Alternativet kunne være selv at etablere en eller flere filialer i Aalborg, men via opkøbet sikrer man sig samtidig strategiske ressourcer, som man ellers ikke ville have haft adgang til, ligesom bankens vækst øges betragteligt med et enkelt træk, frem for den væsentligt langsommere og gradvise organiske vækst som Nordjyske Bank ellers ville have haft.

Fra kundernes synspunkt bibeholder man en velkonsolideret og regional bank, som har kompetencerne til såvel som interesse i udlånsvirksomhed indenfor de lokale erhverv i Nordjylland, herunder fiskeri og landbrug. Da kundesammensætningen er anderledes i Nørresundby Bank, er det vigtigt, at Nordjyske Bank udarbejder en ny strategi samt vision,

som favner den ændring i kundesammensætningen, som man får ved opkøbet. Såfremt dette lykkes, vil man kunne fastholde kunderne, glæde sig over en mere veldiversificeret kundeportefølje, mens kunderne vil kunne glæde sig over en større regional bank som støtter lokalområdet og de lokale erhverv.

Set fra et aktionærsynspunkt synes præmien for opkøbet på ca. 800 mio.kr. umiddelbart at være stor, når der udelukkende kigges på argumenterne for højere indtjening pr. aktie, højere egenkapitalforrentning, lavere solvenskrav og oprykningen fra gruppe 3 til gruppe 2 for dermed at kunne håndtere større kunder.

Via vores værdiansættelse kunne vi dog konkludere, at Nørresundby Bank var undervurderet sammenlignet med bankens værdi inden fusions- og opkøbsrygterne, hvorfor denne reelle præmie, som Nordjyske Bank betaler for Nørresundby Bank, nærmere ligger i niveauet 250 mio.kr. At Nørresundby Bank har været undervurderet, blev desuden understøttet af vores værdiansættelse af Nordjyske Bank ud fra de samme forudsætninger. I modsætning til Nørresundby Bank, viste værdiansættelsen af Nordjyske Bank, at banken havde været en anelse overvurderet inden fusions- og opkøbsrygterne.

En væsentlig lavere præmie for Nørresundby Bank sammenholdt med de udmeldte omkostningsbesparelser på 50 mio.kr. fra ledelsens side, vil betyde en væsentlig højere værdi for aktionærene ved et opkøb, end såfremt bankerne fortsatte som selvstændige pengeinstitutter. Selvom omkostningsbesparelserne måtte ende med at blive lavere end de udmeldte 50 mio.kr., så ser opkøbet stadig fornuftigt ud med aktionærbriller, hvilket skyldes, at præmien for Nørresundby Bank er væsentlig mindre end de ca. 800 mio.kr. som først antaget.

Konsekvenserne af opkøbet for Nordjyske Bank er således reducere af omkostninger, synergieffekter, større markedsmagt samt varetagelse af regionale interesser. Disse motiver er ligeledes væsentlige faktorer, når man skal vurdere, hvorvidt et opkøb er attraktivt eller ej. Vi kan derfor konkludere, at der er betydelige fordele ved opkøbet, hvilket kommer aktionærene og kunderne til gode, men også ledelsen og medarbejderne.

11. Litteraturliste

Artikler

Damodaran, A., (2009); *Valuing financial service Firms*, Udlævet af vejleder

Florentsen, B. B., Møller, M. & Parum, C. (2015); *Den Nordjyske Bankkrig*, Finans/Invest, 01, Februar 2015

Holm, M., Vriberg Petersen, C. & Plenborg, T. (2005); *Værdiansættelse af virksomheder med DCF-modellen*, Revision & Regnskabsvæsen vol. 74, (1)

Raaballe, J., Hessellund Jeppesen, M. & Sahin, S. (2014); *Danske børsnoterede bankers indtægts- og omkostningsstruktur under forvandling*, Finans/Invest, 04, April 2014

Auer, M. R., (2011); *The Policy Sciences of Social Media*, The Policy Studies Journal, vol. 39(4)

Bøger

Andresen, J.J. (2013); *Finansiell Risikostyring*, 1. udgave, Jurist og Økonomforbundets forlag, København

Bakka, J.F. & Fivelsdal, E. (2010); *Organisationsteori – struktur, kultur, processer*, 5. udgave, Handelshøjskolen forlag, København

Christensen, M. & Pedersen, F. (2009); *Aktie investering*, 3. udgave, Jurist og Økonomforbundets forlag, København

Ejendomsforeningen Danmark (2010); *Værdiansættelse af investeringsejendomme – anbefalinger til DCF-modellen*, 1. udgave, Datagraf A/S, Auning

Gup, B. E., Kolari, J. W. (2005); *Commercial Banking – The Management of Risk*, Third edition, John Wiley & Sons, Inc.

Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2005); *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 4th edition, Wiley

Sørensen, O. (2009); *Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang*, 3. udgave, Gjellerup, København

Internetkilder

www.business.dk (1): <http://www.business.dk/finans/langt-faerre-danske-banker-i-fremtiden>

www.business.dk (2): <http://www.business.dk/finans/nu-skal-du-betale-for-at-have-penge-i-banken>

www.business.dk (3): <http://www.business.dk/finans/jyske-bank-topchef-landbrug-i-vaerste-krise-i-min-tid>

www.business.dk (4): <http://www.business.dk/finans/vejrsbank-til-vejrs-paa-opkoebsrygter>

www.delacour.dk : <http://dk.delacour.dk/faq/virksomhedsoverdragelser/hvad-er-due-diligence/>

www.dst.dk : <http://www.dst.dk/da/Statistik/emner/prisindeks/forbrugerprisindeks-og-aarlig-inflation.aspx>

www.euroinvestor.dk

www.euroinvestor.dk (1): <http://www.euroinvestor.dk/boerser/nasdaq-omx-copenhagen/noerresundby-bank-a-s/208399/graf>

www.euroinvestor.dk (2): <http://www.euroinvestor.dk/boerser/nasdaq-omx-copenhagen/nordjyske-bank-a-s/332807>

www.europa.eu :

http://ec.europa.eu/finance/bank/regcapital/index_en.htm#capitalrequireproposal

www.finans.boersen.dk (1):

http://www.finans.borsen.dk/artikel/1/299978/bankbryllup_mellem_nordjyske_og_noerresundby.html

www.finans.boersen.dk (2):

http://finans.borsen.dk/artikel/1/279943/banker_indlaansunderskud_er_et_overstaaet_kapital.html

www.finans.tv2.dk (1): <http://finans.tv2.dk/2015-02-24-jyske-bank-goer-klar-til-negative-renter-til-privatkunderne>

www.business.dk

www.finans.tv2.dk (2): http://finans.tv2.dk/nyheder/article.php/id-73658753/krohn-drusebjerg*2dg%C3%A5r*2dfra*2dnordea*2d*2duoen*2dforts%C3%A6tter.html

www.finansraadet.dk (1): <http://www.finansraadet.dk/tal--fakta/Pages/statistik-og-tal/de-stoerste-pengeinstitutter.aspx>

www.finansraadet.dk (2): <http://www.finansraadet.dk/Tal--Fakta/Pages/statistik-og-tal/regnskabstal/hovedtal---resultatopgoerelse.aspx>

www.finanstilsynet.dk (1):

<https://www.finanstilsynet.dk/da/nyhedscenter/pressemeddelelser/arkiv-pm/presse-1998/pengeinstitutternes-forelobige-regnskabs.aspx>

www.finanstilsynet.dk (2):

<https://www.finanstilsynet.dk/~media/Nyhedscenter/2014/H%C3%B8ringsnotat%20om%20nedskrivningsvejledning%20032014.ashx>

www.finanstilsynet.dk (3): <https://www.finanstilsynet.dk/da/Tal-og-fakta/Statistik-noegletal-analyser/Tilsynsdiamanten.aspx>

www.finanstilsynet.dk (4):

<https://www.finanstilsynet.dk/da/Nyhedscenter/Sektornyt/2014/Tilsynsdiamanten%20for%20pengeinstitutter.aspx>

www.finanstilsynet.dk (5): <https://www.finanstilsynet.dk/da/Leksikon/Risikovaegtede-poster.aspx>

www.finanstilsynet.dk (6): <https://www.finanstilsynet.dk/da/Tal-og-fakta/Statistik-noegletal-analyser/Noegletal.aspx>

[www.finanswatch.dk](http://finanswatch.dk) (1): <http://finanswatch.dk/Finansnyt/Pengeinstitutter/article7556123.ece>

[www.finanswatch.dk](http://finanswatch.dk) (2): <http://finanswatch.dk/Finansnyt/article4886018.ece>

[www.finanswatch.dk](http://finanswatch.dk) (3):

<http://finanswatch.dk/secure/Finansnyt/Pengeinstitutter/article7259319.ece>

[www.finanswatch.dk](http://finanswatch.dk) (4): <http://finanswatch.dk/secure/Klummer/article7599419.ece>

[www.finanswatch.dk](http://finanswatch.dk) (5):

<http://finanswatch.dk/secure/Finansnyt/Pengeinstitutter/article7555933.ece>

[www.finanswatch.dk](http://finanswatch.dk) (6):

<http://finanswatch.dk/secure/Finansnyt/Pengeinstitutter/article7463622.ece>

[www.finanswatch.dk](http://finanswatch.dk) (7): <http://finanswatch.dk/Finansnyt/Pengeinstitutter/article7530801.ece>

[www.finanswatch.dk](http://finanswatch.dk) (8):

<http://finanswatch.dk/secure/Finansnyt/Pengeinstitutter/article7395306.ece>

[www.finanswatch.dk](http://finanswatch.dk) (9): <http://finanswatch.dk/Finansnyt/Pengeinstitutter/article7579001.ece>

www.gii.dk : <http://www.gii.dk/Default.aspx?ID=1370>

www.infomedia.dk (1): søgt på Nordjyske Bank fra 23.9.2015 - 18.04.2015

www.infomedia.dk (2): søgt på Nørresundby Bank fra 23.9.2015 - 18.04.2015

www.infomedia.dk (3): søgt på Middelfart Sparekasse fra 23.9.2015 - 18.04.2015

www.infomedia.dk (4): søgt på Djurslands Bank fra 23.9.2015 - 18.04.2015

www.invested.dk : <http://www.invested.dk/encyclopedia/indtjening/>

www.investor.borsen.dk:

http://investor.borsen.dk/artikel/1/272123/chefoekonom_inflationen_er_uacceptabel_lav.html

www.maps.google.dk (1):

<https://www.google.com/maps/d/viewer?mid=z4nofrxUHW7A.kHaG2Q60wMSg>

www.maps.google.dk (2): https://www.google.com/maps/d/viewer?mid=z-yFgi84YFoE.kGg8_6eg2PE&hl=da

www.nationalbanken.dk (1):

<http://www.nationalbanken.dk/da/markedsinfo/officiellerentesatser/Sider/Default.aspx>

www.nationalbanken.dk (2):

<http://www.nationalbanken.dk/da/publikationer/Documents/2003/02/samlet.pdf>

www.nordjyskebank.dk (1): <http://alm.nordjyskebank.dk/Vores-historie.1848.aspx?layout=1>

www.nordjyskebank.dk (2): <https://alm.nordjyskebank.dk/Det-st%C3%A5r-vi-for.1849.aspx>

www.nordjyskebank.dk (3): <http://alm.nordjyskebank.dk/Kapitalkonto.1559.aspx>

www.nordjyskebank.dk (4):

[https://alm.nordjyskebank.dk/media/Supplerende oplysninger vedr%C3%B8rende k%C3%B8bstilbud_.pdf](https://alm.nordjyskebank.dk/media/Supplerende_oplysninger_vedr%C3%B8rende_k%C3%B8bstilbud_.pdf)

www.nordjyskebank.dk (5):

<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=627453&language=da>

www.nordjyskebank.dk (6):

<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=631477&language=da>

www.nordjyskebank.dk (7):

<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=634861&language=da>

www.nordjyskebank.dk (8):

<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=637985&language=da>

www.nrsbank.dk (1): <http://alm.nrsbank.dk/Historie--Triskelen.2826.aspx>

www.nrsbank.dk (2): <http://alm.nrsbank.dk/Om-banken.2834.aspx>

www.nrsbank.dk (3): <http://alm.nrsbank.dk/Kernev%C3%A6rdier.2762.aspx>

www.people.stern.nyu.edu : <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>

www.politiken.dk (1): <http://politiken.dk/oekonomi/privatoekonomi/ECE1573959/danskerne-sparer-op-som-aldrig-foer/>

www.politiken.dk (2):

<http://politiken.dk/forbrugogliv/digitalt/forbrugerelektronik/ECE2157484/vi-tjekker-vores-smartphone-100-150-gange-om-dagen/>

www.politiken.dk (3): <http://politiken.dk/oekonomi/virksomheder/ECE2217918/aktien-droener-opad-investorer-elsker-jyske-banks-fusion-med-brf-kredit/>

www.samfundsfaget.dk : <http://www.samfundsfaget.dk/temaer/ansvarlig-presse-mediernes-rolle-og-ansvar/mediernes-magt/>

www.skat.dk (1): <http://www.skat.dk/SKAT.aspx?oId=1813207&chk=208529>

www.skat.dk (2): <http://www.skat.dk/SKAT.aspx?oId=1813207&chk=208529>

www.skat.dk (3): <http://www.skat.dk/SKAT.aspx?thisId=1813219.208529>

www.skat.dk (4): <http://www.skat.dk/SKAT.aspx?oId=1813242&chk=208529>

www.skm.dk : <http://www.skm.dk/skattetal/statistik/generel-skattestatistik/selskabsskattesatser-i-eu-landene-1995-2014/>

www.sparnord.dk (1): <https://www.sparnord.dk/om-spar-nord/om/overblik.aspx>

www.sparnord.dk (2): <https://www.sparnord.dk/media/821332/Spar-Nord-byder-paa-Noerresundby-Bank.pdf>

www.startvaekst.virk.dk (1): <https://startvaekst.virk.dk/vaekst/finansiering/finansiell-ordbog/finansielle-begreber>

www.startvaekst.virk.dk (2) : <https://startvaekst.virk.dk/vaekst/finansiering/finansiell-ordbog/finansielle-noegletal>

www.statistikbanken.dk (1):

<http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/selectvarval/saveselections.asp>

www.statistikbanken.dk (2):

<http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/selectvarval/saveselections.asp>

www.statistikbanken.dk (3):

<http://statistikbanken.dk/statbank5a/SelectVarVal/Define.asp?Maintable=MPK3&PLanguage=0>

www.wikipedia.org (1): <http://da.wikipedia.org/wiki/Selskabsskat>

www.wikipedia.org (2): [http://en.wikipedia.org/wiki/Beta_\(finance\)](http://en.wikipedia.org/wiki/Beta_(finance))

www.wikipedia.org (3): <http://da.wikipedia.org/wiki/P/E>

Selskabsmeddelelse

Udvidet selskabsmeddelelse (1): side 6 <http://alm.nordjyskebank.dk/ref.aspx?id=25546>

Udvidet selskabsmeddelelse (2): side 31 <http://alm.nordjyskebank.dk/ref.aspx?id=25546>

Udvidet selskabsmeddelelse (3): side 32 <http://alm.nordjyskebank.dk/ref.aspx?id=25546>

Udvidet selskabsmeddelelse (4): side 32 <http://alm.nordjyskebank.dk/ref.aspx?id=25546>

Udvidet selskabsmeddelelse (5): side 105 <http://alm.nordjyskebank.dk/ref.aspx?id=25546>

Udvidet selskabsmeddelelse (6): side 108 <http://alm.nordjyskebank.dk/ref.aspx?id=25546>

Udvidet selskabsmeddelelse (7): side 35 <http://alm.nordjyskebank.dk/ref.aspx?id=25546>

Video

Formandens beretning d. 13. januar 2015 <http://alm.nordjyskebank.dk/Ny-st%C3%A6rk-lokalbank-i-Nordjylland.2353.aspx?layout=1>

Finansielle rapporter

Årsrapport Nordjyske Bank 2010-2014

Årsrapport Nørresundby Bank 2010-2014

Risikorapport Nordjyske Bank 2014

Risikorapport Nørresundby Bank 2014

Solvensrapport Nørresundby Bank 2014

Årsrapport Danske Bank 2014

Risikorapport Danske Bank 2014

Bilag**Bilag 1**

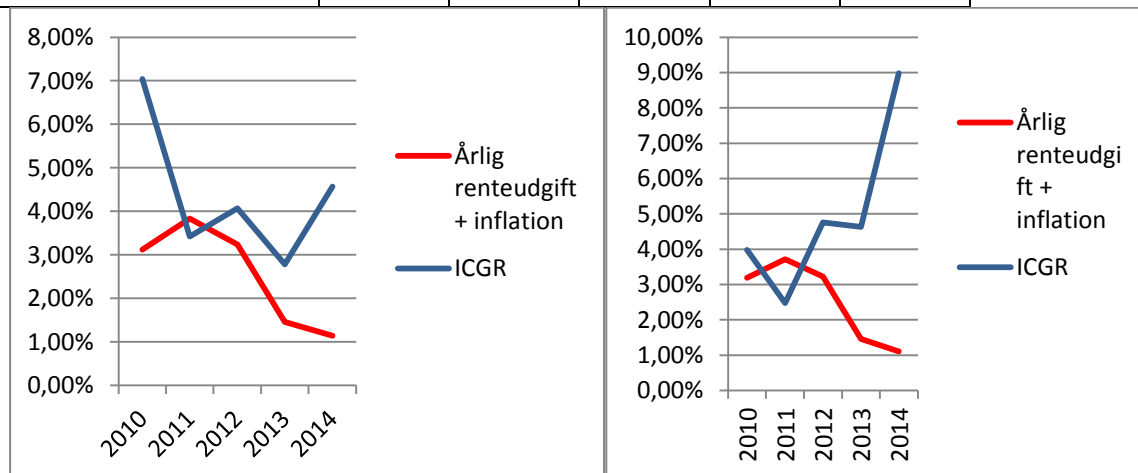
Nordjyske Bank	2010	2011	2012	2013	2014	i %
renteindtægter fra udlån og andre tilgodehavender	431.769.000	444.159.000	423.425.000	395.909.000	371.591.000	13,94%
gns.udlån	6.024.000.000	5.876.000.000	5.656.000.000	5.555.000.000	5.526.000.000	8,27%
Rente udlån = renteindtægter fra udlån og andre tilgodehavender/gns. Udlån	7,16748008	7,558866576	7,486297737	7,127074707	6,724411871	6,18%
pengemarkedsrente	1,3	1,325	0,98	0,265	-0,15	111,54%
Udlåns marginal = Rente udlån - pengemarkedsrente	8,46748008	8,883866576	8,466297737	7,392074707	6,574411871	22,36%
Dbudlån = udlåns marginal*gns.udlån	<u>510.081.000</u>	<u>522.016.000</u>	<u>478.853.800</u>	<u>410.629.750</u>	<u>363.302.000</u>	28,78%
Nørresundby Bank	2010	2011	2012	2013	2014	i %
renteindtægter fra udlån og andre tilgodehavender	394.135.000	391.519.000	371.728.000	334.389.000	309.913.000	21,37%
gns.udlån	6.022.674.500	5.928.937.000	5.508.630.000	5.391.297.000	5.396.655.500	10,39%
Rente udlån = renteudgifter fra udlån og andre tilgodehavender/gns. Udlån	6,544185644	6,603527749	6,748102523	6,202385066	5,742686373	12,25%
pengemarkedsrente	1,3	1,325	0,98	0,265	-0,15	111,54%
Udlåns marginal = Rente udlån - pengemarkedsrente	7,844185644	7,928527749	7,728102523	6,467385066	5,592686373	28,70%
Dbudlån = udlåns marginal*gns.udlån	<u>472.429.769</u>	<u>470.077.415</u>	<u>425.712.574</u>	<u>348.675.937</u>	<u>301.818.017</u>	36,11%

Bilag 2

ROE	2010	2011	2012	2013	2014	Gennemsnit
Nordjyske Bank	7,704643	4,063213	4,683512	3,924759	6,203589	5,315943
Nørresundby Bank	4,716746	3,186885	5,438645	6,233008	8,984512	5,711959
Pengeinstitutter, gruppe 3	-7,85	-2,15	-2,56	0,98	3,49	-1,61664
Egenkapital	2010	2011	2012	2013	2014	
Nordjyske Bank	12060	12450	13040	13490	14210	
Nørresundby Bank	12540	12810	13430	14330	15560	
ROE gruppe 1-4	2010	2011	2012	2013	2014	
XX - Pengeinstitutter, gruppe 1	5,59	1,69	3,59	6,15	-	
XX - Pengeinstitutter, gruppe 2	-20,40	-2,19	-7,99	-1,25	-	
XX - Pengeinstitutter, gruppe 3	-7,85	-2,15	-2,56	0,98	-	
XX - Pengeinstitutter, gruppe 4	0,97	-0,05	1,54	-11,16	-	

Bilag 3

Årlig udgift	2010	2011	2012	2013	2014
Nordjyske Bank	0,82%	1,04%	0,84%	0,66%	0,54%
Nørresundby Bank	0,89%	0,91%	0,83%	0,66%	0,50%
Inflation	2,30%	2,80%	2,40%	0,80%	0,60%
Årlig renteudgift	2010	2011	2012	2013	2014
Nordjyske Bank	78838	86820	70843	58645	48178
Nørresundby Bank	88199	85488	77172	60783	46770
Årlig renteudgift + inflation	2010	2011	2012	2013	2014
Nordjyske Bank	3,12%	3,84%	3,24%	1,46%	1,14%
Nørresundby Bank	3,19%	3,71%	3,23%	1,46%	1,10%
ICGR	2010	2011	2012	2013	2014
Nordjyske Bank	7,04%	3,42%	4,07%	2,78%	4,57%
Nørresundby Bank	3,98%	2,47%	4,76%	4,63%	8,98%



Bilag 4

Nordjyske Bank					
	2010	2011	2012	2013	2014
Årets resultat	92.918.000	50.587.000	61.073.000	52.945.000	88.153.000
Balance	9.646.426.000	8.373.579.000	8.420.047.000	8.915.058.000	8.881.377.000
Egenkapital	1.206.000.000	1.245.000.000	1.304.000.000	1.349.000.000	1.421.000.000
Renteudgifter	78.838.000	86.820.000	70.843.000	58.645.000	48.178.000
Puljeordning	736.679.000	777.844.000	871.202.000	1.110.220.000	1.303.328.000
WACC					
$k_w = k_d(1 - T)L + k_e(1 - L)$					
$k_e = r_f + b(k_m - r_f)$					
	2010	2011	2012	2013	2014
	Procent				
10 årig statsobl.	2,89	2,68	1,35	1,73	1,18
b =	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80
k _m =	5,20	5,20	5,20	5,20	5,20
k _d =	0,93				

		1,22	1,00	0,78	0,65
$k_e =$	4,74	4,70	4,43	4,51	4,40
Skattesats	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Fremmed kap. L	0,875	0,851	0,845	0,849	0,840
1. led prisen for fremskaffelse af kapital efter skat	0,62	0,78	0,64	0,50	0,41
2. led prisen på pengeinstituttets egenkapital	0,59	0,70	0,69	0,68	0,70
$k_w =$	1,21	1,48	1,32	1,18	1,11
ROE	7,70%	4,06%	4,68%	3,92%	6,20%
ROA	0,96%	0,60%	0,73%	0,59%	0,99%
ICGR					
Internal capital generation rate (ICGR) = $\frac{1}{\text{Capital ratio}} \times \text{Return on assets} \times \text{Earnings retention ratio}$					
	2010	2011	2012	2013	2014

Capital ratio:					
Egenkapital/aktiver =	0,125	0,149	0,155	0,151	0,160
ROA:					
Nettoresultat/Aktiver	0,0096	0,0060	0,0073	0,0059	0,0099
Udbytte:	8040000	8040000	8040000	15440000	23160000
Earnings retention ratio					
(nettoresultat – udbytte)/nettoresultat	0,91	0,84	0,87	0,71	0,74
ICGR:	7,04%	3,42%	4,07%	2,78%	4,57%

Nørresundby Bank

	2010	2011	2012	2013	2014
Årets resultat	59.148.000	40.824.000	73.041.000	89.319.000	139.799.000
Balance	9.903.173.000	9.358.656.000	9.352.389.000	9.253.141.000	9.278.844.000
Egenkapital	1.254.829.000	1.281.640.000	1.342.551.000	1.432.823.000	1.556.097.000
Renteudgifter	88.199.000	85.488.000	77.172.000	60.783.000	46.770.000
Puljeordning	853.929.000	818.773.000	912.059.000	927.959.000	966.231.000

WACC					
$k_w = k_d \left(\frac{D}{D+E} \right) + k_e \left(\frac{E}{D+E} \right)$					
$k_e = r_f + b(k_m - r_f)$					
	2010	2011	2012	2013	2014
	Procent				
10 årig statsobl.	2,89	2,68	1,35	1,73	1,18
b =	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80
k _m =	5,20	5,20	5,20	5,20	5,20
k _d =	1,02	1,06	0,96	0,78	0,61
k _e =	4,74	4,70	4,43	4,51	4,40
Skattesats	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Fremmed kap. L	0,873	0,863	0,856	0,845	0,832
1. led	-4,76	-	-	-	-
		4,71	4,37	4,47	4,33
2. led	0,77	0,80	0,73	0,59	0,46

$k_w =$	1,27	1,33	1,26	1,19	1,12
ROE	4,71%	3,19%	5,44%	6,23%	8,98%
ROA	0,60%	0,44%	0,78%	0,97%	1,51%
ICGR					
Internal capital generation rate (ICGR) = $\frac{1}{\text{Capital ratio}} \times \text{Return on assets} \times \text{Earnings retention ratio}$					
	2010	2011	2012	2013	2014
Capital ratio:					
Egenkapital/aktiver =	0,127	0,137	0,144	0,155	0,168
ROA:					
Nettoresultat/Aktiver	0,0060	0,0044	0,0078	0,0097	0,0151
Udbytte:	9200000	9200000	9200000	23000000	0
Earnings retention ratio					
(nettoresultat – udbytte)/nettoresultat	0,84	0,77	0,87	0,74	1,00
ICGR:	3,98%	2,47%	4,76%	4,63%	8,98%

WACC	2010	2011	2012	2013	2014
Nordjyske Bank	1,21	1,48	1,32	1,18	1,11
Nørresundby Bank	1,27	1,33	1,26	1,19	1,12

ICGR	2010	2011	2012	2013	2014
Nordjyske Bank	7,04%	3,42%	4,07%	2,78%	4,57%
Nørresundby Bank	3,98%	2,47%	4,76%	4,63%	8,98%

Fusioneret bank	
	2015
Årets resultat	193.000
Balance	18.057.000
Egenkapital	2.599.000
Renteudgifter	110.000
Puljeordning	2.269.559
WACC	
$k_e = k_d(1 - T) + k_p(1 - L)$	
$k_e = rf + b(k_m - rf)$	

		2015
10 årig statsobl.	0,21	
b =	0,80	
k _m =	5,20	
k _d =	0,71	
k _e =	4,20	
Skattesats	0,25	
Fremmed kap. L	0,856	
0,46	0,46	
0,60	0,69	
k _w =	1,06	1,15
ROE	7,43%	6,48%

ROA	1,07%	1,07%
ICGR		
$\text{Internal capital generation rate (ICGR)} = \frac{1}{\text{Capital ratio}} \times \text{Return on assets} \times \text{Earnings retention ratio}$		
	2015	
Capital ratio:		
Egenkapital/aktiver =	0,144	
ROA:		
Nettoresultat/Aktiver	0,0107	
Udbytte:	57900	
Earnings retention ratio		
0,70		
ICGR:	5,20%	

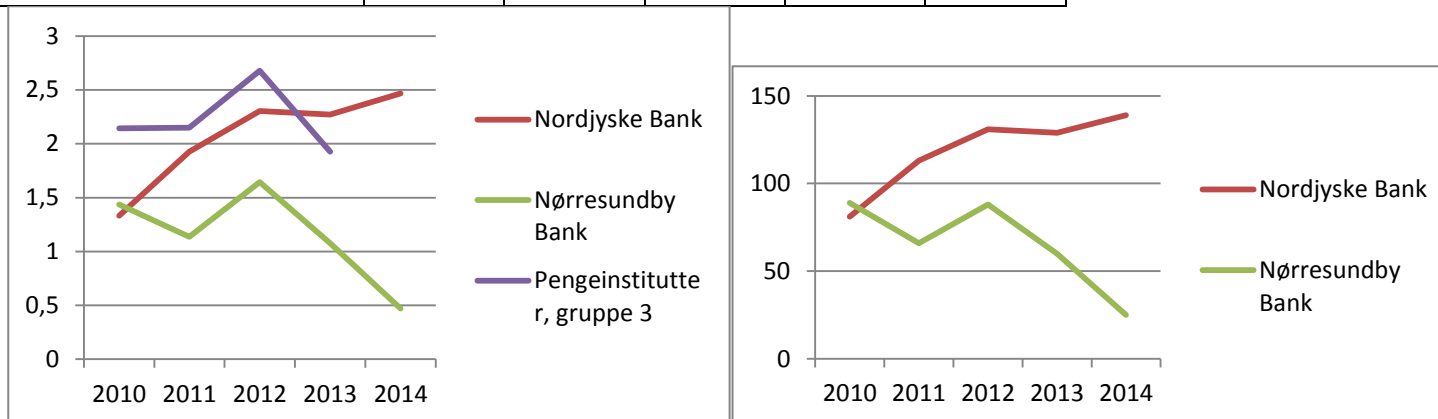
Bilag 5
<http://www.nationalbanken.dk/da/markedsinfo/officiellerentesatser/Sider/Default.aspx>

Nordjyske Bank	2010	2011	2012	2013	2014	i %
indlån og anden gæld (renteudgifter)	62.807.000	60.868.000	65.658.000	55.147.000	44.336.000	29,41%
gns.indlån	6.415.195.500	6.379.416.500	6.599.759.500	7.071.905.500	7.252.500.000	-13,05%
Rente indlån	0,98	0,95	0,99	0,78	0,61	37,56%
pengemarkedsrente	0,7	0,95	0,2	-0,1	-0,05	107,14%
Indlåns marginal = pengemarkedsrente - rente indlån	-0,28	0,00	-0,79	-0,88	-0,66	-137,00%
Dbindlån = indlåns marginal*gns.indlån	-17.900.632	-263.543	-52.458.481	-62.218.906	-47.962.250	-167,94%
Nordjyske Bank					2015	
Rente indlån					0,61	
pengemarkedsrente					-0,75	
Indlåns marginal = pengemarkedsrente - rente indlån					-1,36	
Dbindlån = indlåns marginal*gns.indlån					-98.729.750	
Nørresundby Bank	2010	2011	2012	2013	2014	i %
indlån og anden gæld (renteudgifter)	68.260.000	65.887.000	66.463.000	56.107.000	44.663.000	34,57%
gns.indlån	6.030.176.000	5.937.741.000	6.161.359.500	6.240.407.500	6.229.126.000	-3,30%

rente indlån = renteudgifter fra indlån og anden gæld / gns. Indlån	1,13	1,11	1,08	0,90	0,72	36,66%
pengemarkedsrente	0,7	0,95	0,2	-0,1	-0,05	107,14%
Indlåns marginal = pengemarkedsrente - rente indlån	-0,43	-0,16	-0,88	-1,00	-0,77	-77,56%
Dbindlån = indlåns marginal*gns.indlån	<u>-26.048.768</u>	<u>-9.478.461</u>	<u>-54.140.281</u>	<u>-62.347.408</u>	<u>-47.777.563</u>	-83,42%
Nørresundby Bank					2015	
rente indlån = renteudgifter fra indlån og anden gæld / gns. Indlån					0,72	
pengemarkedsrente					-0,75	
Indlåns marginal = pengemarkedsrente - rente indlån					-1,47	
Dbindlån = indlåns marginal*gns.indlån					<u>-91.381.445</u>	

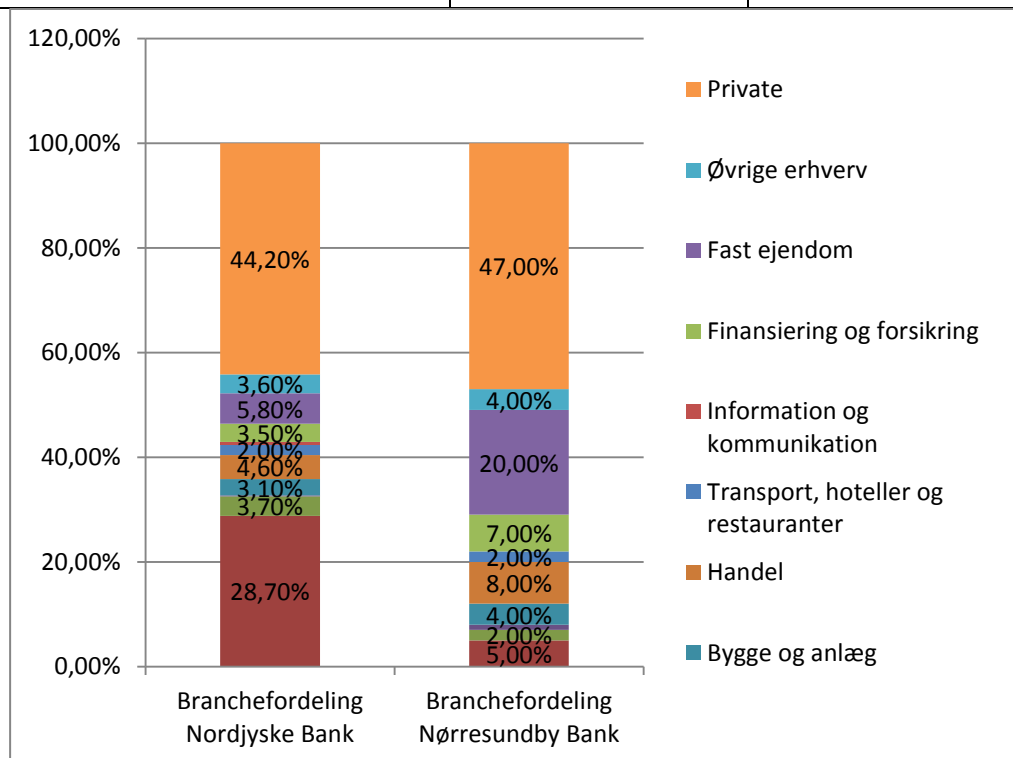
Bilag 6

Nedskrivninger	2010	2011	2012	2013	2014
Nordjyske Bank	81	113	131	129	139
Nørresundby Bank	89	66	88	60	25
Udlån	2010	2011	2012	2013	2014
Nordjyske Bank	5997	5755	5557	5553	5499
Nørresundby Bank	6109	5748	5269	5514	5280
Årets nedskrivningsprocent	2010	2011	2012	2013	2014
Nordjyske Bank	1,332675	1,925699	2,303094	2,270327	2,465413
Nørresundby Bank	1,435947	1,135191	1,64271	1,076426	0,471254
Pengeinstitutter, gruppe 3	2,14	2,15	2,68	1,93	



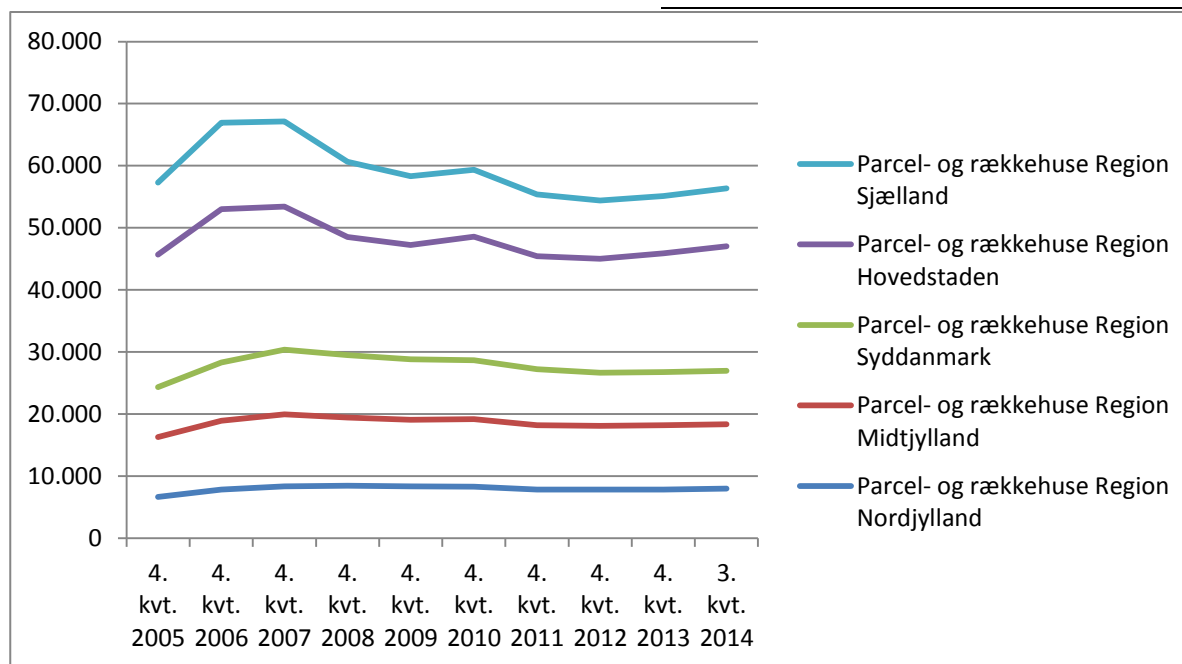
Bilag 7

	Branchefordeling Nordjyske Bank	Branchefordeling Nørresundby Bank
Off. Myndigheder	0,10%	0,00%
Landbrug, jagt, fiskeri	28,70%	5,00%
Industri og råstofudvinding	3,70%	2,00%
Energiforsyning	0,20%	1,00%
Bygge og anlæg	3,10%	4,00%
Handel	4,60%	8,00%
Transport, hoteller og restauranter	2,00%	2,00%
Information og kommunikation	0,50%	0,00%
Finansiering og forsikring	3,50%	7,00%
Fast ejendom	5,80%	20,00%
Øvrige erhverv	3,60%	4,00%
Private	44,20%	47,00%
I alt	100,00%	100,00%



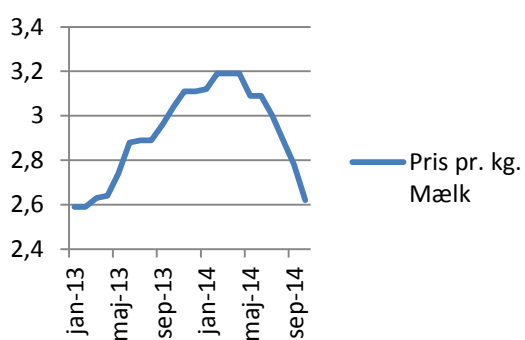
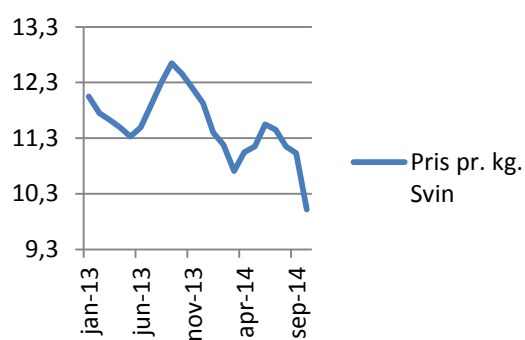
Bilag 8

BM-Boligpris m2	Område	4. kv. 2005	4. kv. 2006	4. kv. 2007	4. kv. 2008	4. kv. 2009	4. kv. 2010	4. kv. 2011	4. kv. 2012	4. kv. 2013	3. kv. 2014
Parcel- og rækkehuse	Region Nordjylland	6.654	7.843	8.343	8.446	8.340	8.280	7.857	7.823	7.839	8.019
Parcel- og rækkehuse	Region Midtjylland	9.620	11.078	11.593	11.018	10.757	10.881	10.371	10.277	10.359	10.362
Parcel- og rækkehuse	Region Syddanmark	8.050	9.398	10.461	10.016	9.727	9.534	9.007	8.568	8.586	8.578
Parcel- og rækkehuse	Region Hovedstaden	21.344	24.709	23.013	19.044	18.425	19.890	18.189	18.371	19.098	20.059
Parcel- og rækkehuse	Region Sjælland	11.615	13.908	13.730	12.141	11.065	10.741	9.960	9.343	9.256	9.330
Ejerlejligheder	Region Nordjylland	11.677	13.508	13.319	12.571	12.825	12.113	13.153	13.350	13.747	13.522
Ejerlejligheder	Region Midtjylland	16.921	18.791	17.907	16.422	16.499	17.187	16.846	17.081	17.063	18.536
Ejerlejligheder	Region Syddanmark	12.022	13.827	14.719	14.129	13.507	13.351	12.457	13.331	13.084	12.662
Ejerlejligheder	Region Hovedstaden	26.956	28.341	24.999	20.642	20.459	21.624	20.098	21.188	23.474	24.637
Ejerlejligheder	Region Sjælland	15.334	17.975	17.538	15.013	13.846	13.772	12.039	12.290	12.668	13.021
Fritidshuse	Region Nordjylland	13.457	14.905	15.775	15.319	15.265	14.178	14.464	13.133	13.921	13.066
Fritidshuse	Region Midtjylland	14.853	16.270	17.081	16.181	15.664	16.158	15.161	13.435	14.028	13.695
Fritidshuse	Region Syddanmark	16.618	18.660	19.454	18.535	18.458	19.487	17.991	16.879	15.220	16.516
Fritidshuse	Region Hovedstaden	19.506	23.211	23.587	18.320	18.276	18.071	14.893	14.488	16.310	15.090
Fritidshuse	Region Sjælland	16.157	16.813	16.917	14.557	14.208	13.627	12.687	11.723	11.447	11.179
http://statistik.realkreditforeningen.dk/BMSStatistics.aspx											



Bilag 9

Pris pr. kg. Mælk	jan-13	2,59		Pris pr. kg. Svin	jan-13	12,05
	feb-13	2,59			feb-13	11,75
	mar-13	2,63			mar-13	11,63
	apr-13	2,64			apr-13	11,5
	maj-13	2,74			maj-13	11,33
	jun-13	2,88			jun-13	11,49
	jul-13	2,89			jul-13	11,9
	aug-13	2,89			aug-13	12,3
	sep-13	2,96			sep-13	12,65
	okt-13	3,04			okt-13	12,45
	nov-13	3,11			nov-13	12,2
	dec-13	3,11			dec-13	11,93
	jan-14	3,12			jan-14	11,4
	feb-14	3,19			feb-14	11,18
	mar-14	3,19			mar-14	10,71
	apr-14	3,19			apr-14	11,05
	maj-14	3,09			maj-14	11,15
	jun-14	3,09			jun-14	11,55
	jul-14	3			jul-14	11,45
	aug-14	2,89			aug-14	11,15
	sep-14	2,78			sep-14	11,03
	okt-14	2,62			okt-14	10,02

Pris pr. kg. Mælk**Pris pr. kg. Svin**

Bilag 10

Antal medarbejdere	2010	2011	2012	2013	2014	Udvikling i %	
Nordjyske Bank	288	284	277	258	252	-12,50%	-2,33%
Nørresundby Bank	279	271	260	249	240	-13,98%	-3,61%
Danske pengeinstitutter	44186	42876	40492	39037	37877	-14,28%	
Udgifter til personale og administration	2010	2011	2012	2013	2014	Udvikling i %	
Nordjyske Bank	255687	262701	262507	270565	265603	3,88%	
Nørresundby Bank	251325	258494	256555	246458	249328	-0,79%	
Lønudgift pr. medarbejder	2010	2011	2012	2013	2014	0,20%	
Nordjyske Bank	887,80	925,00	947,68	1048,70	1053,98	18,72%	
Nørresundby Bank	900,81	953,85	986,75	989,79	1038,87	15,33%	
Indtjening pr. medarbejder	2010	2011	2012	2013	2014	Udvikling i %	
Nordjyske Bank	1.607.639	1.665.493	1.747.292	1.868.217	1.980.159	23,17%	
Nørresundby Bank	1.505.376	1.553.506	1.630.769	1.698.795	1.800.000	19,57%	
resultat pr. medarbejder	2010	2011	2012	2013	2014	Udvikling i %	
Nordjyske Bank	322.632	178.123	220.480	205.213	349.813	8,42%	
Nørresundby Bank	212.000	150.642	280.927	358.711	582.496	174,76%	

Indtjening pr. omkostningskrone	2010	2011	2012	2013	2014	Udvikling i %	
Nordjyske Bank	1,3	1,2	1,2	1,2	1,3	0,00%	
Nørresundby Bank	1,49	1,5	1,56	1,59	1,61	8,05%	
gns. Fra 2013-2014 Nordjyske Bank						8,33%	
gns. Fra 2013-2014 Nørresundby Bank						1,26%	
gns. For Nord. Bank og Nørres. Bank fra 2013- 2014						4,80%	
Indtjening pr. omkostningskrone	2010	2011	2012	2013	2014	Udvikling i %	
Pengeinstitutter, gruppe 3	0,79	0,89	0,96	1,04	1,09	37,69%	
Pengeinstitutter, gruppe 1-4	1,04	1,04	1,10	1,24	1,30	24,88%	
	nettoindtjening						
Nordjyske Bank	463000000	473000000	484000000	482000000	499000000		
Nørresundby Bank	420000000	421000000	424000000	423000000	432000000		
	Resultat efter skat						
Nordjyske Bank	92.918.000	50.587.000	61.073.000	52.945.000	88.153.000		
Nørresundby Bank	59.148.000	40.824.000	73.041.000	89.319.000	139.799.000		

Bilag 11 – Gruppeinddeling af pengeinstitutterne**Pengeinstitutternes størrelsesgruppering 2014****Gruppe 1 - Arb. kapital over 65 mia. kr.**

2222	Nordea Bank Danmark A/S
3000	Danske Bank A/S
7858	Jyske Bank A/S
8079	Sydbank A/S
8117	Nykredit Bank A/S

Gruppe 2 - Arb. kapital over 12 mia. kr.

522	Sjælland, Sparekassen
1149	Saxo Bank A/S
5301	Arbejdernes Landsbank, Aktieselskab
7670	Ringkøbing Landbobank, Aktieselskab
7681	Alm. Brand Bank A/S
7730	Vestjysk Bank A/S
9217	Jutlander Bank
9335	Kronjylland, Sparekassen
9380	Spar Nord Bank A/S
9686	Den Jyske Sparekasse
10001	FIH Erhvervsbank A/S

Gruppe 3 - Arb. kapital over 250 mio. kr.

400	Lån og Spar Bank A/S
537	Dragsholm Sparekasse
755	Middelfart Sparekasse
828	Sparekassen Faaborg A/S
844	Fynske Bank A/S
847	Rise Spare- og Lånekasse
1671	Basisbank A/S
5999	Danske Andelskassers Bank A/S
6060	DiBa Bank A/S
6102	Landbrugets Finansieringsbank
6140	Møns Bank, A/S
6160	FS Bank A/S
6471	Grønlandsbanken, Aktieselskab
6482	BRFkredit Bank a/s
6520	Lollands Bank, Aktieselskab

6771	Lægernes Pensionsbank A/S
6860	Nordfyns Bank Aktieselskabet
6880	Totalbanken A/S
7230	Østjydsk Bank A/S
7320	Djurslands Bank A/S
7440	Nørresundby Bank A/S
7500	Hvidbjerg Bank Aktieselskab
7570	PenSam Bank A/S
7780	Skjern Bank, Aktieselskabet
7890	Salling Bank A/S
7930	Kreditbanken A/S
8099	Nordjyske Bank A/S
9044	Dronninglund Sparekasse
9070	Sparekassen Vendsyssel
9090	Sparekassen Thy
9124	Sønderhå-Hørsted Sparekasse
9133	Frøslev-Møllerup Sparekasse
9135	Klim Sparekasse
9137	Ekspres Bank A/S
9212	Hals Sparekasse
9283	Langå Sparekasse
9312	Sparekassen Balling
9354	Rønde Sparekasse
9388	Sparekassen Djursland
9634	Borbjerg Sparekasse
9682	Nr. Nebel og Omegn, Sparekassen for
9684	Fanø Sparekasse
9690	Vorbasse-Hejnsvig Sparekasse
9695	Saxo Privatbank A/S
9740	Frøs Herreds Sparekasse
9797	Broager Sparekasse
9827	Sparekassen Bredebro
9860	Folkesparekassen
13080	Frørup Andelskasse
13100	Københavns Andelskasse
13290	Andelskassen Fælleskassen
13330	Slagelse, Andelskassen J.A.K
13460	Merkur, Den Almennyttige Andelskasse

Gruppe 4 - Arb. kapital under 250 mio. kr.

544	Refsnæs Sparekasse
579	Sparekassen Den lille Bikube
800	Flemløse Sparekasse
1693	PFA Udbetalingsbank
5125	Leasing Fyn Bank A/S
6620	Coop Bank A/S
9358	Vistoft Sparekasse
9369	Søby-Skader-Halling Sparekasse

9627	Ulfborg Sparekasse
9629	Stadil Sparekasse
9639	Fjaltring-Trans Sparekasse
13070	Faster Andelskasse
13220	Andelskassen OIKOS
13350	Østervraa, J.A.K. Andelskassen
13450	Funder Fælleskasse Andelskasse

Gruppe 5 - Filialer af udenlandske institutter i Danmark

582	Ikano Bank AB, filial af Ikano Bank SE, Sverige
880	Handelsbanken filial af Svenska Handelsbanken AB, Sverige
5100	Citibank International PLC, Denmark Branch, filial af Citibank Int. PLC, England
5287	Santander Consumer Bank, filial af Santander Consumer Bank A/S, Norge
5290	DNB Bank ASA, filial af DNB Bank ASA, Norge
5294	FOREX Bank, filial af FOREX Bank AB, Sverige
5295	Skandinaviska Enskilda Banken DK, filial af Skandinaviska Enskilda Banken AB, SE
5420	The Royal Bank of Scotland plc, Danish filial, filial af the Royal Bank of Scotland plc.
6004	Swedbank, filial af Swedbank AB (publ), Sverige
6012	J.P. Morgan Europa (UK), Copenhagen Branch, filial af J.P. Morgan EU Limited, GB
7958	Nordnet Bank filial af Nornet Bank AB, Sverige
8149	BNP Paribas Fortis SA/NV Danmark, filial af BNP Paribas Fortis SA/NV Belgien
8222	BIL Danmark, filial af Banque Internationale à Luxembourg S.A., Luxembourg
8269	Carnegie Investment Bank, filial af Carnegie Investment Bank AB (publ)
9043	TeliaSonera Finans Danmark, filial af TeliaSonera Finans AB, Sverige

Gruppe 6 - Færøerne

6460	P/F BankNordik
9181	Eik Banki P/F
9865	Norðoya Sparikassi
9870	P/F Suduroyar Sparikassi

Bilag 12 – Vedtægter Nørresundby Bank**SELSKABSVEDTÆGTER****NØRRESUNDBY BANK**

Direktion · Torvet 4 · 9400 Nørresundby · Tel. 98 70 33 33 · Fax 98 70 30 19

direktionssekretariatet@nrsbank.dk · www.noerresundbybank.dk · Swift: NRSBDK24 · CVR-nr. 34 79 05 15

Vedtægter**VEDTÆGTER FOR A/S NØRRESUNDBY BANK****I. NAVN, HJEMSTED OG FORMÅL****§ 1.**

1. stk. Bankens navn er A/S Nørresundby Bank.
2. stk. Banken driver tillige virksomhed under binavnet A/S Banken for Nørresundby og Omegn (A/S Nørresundby Bank).
3. stk. Hjemstedet er Aalborg Kommune.
4. stk. Formålet er at drive bankvirksomhed.

II. BANKENS KAPITAL OG AKTIER**§ 2.**

1. stk. Bankens aktiekapital er kr. 46.000.000 fordelt på 4.600.000 stk. a kr. 10.
2. stk. Bestyrelsen er bemyndiget til - efter repræsentantskabets forudgående vedtagelse - ved tegning at udvide aktiekapitalen med kr. 11.500.000 til kr. 57.500.000 i én eller flere emissioner.
Bemyndigelsen ophører den 11/3 2019.
3. stk. Ved enhver udvidelse af aktiekapitalen i henhold til denne bemyndigelse gælder:
 - a. Udstedelsen skal ske med forholdsmæssig fortrinsret for aktionærerne. Bestyrelsen bestemmer tegningskursen - dog ikke under pari - og fastsætter tidspunkt og de øvrige vilkår for emissionen.
 - b. Der skal ikke gælde indskrænkninger i de nye aktionærers fortegningsret ved fremtidige forhøjelser.
 - c. For de aktier, der udstedes i henhold til den nævnte bemyndigelse, skal der med hensyn til rettigheder, indløselighed og omsættelighed gælde de samme regler, som for de øvrige aktier.
 - d. De nye aktier er omsætningspapirer og skal noteres på navn.
4. stk. Bestyrelsen bemyndiges til at foretage de af kapitaludvidelsen nødvendiggjorte vedtægtsændringer.

§ 3.

1. stk. Aktierne er omsætningspapirer og skal noteres på navn.
2. stk. Ingen aktionær er pligtig til at lade sine aktier indløse helt eller delvis.

3. stk. Der gælder ingen indskrænkninger i aktiernes omsættelighed.

4. stk. Ingen aktier har særlige rettigheder.

§ 4.

1. stk. Aktierne udstedes gennem Værdipapircentralen (VP SECURITIES A/S) i styk a kr. 10 eller multipla heraf i henhold til lovgivningens bestemmelser om udstedelse af børsnoterede værdipapirer.

2. stk. Bankens ejerbog føres af VP INVESTOR SERVICES (VP SERVICES A/S) - CVR. nr. 30201183 - Weidekampsgade 14, 2300 København S.

§ 5.

1. stk. Aktieudbytte udbetales efter de for Værdipapircentralen (VP SECURITIES A/S) fastsatte regler.

III. BANKENS LEDELSE

Bankens anliggender varetages af:

- 1) generalforsamlingen
- 2) repræsentantskabet
- 3) bestyrelsen
- 4) direktionen.

GENERALFORSAMLINGEN

§ 6.

1. stk. Aktionærernes ret til at træffe beslutninger i banken udøves på generalforsamlingen.

2. stk. Bankens generalforsamlinger skal afholdes på bankens hjemsted. Den ordinære generalforsamling skal afholdes hvert år inden fire måneder efter regnskabsårets udløb.

3. stk. Ekstraordinære generalforsamlinger skal afholdes, når bestyrelsen, repræsentantskabet eller den generalforsamlingsvalgte revisor har forlangt det, eller når det begæres af aktionærer, der ejer mindst 1/20 af aktiekapitalen. Begæringen fra aktionærerne skal fremsættes skriftligt over for bestyrelsen og angive det emne, der ønskes behandlet. Indkaldelse til ekstraordinær generalforsamling skal ske senest to uger efter begæringens modtagelse.

§ 7.

1. stk. Generalforsamlingen indkaldes af bestyrelsen ved bekendtgørelse på bankens hjemmeside, i et landsdækkende samt i et lokalt dagblad og ved meddelelse til alle aktionærer, der har fremsat begæring herom. Bekendtgørelse indrykkes med højst fem ugers og mindst tre ugers varsel.

2. stk. Indkaldelsen skal indeholde en angivelse af tid og sted for generalforsamlingens afholdelse samt dagsordenen, hvoraf det fremgår, hvilke anliggender der skal behandles på generalforsamlingen. Hvis forslag til vedtægtsændringer skal behandles på generalforsamlingen, skal forslaget væsentligste indhold angives i indkaldelsen. I de tilfælde, hvor lovgivningen stiller krav herom, skal indkaldelsen indeholde forslagets fulde ordlyd.

3. stk. Banken skal i en sammenhængende periode på tre uger, der begynder senest tre uger før generalforsamlingen inklusive dagen for dennes afholdelse, mindst gøre følgende oplysninger tilgængelige for sine aktionærer på sin hjemmeside:

1) Indkaldelsen.

2) Det samlede antal aktier og stemmerettigheder på datoen for indkaldelsen.

3) De dokumenter, der skal fremlægges på generalforsamlingen.

4) Dagsordenen og de fuldstændige forslag.

5) I givet fald de formularer, der skal anvendes ved stemmeafgivning ved fuldmagt og ved stemmeafgivning pr. brev, medmindre disse formularer sendes direkte til aktionærerne. Kan disse formularer af tekniske årsager ikke gøres tilgængelige på internettet, oplyser banken på sin hjemmeside, hvordan formularerne kan fås i papirform. I sådanne tilfælde sender banken formularerne til enhver aktionær, der ønsker det. Omkostningerne hertil afholdes af banken.

§ 8.

1. stk. Bestyrelsen udpeger en dirigent, der skal lede generalforsamlingen og sikre, at generalforsamlingen afholdes på en forsvarlig og hensigtsmæssig måde i henhold til lovgivningen.

Dirigenten afgør alle spørgsmål om sagernes behandlingsmåde, stemmeafgivning og dennes resultat.

2. stk. Over forhandlingerne på generalforsamlingen skal føres en protokol, der underskrives af dirigenten. Alle beslutninger skal indføres i forhandlingsprotokollen.

Senest to uger efter generalforsamlingens afholdelse skal generalforsamlingsprotokollen eller en bekræftet udskrift af denne være tilgængelig for aktionærerne.

3. stk. Stemmeafgivningen sker skriftligt, medmindre dirigenten anser anden afstemningsform for forsvarlig.

§ 9.

1. stk. På den ordinære generalforsamling skal dagsordenen være følgende:

1. Bestyrelsens beretning om bankens virksomhed i det forløbne år.

2. Fremlæggelse af årsrapport med revisionspåtegning til godkendelse samt beslutning om anvendelse af overskud eller dækning af tab i henhold til den godkendte årsrapport.

3. Valg af medlemmer til repræsentantskabet.

4. Valg af mindst ét statsautoriseret revisionsfirma.

5. Eventuelle forslag fra bestyrelse, repræsentantskab eller aktionærer.

2. stk. Enhver aktionær har ret til at få et bestemt emne behandlet på den ordinære generalforsamling, såfremt han skriftligt fremsætter krav herom over for bestyrelsen senest seks uger før generalforsamlingens afholdelse.

§ 10.

1. stk. Enhver, der besidder aktier i banken på registreringsdatoen, er berettiget til at møde på generalforsamlingen, hvis vedkommende senest tre dage forud har anmeldt sin deltagelse til banken. Registreringsdatoen ligger en uge før generalforsamlingens afholdelse.

2. stk. Stemmeretten udøves efter følgende regler:

Ejeren af 1 - 99 stk. aktier har 1 stemme

" " 100 - 199 " " " 2 stemmer

" " 200 - 399 " " " 3 "

" " 400 - 699 " " " 4 "

" " 700 - 999 " " " 5 "

" " 1000 - 1499 " " " 6 "

" " 1500 - 1999 " " " 7 "

" " 2000 - 2999 " " " 8 "

" " 3000 - 4999 " " " 9 "

" " 5000 - 6999 " " " 10 "

" " 7000 stk. aktier eller derover har 11 stemmer.

Stemmeretten afgøres på baggrund af de aktier, den enkelte aktionær besidder, som opgjort på registreringsdatoen på baggrund af notering af aktionærens kapitalforhold i ejerbogen samt meddelelser om ejerforhold, som banken har modtaget med henblik på indførsel i ejerbogen, men som endnu ikke er indført i ejerbogen.

3. stk. Aktionærer har ret til at møde på generalforsamlingen ved fuldmægtig. Fuldmægtigen skal fremlægge skriftlig, dateret fuldmagt.

Aktionærer og fuldmægtige kan møde på generalforsamlingen sammen med en rådgiver.

En fuldmægtig, der møder på vegne af flere aktionærer, kan stemme forskelligt på vegne af de forskellige aktionærer. Fuldmagt til bankens ledelse kan ikke gives for længere end 12 måneder.

§ 11.

1. stk. På generalforsamlingen træffes alle beslutninger ved simpelt flertal, bortset fra de tilfælde, hvor selskabsloven eller vedtægterne kræver kvalificeret flertal.

2. stk. Beslutning om ændring af vedtægterne eller om selskabets opløsning er dog kun gyldig, såfremt mindst $\frac{2}{3}$ af aktiekapitalen er repræsenteret på generalforsamlingen, og forslaget vedtages med mindst $\frac{2}{3}$ af såvel de afgivne stemmer som af den på generalforsamlingen repræsenterede stemmeberettigede aktiekapital.

3. stk. Er der ikke repræsenteret et tilstrækkeligt aktiebeløb på generalforsamlingen, men forslaget i øvrigt er vedtaget som angivet i 2. stk., indkalder bestyrelsen inden 14 dage en ny generalforsamling, der afholdes senest 6 uger efter den første generalforsamling. På denne kan forslaget vedtages med $\frac{2}{3}$ af de afgivne stemmer uden hensyn til den repræsenterende aktiekapitals størrelse.

4. stk. Såfremt forslag til ændring af vedtægterne, dog ikke forslag om selskabets opløsning eller sammenslutning med andre pengeinstitutter, er vedtaget enstemmigt af repræsentantskabet, kan det dog endeligt vedtages på en enkelt generalforsamling med et flertal på mindst $\frac{2}{3}$ såvel af de afgivne stemmer som af den på generalforsamlingen repræsenterede stemmeberettigede aktiekapital, uden hensyn til den repræsenterede aktiekapital.

REPRÆSENTANTSKABET

§ 12.

1. stk. Repræsentantskabet består af 20-30 medlemmer, der almindeligvis vælges for 5 år ad gangen. Ved udvidelse af repræsentantskabet eller ved besættelse af ledige pladser (jvf. 3. stk.) skal valg for kortere åremål finde sted i det omfang, det er nødvendigt for at sikre, at højst 6 medlemmer ordinært afgår i samme år. De afgående medlemmer kan genvælges.

2. stk. Repræsentantskabets størrelse inden for de angivne rammer fastsættes af repræsentantskabet.

3. stk. Medlemmerne af repræsentantskabet vælges af den ordinære generalforsamling blandt dem, der ejer aktier i banken noteret på deres navn. Indtræder der vakance i tiden mellem 2 ordinære generalforsamlinger, eller finder repræsentantskabet det i øvrigt hensigtsmæssigt at supplere sig med nye medlemmer, kan repræsentantskabet foretage sådan supplerings, men de ved suppleringsen tiltrædende nye medlemmer fungerer kun indtil afholdelsen af den først kommende ordinære generalforsamling.

4. stk. Intet medlem af repræsentantskabet kan fungere udover den ordinære generalforsamling i det år, hvor den pågældende fylder 67 år.

§ 13.

1. stk. Repræsentantskabet fastsætter efter indstilling fra Forretningsudvalget antallet af bestyrelsesmedlemmer inden for de i § 16, stk. 1 angivne rammer.

2. stk. Repræsentantskabet vælger på sit første møde efter hvert års ordinære generalforsamling af sin egen midte formand og næstformand, der samtidig indtræder i bankens bestyrelse som henholdsvis formand og næstformand. På samme møde vælger repræsentantskabet ligeledes af sin egen midte yderligere 2 til 4 medlemmer til bestyrelsen.

§ 14.

1. stk. Repræsentantskabet sammenkaldes af formanden eller i hans forfald af næstformanden med mindst 1 uges varsel. Møde afholdes, når formanden finder det fornødent, eller når det begæres af et flertal af bestyrelsen eller af 5 medlemmer af repræsentantskabet - dog mindst 4 gange årligt.

2. stk. Repræsentantskabet er beslutningsdygtigt, når mindst halvdelen af medlemmerne er tilstede. Alle anliggender afgøres ved simpel stemmeflerhed. Står stemmerne lige, gør formandens - eller i hans forfald næstformandens - stemme udslaget. Står stemmerne lige ved valg, finder i fornødent omfang omvalg sted mellem dem, der har lige stemmetal; står stemmerne derefter lige, finder lodtrækning sted.

3. stk. Direktionen overværer repræsentantskabets møder, men har ingen stemmeret på disse, og den aftræder, når der forhandles sager, der angår direktørerne personligt.

4. stk. Forhandlingerne på møderne ledes af formanden eller i hans forfald af næstformanden og indføres i en protokol, der underskrives af de tilstedeværende medlemmer.

5. stk. Repræsentantskabet fastsætter i øvrigt sin egen forretningsorden.

6. stk. Formanden, næstformanden samt de bestyrelsesmedlemmer, der tillige er medlem af repræsentantskabet, udgør dettes forretningsudvalg.

§ 15.

1. stk. På repræsentantskabets møder aflægges beretning om bankens virksomhed i den forløbne periode.

2. stk. Repræsentantskabet har pligt til at virke for bankens trivsel og til efter bedste evne at bistå bestyrelsen og direktionen bl.a. ved at fremskaffe oplysninger, som disse måtte ønske.

3. stk. Repræsentantskabet tager efter indstilling fra bestyrelsen beslutning om forelæggelse af forslag til vedtægtsændringer på generalforsamlingen.

4. stk. Endvidere tager repræsentantskabet beslutning om fastsættelse af fast vederlag til bestyrelsens medlemmer.

5. stk. Senest 14 dage før den ordinære generalforsamling skal regnskabet for det forløbne regnskabsår, forsynet med revisorernes påtegning og bestyrelsens indstilling om årsoverskuddets fordeling, forelægges på et repræsentantskabsmøde, men repræsentantskabet har ingen pligt til at prøve årsregnskabet rigtighed.

6. stk. Der tillægges repræsentantskabets medlemmer et årligt vederlag, der godkendes af generalforsamlingen i forbindelse med regnskabsaflæggelsen.

BESTYRELSEN

§ 16.

1. stk. Bestyrelsen består - udover eventuelle medarbejdervalgte medlemmer - af 4 til 6 medlemmer, som vælges af repræsentantskabet, herunder formand og næstformand jf. § 13, stk. 1 og 2.

2. stk. Intet medlem af bestyrelsen kan fungere udover det første repræsentantskabsmøde efter den ordinære generalforsamling i det år, hvor den pågældende fylder 66 år.

§ 17.

1. stk. Bestyrelsen sammenkaldes af formanden eller i hans forfald af næstformanden. Møde afholdes, når formanden finder det fornødent, eller når det begæres af 1 medlem af bestyrelsen eller af en direktør.

2. stk. Bestyrelsen er beslutningsdygtig, når over halvdelen af dens medlemmer er tilstede.

3. stk. Alle anliggender afgøres ved simpel stemmeflerhed. Står stemmerne lige, gør formandens - eller i hans forfald næstformandens - stemme udslaget .

4. stk. Direktionen overværer bestyrelsens møder, men har ingen stemmeret på disse, og den aftræder, når der forhandles sager, der angår direktørerne personligt.

5. stk. Forhandlingerne på møderne indføres i en protokol, der underskrives af de tilstedeværende bestyrelsesmedlemmer.

6. stk. Bestyrelsen træffer i øvrigt ved en forretningsorden nærmere bestemmelse om udførelse af sit hverv.

7. stk. Revisionsprotokollen forelægges i ethvert bestyrelsesmøde, og enhver tilførsel til revisionsprotokollen underskrives af samtlige bestyrelsesmedlemmer.

8. stk. Bestyrelsen kan meddele kollektiv prokura.

DIREKTIONEN

§ 18.

1. stk. Direktionen består af en eller flere direktører, der, efter orientering til repræsentantskabet, ansættes og afskediges af bestyrelsen. I øvrigt bestemmes antallet af dens medlemmer af bestyrelsen.

IV. FIRMATEGNING

§ 19.

1. stk. Banken forpligtes ved underskrift af

1. bestyrelsens formand eller næstformand i forbindelse med et andet bestyrelsesmedlem.

2. en direktør i forbindelse med et bestyrelsesmedlem.

3. 2 direktører i forening.

V. REVISION

§ 20.

1. stk. På den ordinære generalforsamling vælges for ét år ad gangen mindst ét statsautoriseret revisionsfirma.

VI. ÅRSREGNSKABET

§ 21.

1. stk. Bankens regnskabsår er kalenderåret.

2. stk. Årsrapporten skal give et retvisende billede af bankens aktiver og passiver, dens finansielle stilling og resultatet af bankens aktiviteter samt leve op til lovgivningens øvrige krav til denne type virksomhed.

A/S Nørresundby Bank, der blev stiftet på generalforsamlingen den 6. januar 1898, har på generalforsamlinger - senest den 11. marts 2014 - vedtaget disse vedtægter.

Det tilføjes, at medarbejderne i henhold til lov om aktieselskaber af 3. juni 1973 § 49 og § 177 den 12/2 1974 har truffet beslutning om optagelse af to medarbejderrepræsentanter i bestyrelsen.

Bestyrelsen:

Nørresundby, den 17. marts 2014.

Mads Hvolby Poul Søren Jeppesen

Kresten Skjødt John Chr. Aasted

Helle Rørbæk Juul Lynge Bo Bojer

Bilag 13 – Vedtægter Nordjyske Bank**Vedtægter Nordjyske Bank**

13. januar 2015

CVR-nr. 30828712

Bankens navn, hjemsted og formål:

§ 1.

Bankens navn er Nordjyske Bank A/S.

Bankens hjemsted er Frederikshavn kommune.

Dens formål er at drive pengeinstitutvirksomhed samt anden efter banklovgivningen tilladt virksomhed.

Banken driver tillige virksomhed under følgende binavne:

A/S Egnsbank Nord (Nordjyske Bank A/S)

Folkebanken for Frederikshavn og Omegn Aktieselskab (Nordjyske Bank A/S)

Aktieselskabet Frederikshavns Bank (Nordjyske Bank A/S)

Aktieselskabet Skagens Bank (Nordjyske Bank A/S)

Aktieselskabet Sæby Bank (Nordjyske Bank A/S)

A/S Nordbank (Nordjyske Bank A/S)

Vendsyssel Bank A/S (Nordjyske Bank A/S)

A/S Handels-og Landbrugsbanken i Hjørring (Nordjyske Bank A/S)

Lokalbanken i Hjørring A/S (Nordjyske Bank A/S)

Lokalbanken i Vendsyssel A/S (Nordjyske Bank A/S)

Øster Brønderslev Sparekasse A/S (Nordjyske Bank A/S)

Hallund Sparekasse A/S (Nordjyske Bank A/S)

Brønderslev Sparekasse A/S (Nordjyske Bank A/S)

Bankens kapital og aktier:

§ 2.

Bankens aktiekapital er 77,2 mio. kr., der er fuldt indbetalt.

Bestyrelsen er med repræsentantskabets godkendelse bemyndiget til indtil 11. marts 2019 at udvide aktiekapitalen med indtil 72,8 mio. kr. i en eller flere emissioner. Nye aktier, der udstedes i henhold til denne bemyndigelse, skal udbydes med fortrinsret for bankens aktionærer.

Bestyrelsen er med repræsentantskabets godkendelse bemyndiget til indtil 11. marts 2019 at udvide aktiekapitalen med indtil 25,0 mio. kr. i en eller flere emissioner. Nye aktier, der udstedes i henhold til denne bemyndigelse, skal udbydes i fri tegning uden

fortrinsret for bankens aktionærer.

Den samlede kapitaludvidelse, som foretages i en eller flere emissioner på baggrund af bestyrelsens bemyndigelse, jf. stk. 2 og stk. 3, må ikke overstige 72,8 mio. kr.

Ved enhver udvidelse af aktiekapitalen i henhold til denne bemyndigelse gælder følgende:

1.

For de nye aktier skal der med hensyn til rettigheder, indløselighed og omsættelighed gælde de samme regler som for de øvrige aktier i banken.

2.

De nye aktier er omsætningspapirer og skal noteres på navn.

3.

De nye aktier giver ret til udbytte fra første regnskabsår efter tegningsåret. Bestyrelsen fastsætter med repræsentantskabets godkendelse, under hensyn til tegningstidspunktet, hvorvidt de nye aktier giver ret til udbytte for nogen del af tegningsåret.

4.

Bestyrelsen fastsætter med repræsentantskabets godkendelse tegningskursen, som dog ikke må sættes under pari, samt fastsætter tidspunktet og de øvrige vilkår for kapitaludvidelsen. Udbydelse i fri tegning uden fortrinsret for bankens aktionærer må ikke ske til under markedskurs.

§ 2a.

Bankens aktionærer har på den ekstraordinære generalforsamling den 13. januar 2015 bemyndiget bankens bestyrelse til indtil den 13. juni 2016 at forhøje bankens aktiekapital med op til nominelt 66,0 mio. kr. ad en eller flere omgange ved kontant indbetaling og med fortegningsret for de eksisterende aktionærer mod udstedelse af aktier. Kapitalforhøjelsen skal ske til markedskurs eller favørkurs som fastsat af bestyrelsen.

Bankens aktionærer har på den ekstraordinære generalforsamling den 13. januar 2015 bemyndiget bankens bestyrelse til indtil den 13. juni 2016 at forhøje bankens aktiekapital med op til nominelt 46,0 mio. kr. ad en eller flere omgange ved apportindskud og uden fortegningsret for de eksisterende aktionærer mod udstedelse af aktier. Kapitalforhøjelsen skal ske til markedskurs.

Følgende skal gælde for kapitalforhøjelser i banken foretaget i medfør af § 2a, stk. 1 og 2:

1.

de nye aktier skal udstedes som navneaktier og skal registreres på navn i bankens ejerbog,

2.

de nye aktier skal være omsætningspapirer,

3.

der skal ikke gælde omsættelighedsbegrænsninger for de nye aktier, jf. dog § 3 i bankens vedtægter,

4.

de nye aktier skal registreres hos VP Securities A/S og vil derfor være underlagt gældende regler for aktier registreret hos VP Securities A/S, og

5.

de nye aktier skal have samme rettigheder som bankens eksisterende aktier, derunder samme fortegningsret i forbindelse med fremtidige kapitalforhøjelser som de eksisterende aktier.

Bestyrelsen fastsætter de yderligere betingelser for gennemførelse af kapitalforhøjelser i medfør af bemyndigelserne i § 2a, stk. 1 og 2, derunder beslutning om, fra hvilket tidspunkt rettighederne tilknyttet de nye aktier skal være gældende. Bestyrelsen er bemyndiget til at foretage alle nødvendige ændringer i bankens vedtægter, hvis bemyndigelserne til at forhøje bankens aktiekapital i § 2a, stk. 1 og 2 udøves.

§ 3.

Aktierne skal noteres på navn.

Aktierne er omsætningspapirer.

Aktierne er frit omsættelige, dog at overdragelse af aktier til en erhverver, der har eller ved overdragelsen opnår 10% eller mere af bankens aktiekapital, kræver bankens samtykke.

Samtykke kan og skal gives

-hvis overdragelsen sker som led i aktiernes overdragelse til et holdingselskab oprettet som led i strukturændring af banken med dennes tiltrædelse eller rekonstruktion af banken i forståelse med Finanstilsynet efter kapitaltab,

samt

-i alle tilfælde, hvor erhververen -henset til stemme-og kapitalforholdene på bankens hidtidige generalforsamlinger -ikke konkret kan antages at ville kunne forhindre vedtægtsændringer om kapitalforhøjelse i banken.

Afgørelsen skal meddeles inden 5 børsdage, efter at banken har modtaget anmodning om dens godkendelse af erhvervelsen. Der gælder i øvrigt ikke særlige interne forskrifter for meddelelse af samtykke. Sådanne kan kun fastlægges gennem vedtægtsbestemmelse. Aktier, der erhverves trods nægtet samtykke, skal straks afhændes og giver ingen forvaltningsmæssige rettigheder over for banken.

Overdragelse, der kun i formen fremstår som anden overgang, herunder kreditorforfølgning, er omfattet af samtykkebestemmelsen.

Aktier, som (1) tilhører en anden for en aktionærs regning, eller som (2) tilhører en virksomhed, der er afhængig af eller koncernforbundet eller associeret med aktionæren

eller som (3) tilhører aktionærer, der -bortset fra bankens ledelse og medarbejdere -udgør en interessegruppe, anses i henseende til foranstående grænse som tilhørende én aktionær.

§ 4.

Aktierne udstedes gennem VP Securities A/S i styk á 10 kr. i henhold til lovgivningens bestemmelser om udstedelse af børsnoterede værdipapirer. Aktieudbytte vil blive udbetalt efter de herom fastsatte regler. Rettigheder vedrørende aktierne skal anmeldes til VP Securities A/S.

Nordjyske Bank A/S's ejerbog føres af VP Investor Services A/S (VP Services A/S), Weidekampsgade 14, 2300 København S.

Bankens ledelse

§ 5.

Bankens anliggender varetages af:

1. Generalforsamlingen.
2. Repræsentantskabet.
3. Bestyrelsen.
4. Direktionen.

Generalforsamlingen

§ 6.

Bankens ordinære generalforsamling afholdes hvert år i marts måned i Vendsyssel efter bestyrelsens nærmere bestemmelse.

Generalforsamlinger -såvel ordinære som ekstraordinære -indkaldes af bestyrelsen tidligst 5 uger og senest 3 uger før generalforsamlingen ved bekendtgørelse på bankens hjemmeside, i et landsdækkende dagblad samt Nordjyske Stiftstidende. Indkaldelse skal dog ske skriftligt til alle i ejerbogen noterede aktionærer, som har fremsat begæring herom. Meddelelse om indkaldelse skal endvidere gives til bankens medarbejdere.

Indkaldelsen skal indeholde dagsordenen for generalforsamlingen. Såfremt forslag til vedtægtsændringer skal behandles på generalforsamlingen, skal forslagens væsentligste indhold angives i indkaldelsen.

Banken skal i en sammenhængende periode på 3 uger begyndende senest 3 uger før generalforsamlingen inklusive dagen for dennes afholdelse mindst gøre følgende oplysninger tilgængelige for sine aktionærer på sin hjemmeside:

- 1) Indkaldelsen.
- 2) Det samlede antal aktier og stemmerettigheder på datoen for indkaldelsen.
- 3) De dokumenter, der skal fremlægges på generalforsamlingen.
- 4) Dagsordenen og de fuldstændige forslag.
- 5) I givet fald de formularer, der skal anvendes ved stemmeafgivning ved fuldmagt og ved stemmeafgivning pr. brev, medmindre disse formularer sendes direkte til aktionærerne. Kan disse formularer af tekniske årsager ikke gøres tilgængelige på internettet, oplyser banken på sin hjemmeside, hvordan formularerne kan fås i papirform. I sådanne tilfælde sender banken formularerne til enhver aktionær, der ønsker det.

§ 6.a

Bankens bestyrelse kan beslutte, at fremsendelse af indkaldelse og årsrapport til de i ejerbogen noterede aktionærer, som har fremsat begæring herom, kan ske i elektronisk form via e-mail. Bestyrelsen kan endvidere beslutte, at bestilling af adgangskort samt afgivelse af fuldmagter kan ske via e-mail eller på bankens eller ejerbogsførers internetsider. Bestyrelsens beslutning om anvendelse af elektronisk kommunikation efter denne § 6a bekendtgøres på bankens hjemmeside, www.nordjyskebank.dk. Banken er forpligtet til at anmode de i ejerbogen noterede aktionærer om den e-mail-adresse, hvortil meddelelser i elektronisk form kan sendes. Det er aktionærens ansvar at sikre, at banken er i besiddelse af den korrekte e-mailadresse. På bankens hjemmeside kan aktionærerne finde nærmere oplysninger om tekniske krav samt om fremgangsmåden i forbindelse med den elektroniske kommunikation, såfremt bestyrelsen måtte tage beslutning om iværksættelse heraf.

§ 7.

Dagsordenen for den ordinære generalforsamling skal omfatte:

- A.
Bestyrelsens beretning om bankens virksomhed i det forløbne år.
 - B.
Forelæggelse af årsrapport, der består af revideret årsregnskab samt ledelsesberetning, til godkendelse samt beslutning om anvendelse af overskud eller dækning af tab i henhold til den godkendte årsrapport.
 - C.
Behandling af fremkomne forslag.
 - D.
Valg af medlemmer til repræsentantskabet.
 - E.
Valg af revisorer og revisorsuppleanter.
 - F.
Eventuelt.
-

Forslag fra aktionærer må, for at komme til afgørelse på generalforsamlingen, være indleveret skriftligt til bestyrelsens formand senest 6 uger før generalforsamlingens afholdelse.

§ 8.

Ekstraordinære generalforsamlinger afholdes i Vendsyssel efter bestyrelsens nærmere bestemmelse og indkaldes efter begæring af:

A.

Den ordinære generalforsamling.

B.

Repræsentantskabet.

C.

Bestyrelsen.

D.

Aktionærer, der ejer mindst 1/20 af aktiekapitalen, og som skriftligt til bestyrelsens formand angiver, hvad der ønskes forelagt generalforsamlingen.

E.

Revisor.

Ekstraordinære generalforsamlinger indkaldes efter reglerne i § 6 inden 14 dage efter derom fremsat begæring.

§ 9.

Enhver, der besidder aktier i banken på registreringsdatoen, er berettiget til at møde på generalforsamlingen, hvis vedkommende senest 3 dage før generalforsamlingens afholdelse har anmeldt sin deltagelse til banken. Registreringsdatoen ligger 1 uge før generalforsamlingens afholdelse.

Forhandlingerne på generalforsamlingerne ledes af en dirigent, der vælges af generalforsamlingen efter indstilling af repræsentantskabet.

Stemmeret udøves således:

Hvert påbegyndt kr. 100 i samlet aktiebesiddelse giver 1 stemme. 1.000 stemmer er dog det højeste antal stemmer, nogen aktionær kan afgive på egne vegne.

Aktier, som (1) tilhører en anden for en aktionærs regning, eller som (2) tilhører en virksomhed, der er afhængig af eller koncernforbundet eller associeret med aktionæren, eller som (3) tilhører aktionærer, der -bortset fra bankens ledelse og medarbejdere -udgør en interessegruppe, anses i henseende til foranstående grænse som tilhørende én aktionær.

Aktionærerne kan ved skriftlig, dateret fuldmagt, i overensstemmelse med lovgivningens regler herom, lade sig repræsentere ved en fuldmægtig, der kan være fuldmægtig for flere aktionærer.

Lige med aktionærer anses i forholdet til banken umyndige eller upersonlige

aktionærers legale repræsentanter.

Det er en forudsætning for at udøve stemmeret på en aktie, at denne er noteret på navn i bankens ejerbog, eller at aktionæren har anmeldt og dokumenteret sin erhvervelse.

Stemmeretten afgøres på baggrund af de aktier, den enkelte aktionær besidder, som opgjort på registreringsdatoen på baggrund af notering af aktionærens aktieforhold i ejerbogen samt meddelelser om ejerforhold, som banken har modtaget med henblik på indførsel i ejerbogen, men som endnu ikke er indført.

§ 10.

Bortset fra vedtagelse af forslag om vedtægtsændring eller om bankens opløsning, jfr. § 11, er generalforsamlingen beslutningsdygtig uden hensyn til størrelsen af den på generalforsamlingen repræsenterede aktiekapital. Beslutningerne træffes ved almindelig stemmeflerhed blandt de afgivne stemmer, når ikke andet udtrykkeligt er foreskrevet. Skriftlig afstemning skal finde sted, når en aktionær forlanger det.

§ 11.

Forslag om ændringer i vedtægterne eller om bankens frivillige opløsning, herunder sammenslutning med andre pengeinstitutter, kan kun vedtages, når mindst 2/3 af aktiekapitalen er repræsenteret på generalforsamlingen med stemmeret, og forslaget vedtages med mindst 2/3 såvel af de afgivne stemmer som af den på generalforsamlingen repræsenterede stemmeberettigede aktiekapital. Blanke stemmer tæller ikke med som afgivne stemmer.

Hvis ikke mindst 2/3 af aktiekapitalen er repræsenteret på generalforsamlingen med stemmeret, men forslaget dog har opnået mindst 2/3 såvel af de afgivne stemmer, som af den på generalforsamlingen repræsenterede stemmeberettigede aktiekapital, og forslaget er stillet af enten repræsentantskabet eller bestyrelsen, kan forslaget vedtages på en ny generalforsamling med den nævnte kvalificerede majoritet uden hensyn til, hvor stor en del af aktiekapitalen, der er repræsenteret. En sådan ny generalforsamling skal indkaldes efter reglerne i § 6 inden 14 dage efter den første generalforsamling.

Såfremt forslag til ændring af vedtægterne, dog ikke forslag om bankens frivillige opløsning, herunder sammenslutning med andre pengeinstitutter, er vedtaget enstemmigt af repræsentantskabet, kan det dog endeligt vedtages på en enkelt generalforsamling med et flertal på mindst 2/3 såvel af de afgivne stemmer som af den på generalforsamlingen repræsenterede stemmeberettigede aktiekapital, uden hensyn til det repræsenterede aktiebeløb.

Repræsentantskabet:

§ 12.

Bankens repræsentantskab vælges af generalforsamlingen. Det består af et af bestyrelsen med repræsentantskabets godkendelse til enhver tid fastsat antal aktionærer, dog mindst 30 og højst 60.

Ved valg af medlemmer til repræsentantskabet skal tilstræbes en så vidt muligt ligelig repræsentation fra bankens virkeområde, der afspejler bankens aktionærsammensætning og forretningsmæssige struktur.

Afgår et medlem i løbet af funktionstiden, kan repræsentantskabet, om det finder det fornødent, supplere sig selv. Et på denne måde valgt medlem har samme funktionstid som det medlem, i hvis sted vedkommende er valgt.

Repræsentantskabet kan, hvis det efter bestyrelsens indstilling finder det fornødent, også uden for tilfælde af vakance supplere sig selv i årets løb.

Et på en af disse måder foretaget valg af et medlem til repræsentantskabet skal godkendes på næstfølgende ordinære generalforsamling, og medlemmet kan, indtil godkendelsen foreligger, ikke vælges til bestyrelsen.

Repræsentantskabet vælger blandt sine medlemmer hvert år selv sin formand og næstformand.

Repræsentantskabets medlemmer vælges for 3 år ad gangen.

Genvalg kan finde sted.

Når et repræsentantskabsmedlem er fyldt 70 år, udtræder vedkommende af repræsentantskabet på den nærmest følgende ordinære generalforsamling.

Repræsentantskabsmedlemmerne skal opfylde lovgivningens krav til medlemmer af en banks bestyrelse.

§ 13.

Repræsentantskabet holder ordinært møde mindst 2 gange årligt og i øvrigt så ofte, formanden finder det nødvendigt, eller . af medlemmerne eller bestyrelsen forlanger det. Repræsentantskabet indkaldes af formanden ved skriftlig tilsigelse med mindst 8 dages varsel. Til at træffe beslutning kræves, at over halvdelen af medlemmerne er til stede. De behandlede sager afgøres ved almindelig stemmeflerhed. Ved stemmelighed gør formandens -i dennes fravær næstformandens -stemme udslaget.

§ 14.

På repræsentantskabets ordinære møder aflægger bestyrelsens formand beretning om bankens virksomhed i den forløbne periode, og det seneste perioderegnskab gennemgås.

Repræsentantskabet fastsætter vederlaget til bestyrelsens medlemmer.

Repræsentantskabet har pligt til at virke for bankens trivsel og til efter bedste evne at bistå bestyrelsen og direktionen bl.a. ved at fremskaffe oplysninger, som disse måtte

ønske.

Repræsentantskabet skal ikke prøve årsrapportens rigtighed, men godkende bestyrelsens indstilling til generalforsamlingen om anvendelse af overskud eller dækning af tab.

Repræsentantskabets medlemmer tillægges et vederlag.

Bestyrelsen:

§ 15.

Bestyrelsen består af 4-6 medlemmer, som vælges af og blandt repræsentantskabets medlemmer, således at der tilstræbes en så vidt muligt ligelig repræsentation fra bankens virkeområde, der afspejler bankens forretningsmæssige struktur.

Repræsentantskabet kan herudover vælge 1 bestyrelsesmedlem, der ikke er medlem af repræsentantskabet, i tilfælde hvor det skønnes hensigtsmæssigt af hensyn til bestyrelsens sammensætning.

Herudover består bestyrelsen af de yderligere medlemmer, som lovgivningen måtte foreskrive.

Bestyrelsen vælger hvert år selv sin formand og næstformand.

De repræsentantskabsvalgte bestyrelsesmedlemmer vælges for 2 år ad gangen. Genvalg er tilladt. Udtræder et sådant medlem af repræsentantskabet, ophører medlemskabet af bestyrelsen.

Afgår et repræsentantskabsvalgt bestyrelsesmedlem i løbet af funktionstiden, vælger repræsentantskabet et nyt bestyrelsesmedlem, der indtræder i det udtrædende bestyrelsesmedlems resterende funktionstid.

§ 16.

Bestyrelsen fastsætter ved en forretningsorden nærmere bestemmelser om udførelsen af sit hverv.

Bestyrelsen er beslutningsdygtig, når over halvdelen af dens medlemmer er til stede. Behandlede sager afgøres ved almindelig stemmeflerhed. Ved stemmelighed gør formandens -i dennes fravær næstformandens -stemme udslaget.

§ 17.

Bestyrelsen ansætter og afskediger direktionen med repræsentantskabets godkendelse samt fastsætter direktionens lønnings- og pensionsvilkår.

Bestyrelsen ansætter og afskediger endvidere bankens revisionschef.

Bestyrelsen udfærdiger skriftlige retningslinjer for bankens væsentligste aktivitetsområder, hvori arbejdsdelingen mellem bestyrelse og direktion fastlægges.

Direktionen:

§ 18.

Direktionen består af indtil 3 medlemmer.

Direktionen deltager -dog uden stemmeret -i de forhandlinger i repræsentantskabets og bestyrelsens møder, som ikke angår nogen af direktørerne personligt.

Firmategning:

§ 19.

Banken forpligtes ved underskrift af:

1. Den samlede bestyrelse.
2. 1 medlem af bestyrelsen i forening med 1 direktør.
3. 2 direktører i forening.

Bestyrelsen kan meddele prokura og specialfuldmagt.

Årsrapport:

§ 20.

Bankens regnskabsår er kalenderåret.

For hvert regnskabsår udarbejder bestyrelse og direktion i overensstemmelse med lovgivningens regler herom en årsrapport.

Bestyrelsen foretager med repræsentantskabets godkendelse indstilling til generalforsamlingen om anvendelse af overskud eller dækning af tab.

Generalforsamlingen kan ikke beslutte højere udbytte end foreslået eller tiltrådt af bestyrelsen.

Revisionen:

§ 21.

Til at revidere bankens årsregnskab vælger den ordinære generalforsamling hvert år et af bestyrelsen med repræsentantskabets godkendelse til enhver tid fastsat antal revisorer i overensstemmelse med gældende lovgivning.

Der er oprettet en intern revision.

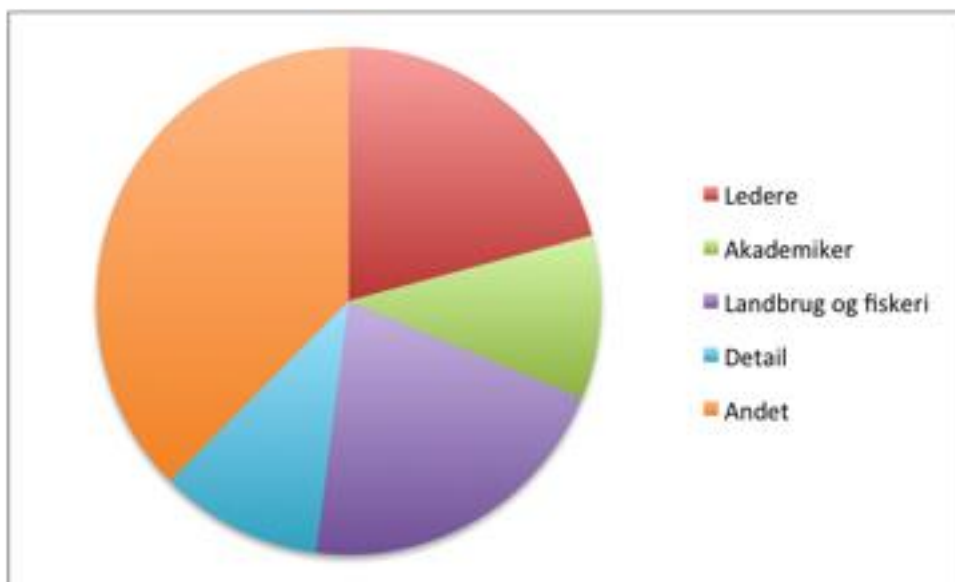
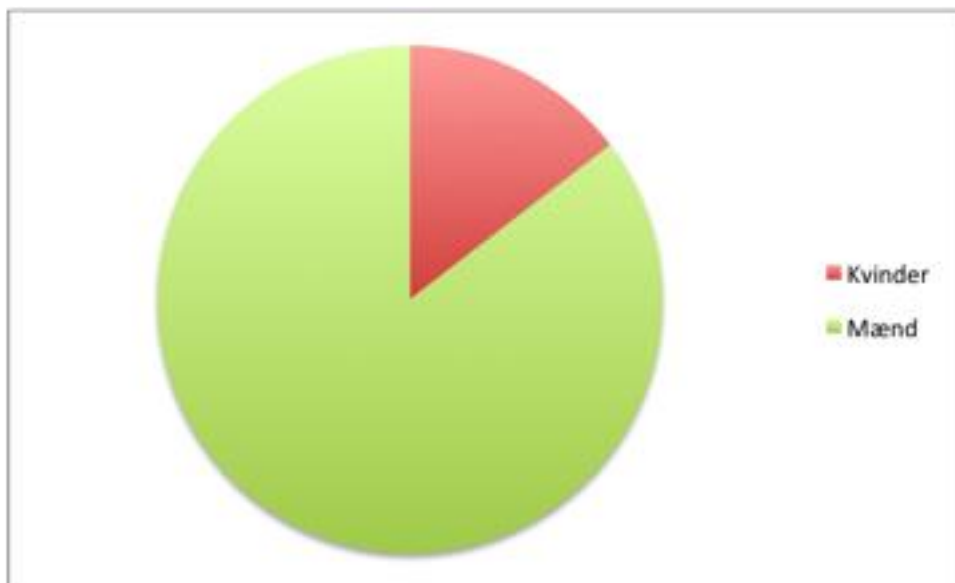
Således vedtaget på bankens ekstraordinære generalforsamling den 13. januar 2015.

Bilag 14 – Nordjyske Bank repræsentantskab**Repræsentantskab Nordjyske Bank**

Kvinder	7	15%
Mænd	41	85%

Repræsentantskab Nordjyske Bank

Ledere	10	21%
Akademiker	5	10%
Landbrug og fiskeri	10	21%
Detail	5	10%
Andet	18	38%



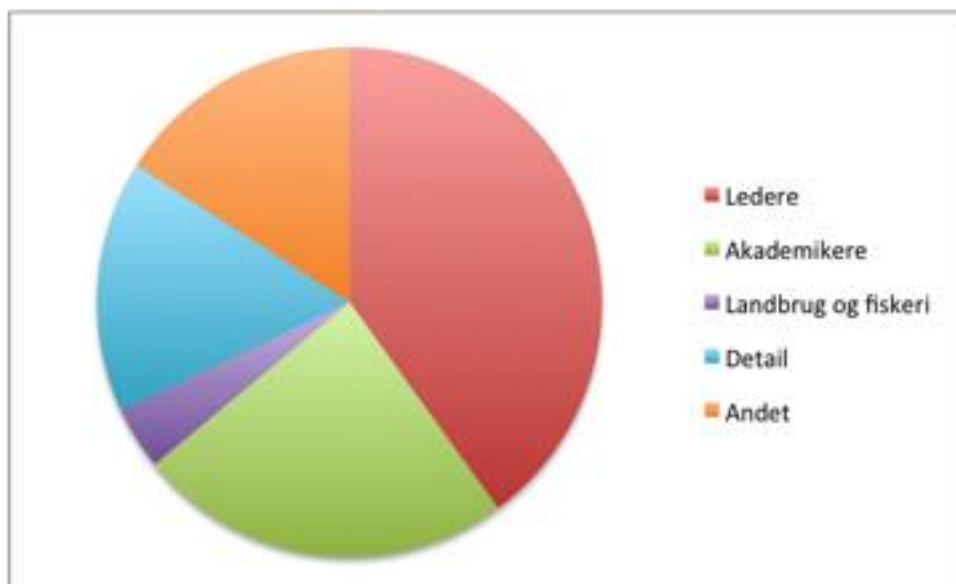
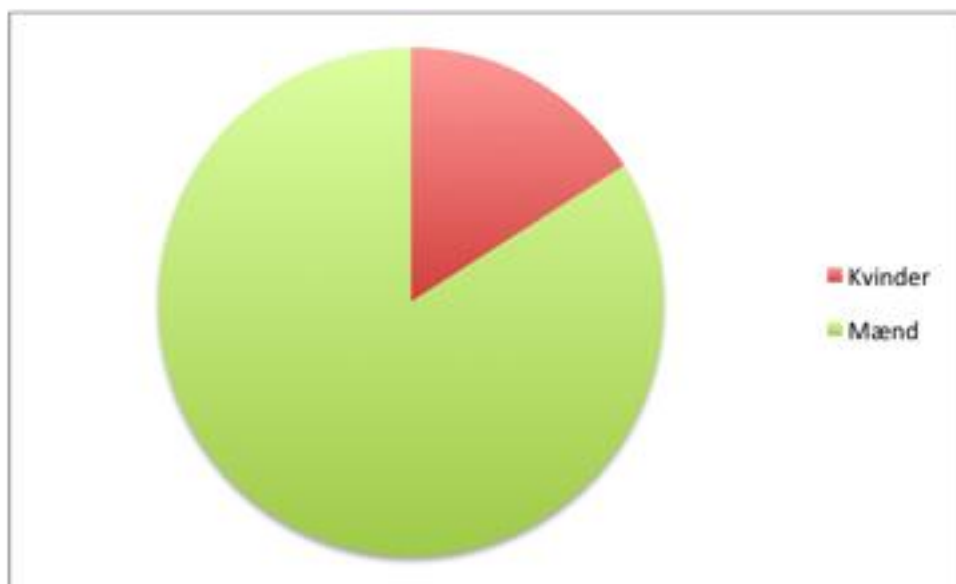
Bilag 15 – Nørresundby Bank repræsentantskab

Repræsentantskab Nørresundby Bank

Kvinder	4	16%
Mænd	21	84%

Repræsentantskab Nørresundby Bank

Ledere	10	40%
Akademikere	6	24%
Landbrug og fiskeri	1	4%
Detail	4	16%
Andet	4	16%

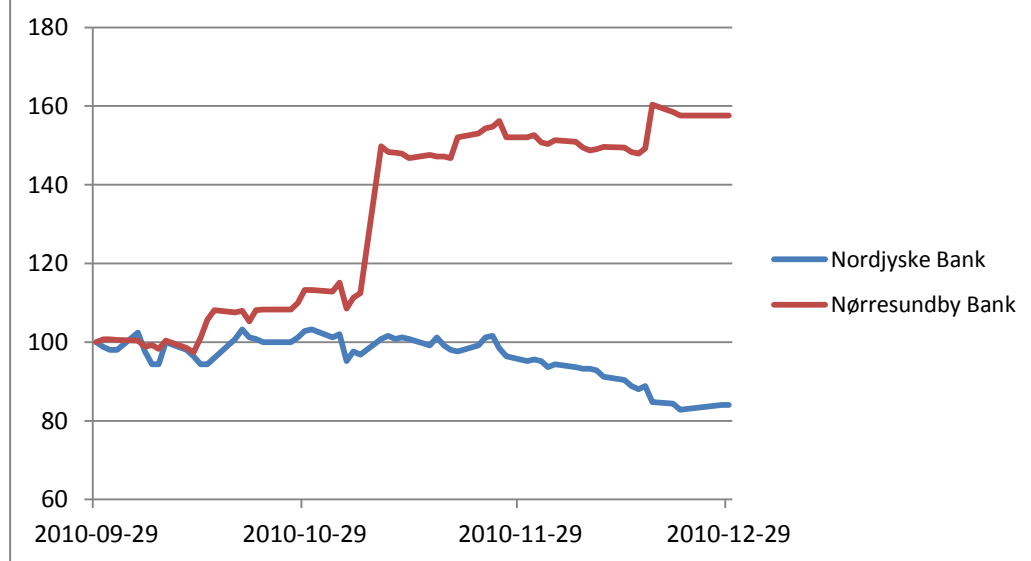


Bilag 16

Nordjyske Bank					Nørresundby Bank			
Dato	Seneste	Indeks 100	Ændring i %		Dato	Seneste	Indeks 100	Ændring i %
2014-12-30	105	84	0,00		2014-12-30	417,5	157,54717	0,00
2014-12-29	105	84	1,45		2014-12-29	417,5	157,54717	0,00
2014-12-23	103,5	82,8	-1,90		2014-12-23	417,5	157,54717	-0,60
2014-12-22	105,5	84,4	-0,47		2014-12-22	420	158,49057	-1,18
2014-12-19	106	84,8	-4,50		2014-12-19	425	160,37736	7,46
2014-12-18	111	88,8	0,91		2014-12-18	395,5	149,24528	0,89
2014-12-17	110	88	-0,90		2014-12-17	392	147,92453	-0,25
2014-12-16	111	88,8	-1,77		2014-12-16	393	148,30189	-0,76
2014-12-15	113	90,4	-0,88		2014-12-15	396	149,43396	-0,13
2014-12-12	114	91,2	-1,72		2014-12-12	396,5	149,62264	0,38
2014-12-11	116	92,8	-0,43		2014-12-11	395	149,0566	0,25
2014-12-10	116,5	93,2	0,00		2014-12-10	394	148,67925	-0,51
2014-12-09	116,5	93,2	-0,43		2014-12-09	396	149,43396	-1,00
2014-12-08	117	93,6	-0,85		2014-12-08	400	150,9434	-0,25
2014-12-05	118	94,4	0,85		2014-12-05	401	151,32075	0,63
2014-12-04	117	93,6	-1,68		2014-12-04	398,5	150,37736	-0,25
2014-12-03	119	95,2	-0,42		2014-12-03	399,5	150,75472	-1,24
2014-12-02	119,5	95,6	0,42		2014-12-02	404,5	152,64151	0,37
2014-12-01	119	95,2	-1,24		2014-12-01	403	152,07547	0,00
2014-11-28	120,5	96,4	-2,03		2014-11-28	403	152,07547	-2,66
2014-11-27	123	98,4	-3,15		2014-11-27	414	156,22642	0,98
2014-11-26	127	101,6	0,40		2014-11-26	410	154,71698	0,24
2014-11-25	126,5	101,2	2,02		2014-11-25	409	154,33962	0,86
2014-11-24	124	99,2	1,64		2014-11-24	405,5	153,01887	0,62
2014-11-	122	97,6	-0,41		2014-11-21	403	152,07547	3,60

21								
2014-11-20	122,5	98	-1,21		2014-11-20	389	146,79245	-0,26
2014-11-19	124	99,2	-1,98		2014-11-19	390	147,16981	0,00
2014-11-18	126,5	101,2	2,02		2014-11-18	390	147,16981	-0,26
2014-11-17	124	99,2	-1,59		2014-11-17	391	147,54717	0,51
2014-11-14	126	100,8	-0,40		2014-11-14	389	146,79245	-0,77
2014-11-13	126,5	101,2	0,40		2014-11-13	392	147,92453	-0,13
2014-11-12	126	100,8	-0,79		2014-11-12	392,5	148,11321	-0,13
2014-11-11	127	101,6	0,79		2014-11-11	393	148,30189	-1,01
2014-11-10	126	100,8	4,13		2014-11-10	397	149,81132	33,22
2014-11-07	121	96,8	-0,82		2014-11-07	298	112,45283	1,02
2014-11-06	122	97,6	2,52		2014-11-06	295	111,32075	2,61
2014-11-05	119	95,2	-6,67		2014-11-05	287,5	108,49057	-5,74
2014-11-04	127,5	102	0,79		2014-11-04	305	115,09434	2,01
2014-11-03	126,5	101,2	-1,94		2014-11-03	299	112,83019	-0,33
2014-10-31	129	103,2	0,39		2014-10-31	300	113,20755	0,00
2014-10-30	128,5	102,8	1,58		2014-10-30	300	113,20755	2,92
2014-10-29	126,5	101,2	1,20		2014-10-29	291,5	110	1,57
2014-10-28	125	100	0,00		2014-10-28	287	108,30189	0,00
2014-10-24	125	100	-0,79		2014-10-24	287	108,30189	0,17
2014-10-23	126	100,8	-0,40		2014-10-23	286,5	108,11321	2,69
2014-10-22	126,5	101,2	-1,94		2014-10-22	279	105,28302	-2,45
2014-10-21	129	103,2	2,38		2014-10-21	286	107,92453	0,35
2014-10-20	126	100,8	5,00		2014-10-20	285	107,54717	-0,52
2014-10-17	120	96	1,69		2014-10-17	286,5	108,11321	2,32
2014-10-16	118	94,4	0,00		2014-10-16	280	105,66038	4,48
2014-10-15	118	94,4	-2,07		2014-10-15	268	101,13208	3,88

2014-10-14	120,5	96,4	-1,63		2014-10-14	258	97,358491	-1,15
2014-10-13	122,5	98	-2,00		2014-10-13	261	98,490566	-1,88
2014-10-10	125	100	5,93		2014-10-10	266	100,37736	2,11
2014-10-09	118	94,4	0,00		2014-10-09	260,5	98,301887	-0,95
2014-10-08	118	94,4	-3,28		2014-10-08	263	99,245283	0,38
2014-10-07	122	97,6	-4,69		2014-10-07	262	98,867925	-1,50
2014-10-06	128	102,4	4,49		2014-10-06	266	100,37736	-0,19
2014-10-03	122,5	98	0,00		2014-10-03	266,5	100,56604	-0,19
2014-10-02	122,5	98	-0,81		2014-10-02	267	100,75472	0,00
2014-10-01	123,5	98,8	-1,20		2014-10-01	267	100,75472	0,75
2014-09-30	125	100	0,00		2014-09-30	265	100	0,00
		100					100	



Bilag 17

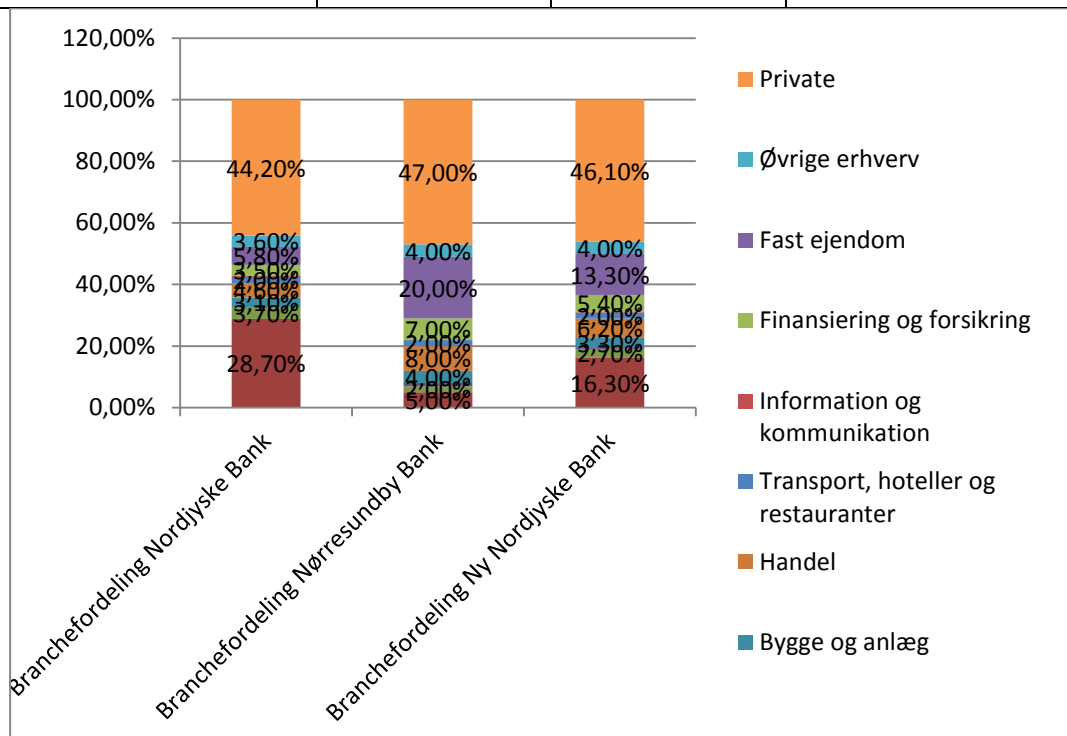
	2014	2014	2015			
	Nordjyske Bank	Nørresundby Bank	Ny Nordjyske Bank		Sum af gl. Nordjyske og Nørresundby	
Resultatopgørelse (mio. kr.)						
Renteindtægter	371.591	309.913	678.000		681.504	
Renteudgifter	48.178	46.770	110.000		94.948	
Nettorenteindtægter	323.413	263.143	568.000		586.556	
Udbytte af aktier	5.790	9.886	15.676		15.676	
Gebyrer og provisionsindtægter	164.402	174.852	339.254		339.254	
Afgivne gebyrer og provisionsudgifter	5.446	15.958	21.404		21.404	
Netto rente- og gebyrindtægter	488.159	431.923	901.526		920.082	
Kursreguleringer	43.817	34.798	78.615		78.615	
Andre driftsindtægter	4.467	2.697	7.164		7.164	
Udgifter til personale og administration	265.603	249.328	514.931		514.931	
af- og nedskrivninger på imm. Aktiver	6.837	3.901	32.000		10.738	
Andre driftsudgifter	16.363	13.763	30.126		30.126	
Nedskrivninger på udlån og tilgode	139.230	24.939	164.169		164.169	
Resultat af kapitalandele	979	0	979		979	
Resultat før skat	109.389	177.487	248.000		286.876	
Resultat efter skat	88.153	139.799	193.000		227.952	
Balance	8.881.377	9.278.844	18.057.000		18.160.221	
Egenkapital	1.421.000	1.556.097	2.599.000		2.977.097	
Puljeordning			2.269.559		2.269.559	

	1.303.328	966.231				
WACC	1,47%	1,49%	1,39		3%	
ICGR	4,57%	8,98%	5,20%		14%	
ROE	6,20%	8,98%	7,43%		15%	
ROA	0,99%	1,51%	1,07%		3%	
Gearing	5,11	5,00	6,50		10	
Indtjening pr. aktie	11,42	30,39	15,76		42	
Kernekapital efter fradrag	1.252.220	1.404.061	1.793.000		2.656.281	
Basiskapital efter fradrag	1.252.504	1.404.061	2.062.000		2.656.565	
Risikovægtede poster	6.399.335	7.027.003	13.400.000		13.426.338	
Solvens	19,57%	19,98%	15,39%		40%	
Kernekapital	19,57%	19,98%	13,38%		40%	
Tilbagekøbsprogram						
Køb af 15% af egne aktier	1.158					
kurs pr. 1.1.15	105					

Ny aktiesaldo	6.562					
pris	121.590					
Ny egenkapital	1.299.410					
Ny basiskapital	1.130.914					
Ny solvens	17,67%					
Ny indtjenning pr. aktie	3,43					
stigning i %	15					
Ny gearing	5,66					

Bilag 18

	Branchefordeling Nordjyske Bank	Branchefordeling Nørresundby Bank	Branchefordeling Ny Nordjyske Bank
Off. Myndigheder	0,10%	0,00%	0,00%
Landbrug, jagt, fiskeri	28,70%	5,00%	16,30%
Industri og råstofudvinding	3,70%	2,00%	2,70%
Energiforsyning	0,20%	1,00%	0,40%
Bygge og anlæg	3,10%	4,00%	3,30%
Handel	4,60%	8,00%	6,20%
Transport, hoteller og restauranter	2,00%	2,00%	2,00%
Information og kommunikation	0,50%	0,00%	0,30%
Finansiering og forsikring	3,50%	7,00%	5,40%
Fast ejendom	5,80%	20,00%	13,30%
Øvrige erhverv	3,60%	4,00%	4,00%
Private	44,20%	47,00%	46,10%
I alt	100,00%	100,00%	100,00%



Bilag 19 – Beregninger Nørresundby Bank

(Beløb i t.kr.) / %	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Budgetteret vækst	-4%	-2%	0%	2%	2%	4%	4%	6%	6%	6%
Bankudlån	5.068.414	4.967.045	4.967.045	5.066.385	5.167.713	5.374.422	5.589.399	5.924.762	6.280.248	6.657.063
Budgetteret vækst	3%	2%	0%	0%	1%	1%	2%	2%	3%	3%
Bankindlån	7.498.854	7.648.831	7.648.831	7.648.831	7.725.319	7.802.572	7.958.623	8.117.796	8.361.330	8.612.170

(Beløb i t.kr.) / %	2014	2013
Renteindtægter	309.913	334.389
Bankudlån	5.279.598	5.513.713
Renteindtægter i %	5,87%	6,06%
Renteudgifter	46.770	60.783
Bankindlån	7.280.441	7.081.587
Renteudgifter i %	0,64%	0,86%
Estimeret rentemarginal	5,23%	5,20%

(Beløb i t.kr.) / %	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Renteindtægter i % af udlån	5,8%	6,1%	6,5%	7,0%	7,5%	7,5%	8,0%	8,0%	8,5%	8,5%
Renteindtægter	293.968	302.990	322.858	354.647	387.578	403.082	447.152	473.981	533.821	565.850
Renteudgifter i % af indlån	0,5%	0,8%	1,5%	2,1%	2,8%	3,0%	3,6%	3,8%	4,7%	5,0%
Renteudgifter	37.494	61.191	114.732	160.625	216.309	234.077	286.510	308.476	392.983	430.609
Rentemarginal	5,3%	5,3%	5,0%	4,9%	4,7%	4,5%	4,4%	4,2%	3,8%	3,5%

(Beløb i t.kr.) / %	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Budgetteret vækst	4%	2%	0%	2%	2%	3%	3%	4%	4%	4%
Gebyrer og provisionsindtægter	181.846	185.483	185.483	189.193	192.977	197.801	203.735	211.884	220.360	229.174
Afgivne gebyrer og provisionsudgifter	16.596	16.928	16.928	17.267	17.612	18.052	18.594	19.338	20.111	20.916

(Beløb i t.kr.) / %	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Budgetteret vækst	-2%	-1%	0%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%
Udgifter til personale og administration	244.341	241.898	241.898	244.317	246.760	251.695	256.729	261.863	267.100	272.442

(Beløb i t.kr.)	2014	2013	2012	2011	2010
Nedskrivninger på udlån mv.	24.939	59.633	88.193	66.386	88.567

(Beløb i t.kr.) / %	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Nedskrivningsprocent	0,4%	0,5%	0,6%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Udlån	5.068.414	4.967.045	4.967.045	5.066.385	5.167.713	5.374.422	5.589.399	5.924.762	6.280.248	6.657.063
Nedskrivninger	20.274	24.835	29.802	35.465	36.174	37.621	39.126	41.473	43.962	46.599

%	2014	2013	2012	2011
Aktuel skatteprocent	24,5%	25,0%	25,0%	25,0%
Effektiv skatteprocent	21,2%	26,1%	25,0%	32,0%
Gennemsnit i perioden	26,1%			

(Beløb i t.kr.)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Renteindtægter	293.968	302.990	322.858	354.647	387.578	403.082	447.152	473.981	533.821	565.850
Renteudgifter	37.494	61.191	114.732	160.625	216.309	234.077	286.510	308.476	392.983	430.609
Netto renteindtægter	256.474	241.799	208.125	194.021	171.270	169.004	160.641	165.505	140.839	135.242
Udbytte af aktier m.v.	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000
Gebyrer og provisionsindtægter	181.846	185.483	185.483	189.193	192.977	197.801	203.735	211.884	220.360	229.174
Afgivne gebyrer og provisionsudgifter	16.596	16.928	16.928	17.267	17.612	18.052	18.594	19.338	20.111	20.916
Netto rente- og gebyrindtægter	431.724	420.354	386.680	375.947	356.634	358.753	355.782	368.051	351.087	353.500
Kursreguleringer	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000
Andre driftsindtægter	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000
Udgifter til personale og administration	244.341	241.898	241.898	244.317	246.760	251.695	256.729	261.863	267.100	272.442
Andre driftsudgifter	13.000	13.000	13.000	13.000	13.000	13.000	13.000	13.000	13.000	13.000
Nedskrivninger på udlån	20.274	24.835	29.802	35.465	36.174	37.621	39.126	41.473	43.962	46.599
Resultat før skat	171.739	169.621	130.980	112.166	89.700	85.437	75.928	80.715	56.025	50.459
Skat (24,1)	41.389	40.879	31.566	27.032	21.618	20.590	18.299	19.452	13.502	12.161
Årets resultat	130.350	128.742	99.414	85.134	68.082	64.847	57.629	61.263	42.523	38.298

(Beløb i t.kr.)	T2025
Renteindtægter	577.167
Renteudgifter	439.221
Netto renteindtægter	137.947
Udbytte af aktier m.v.	10.000
Gebyrer og provisionsindtægter	233.758
Afgivne gebyrer og provisionsudgifter	21.334
Netto rente- og gebyrindtægter	360.370
Kursreguleringer	25.000
Andre driftsindtægter	4.000
Udgifter til personale og administration	277.891
Andre driftsudgifter	13.000
Nedskrivninger på udlån	35.533
Resultat før skat	62.946
Skat (24,1)	15.170
Årets resultat	47.776

(Beløb i t.kr.) / %	2014	2013	2012	2011
Risikovægtede aktiver	7.027.003	7.168.543	7.306.893	7.415.216
Udlånsbestand	5.279.598	5.513.713	5.268.881	5.748.379
Risikovægtede poster i % af udlån	133%	130%	139%	129%

(Beløb i t.kr.) / %	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	T2015
Budgettering af risikovægtede poster											
Bankudlån	5.068.414	4.967.045	4.967.045	5.066.385	5.167.713	5.374.422	5.589.399	5.924.762	6.280.248	6.657.063	6.790.204
Risikovægtede poster i % af udlån	130%	130%	130%	130%	130%	130%	130%	130%	130%	130%	130%
Risikovægtede aktiver	6.588.938	6.457.159	6.457.159	6.586.301	6.718.027	6.986.749	7.266.219	7.702.191	8.164.322	8.654.182	8.827.266
Budgettering af solvensgrad og basiskapital											
Budgetteret solvensgrad	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%
Budgetteret basiskapital nødvendig	889.507	871.716	871.716	889.151	906.934	943.211	980.940	1.039.796	1.102.184	1.168.315	1.191.681
Budgettering af ændringer i basiskapitalen											
Budgetteret basiskapital nødvendig	889.507	871.716	871.716	889.151	906.934	943.211	980.940	1.039.796	1.102.184	1.168.315	1.191.681
Overført kapitalgrundlag primo	1.404.061	1.404.061	1.404.061	1.404.061	1.404.061	1.404.061	1.404.061	1.404.061	1.404.061	1.404.061	1.404.061
Årets resultat	130.350	128.742	99.414	85.134	68.082	64.847	57.629	61.263	42.523	38.298	47.776
Maksimal mulig dividendeudbetaling	130.350	128.742	99.414	85.134	68.082	64.847	57.629	61.263	42.523	38.298	47.776
Overført kapitalgrundlag ultimo	1.404.061	1.404.061	1.404.061	1.404.061	1.404.061	1.404.061	1.404.061	1.404.061	1.404.061	1.404.061	1.404.061

Værdiansættelse af Nørresundby Banks egenkapital

Alle tal i t.kr.	År	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Terminalår
Forrentningskrav terminal %	2,62											
Diskonteringsrente %	4,62	0,96	0,91	0,87	0,83	0,80	0,76	0,73	0,70	0,67	0,64	
Equity cash flow		130.350	128.742	99.414	85.134	68.082	64.847	57.629	61.263	42.523	38.298	47.776
NV årlig equity cash flow		124.594	117.623	86.817	71.063	54.320	49.454	42.009	42.686	28.320	24.380	
Samlet NV af equity cash flows		641.264										
NV terminalværdi		1.160.811										1.823.511
Værdi af egenkapitalen		1.802.074										
Antal udestående aktier		4.600.000										
Værdi pr. aktie (kr.)		392										

Bilag 20 – Virksomhedsspecifikke betaværdier for Europa

Date updated:	05-jan-15								
Created by:	Aswath Damodaran, adamodar@stern.nyu.edu								
What is this data?	Beta, Unlevered beta and other risk measures				Western Europe				
Home Page:	http://www.damodaran.com								
Data website:	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html								
Companies in each industry:	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/indname.xls								
Variable definitions:	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/variable.htm								
Industry	Number of firms	Beta	D/E Ratio	Tax rate	Unlevered beta	Cash/Firm value	Unlevered beta corrected for cash	HiLo Risk	Standard deviation of equity
Advertising	77	0,86	33,88%	14,32%	0,66	7,80%	0,72	0,3342	47,07%
Aerospace/Defense	39	1,15	26,49%	12,44%	0,94	9,95%	1,04	0,2410	39,57%
Air Transport	38	1,48	84,48%	17,46%	0,87	7,98%	0,95	0,2690	44,22%
Apparel	132	1,09	23,58%	17,00%	0,91	5,15%	0,96	0,3109	47,80%
Auto & Truck	16	1,80	140,51%	14,14%	0,82	15,07%	0,96	0,2523	46,62%
Auto Parts	59	1,87	24,79%	19,32%	1,56	7,47%	1,68	0,3264	49,19%
Bank (Money Center)	124	1,72	617,99%	16,97%	0,28	11,44%	0,32	0,2329	42,06%
Banks (Regional)	65	0,80	371,79%	20,17%	0,20	12,22%	0,23	0,1636	33,23%
Beverage (Alcoholic)	51	0,86	33,04%	15,55%	0,68	1,47%	0,69	0,2380	41,41%
Beverage (Soft)	17	0,60	31,27%	15,17%	0,47	6,74%	0,51	0,2277	38,32%
Broadcasting	31	1,50	23,68%	19,67%	1,26	4,70%	1,32	0,2886	46,03%
Brokerage & Investment Bank	75	1,02	220,65%	13,29%	0,35	12,71%	0,40	0,2948	55,46%
Building Materials	91	1,05	37,41%	16,19%	0,80	6,26%	0,85	0,2957	45,83%
Business & Consumer Service	215	1,09	32,28%	17,89%	0,86	4,44%	0,90	0,2948	45,89%
Cable TV	11	1,18	74,81%	17,51%	0,73	1,19%	0,74	0,2319	35,11%
Chemical (Basic)	59	0,89	24,27%	13,76%	0,74	3,60%	0,76	0,3125	44,48%
Chemical (Diversified)	8	1,77	31,26%	26,93%	1,44	3,71%	1,50	0,2063	34,30%
Chemical (Specialty)	89	1,10	18,41%	15,82%	0,95	4,72%	1,00	0,3033	45,08%
Coal & Related Energy	23	1,61	84,41%	3,00%	0,88	28,09%	1,23	0,4617	74,42%
Computer Services	217	0,95	16,56%	19,76%	0,84	8,59%	0,92	0,3106	47,00%
Computers/Peripherals	37	1,45	20,29%	14,20%	1,24	9,12%	1,36	0,3650	58,73%

Bilag 21 – Beregninger Nordjyske Bank

(Beløb i t.kr.) / %	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Budgetteret vækst	-4%	-2%	0%	2%	2%	4%	4%	6%	6%	6%
Bankudlån	5.278.896	5.173.318	5.173.318	5.276.784	5.382.320	5.597.613	5.821.517	6.170.809	6.541.057	6.933.520
Budgetteret vækst	3%	2%	0%	0%	1%	1%	2%	2%	3%	3%
Bankindlån	7.423.823	7.572.299	7.572.299	7.572.299	7.648.022	7.724.503	7.878.993	8.036.572	8.277.670	8.526.000

(Beløb i t.kr.) / %	2014	2013
Renteindtægter	371.591	395.909
Bankudlån	5.498.850	5.552.725
Renteindtægter i %	6,76%	7,13%
Renteudgifter	48.178	58.645
Bankindlån	7.207.595	7.296.683
Renteudgifter i %	0,67%	0,80%
Estimeret rentemarginal	6,09%	6,33%

(Beløb i t.kr.) / %	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Renteindtægter i % af udlån	5,8%	6,1%	6,5%	7,0%	7,5%	7,5%	8,0%	8,0%	8,5%	8,5%
Renteindtægter	306.176	315.572	336.266	369.375	403.674	419.821	465.721	493.665	555.990	589.349
Renteudgifter i % af indlån	0,5%	0,8%	1,5%	2,1%	2,8%	3,0%	3,6%	3,8%	4,7%	5,0%
Renteudgifter	37.119	60.578	113.584	159.018	214.145	231.735	283.644	305.390	389.050	426.300
Rentemarginal	5,3%	5,3%	5,0%	4,9%	4,7%	4,5%	4,4%	4,2%	3,8%	3,5%

(Beløb i t.kr.) / %	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Budgetteret vækst	4%	2%	0%	2%	2%	3%	3%	4%	4%	4%
Gebyrer og provisionsindtægter	170.978	174.398	174.398	177.886	181.443	185.979	191.559	199.221	207.190	215.478
Afgivne gebyrer og provisionsudgifter	5.664	5.777	5.777	5.893	6.011	6.161	6.346	6.599	6.863	7.138

(Beløb i t.kr.) / %	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Budgetteret vækst	-2%	-1%	0%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%
Udgifter til personale og administration	260.291	257.688	257.688	260.265	262.868	268.125	273.487	278.957	284.536	290.227

(Beløb i t.kr.)	2014	2013	2012	2011	2010
Nedskrivninger på udlån mv.	139.200	129.300	130.700	112.700	96.700

(Beløb i t.kr.) / %	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Nedskrivningsprocent	1,7%	1,5%	1,3%	1,1%	1,1%	0,9%	0,9%	0,7%	0,7%	0,7%
Udlån	5.278.896	5.173.318	5.173.318	5.276.784	5.382.320	5.597.613	5.821.517	6.170.809	6.541.057	6.933.520
Nedskrivninger	89.741	77.600	67.253	58.045	59.206	50.379	52.394	43.196	45.787	48.535

%	2014	2013	2012	2011
Aktuel skatteprocent	24,5%	25,0%	25,0%	25,0%
Effektiv skatteprocent	19,5%	25,3%	29,4%	25,3%
Gennemsnit i perioden	24,9%			

(Beløb i t.kr.)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Renteindtægter	306.176	315.572	336.266	369.375	403.674	419.821	465.721	493.665	555.990	589.349
Renteudgifter	37.119	60.578	113.584	159.018	214.145	231.735	283.644	305.390	389.050	426.300
Netto renteindtægter	269.057	254.994	222.681	210.357	189.529	188.086	182.078	188.275	166.939	163.049
Udbytte af aktier m.v.	5.500	5.500	5.500	5.500	5.500	5.500	5.500	5.500	5.500	5.500
Gebyrer og provisionsindtægter	170.978	174.398	174.398	177.886	181.443	185.979	191.559	199.221	207.190	215.478
Afgivne gebyrer og provisionsudgifter	5.664	5.777	5.777	5.893	6.011	6.161	6.346	6.599	6.863	7.138
Netto rente- og gebyrindtægter	439.871	429.115	396.802	387.850	370.462	373.405	372.791	386.397	372.766	376.889
Kursreguleringer	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000
Andre driftsindtægter	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500
Udgifter til personale og administration	260.291	257.688	257.688	260.265	262.868	268.125	273.487	278.957	284.536	290.227
Andre driftsudgifter	16.000	16.000	16.000	16.000	16.000	16.000	16.000	16.000	16.000	16.000
Nedskrivninger på udlån	89.741	77.600	67.253	58.045	59.206	50.379	52.394	43.196	45.787	48.535
Resultat før skat	87.582	102.327	80.361	78.040	56.889	63.401	55.410	72.744	50.942	46.627
Skat (22,9)	20.056	23.433	18.403	17.871	13.028	14.519	12.689	16.658	11.666	10.678
Årets resultat	67.526	78.894	61.958	60.169	43.861	48.882	42.721	56.085	39.276	35.950

(Beløb i t.kr.)	T2025											
Renteindtægter	601.136											
Renteudgifter	434.826											
Netto renteindtægter	166.310											
Udbytte af aktier m.v.	5.500											
Gebyrer og provisionsindtægter	219.787											
Afgivne gebyrer og provisionsudgifter	7.281											
Netto rente- og gebyrindtægter	384.317											
Kursreguleringer	20.000											
Andre driftsindtægter	4.500											
Udgifter til personale og administration	296.032											
Andre driftsudgifter	16.000											
Nedskrivninger på udlån	59.213											
Resultat før skat	37.572											
Skat (22,9)	8.604											
Årets resultat	28.968											

(Beløb i t.kr.) / %	2014	2013	2012	2011								
Risikovægtede aktiver	6.399.335	6.290.483	6.350.588	6.270.722								
Udlånsbestand	5.498.850	5.552.725	5.556.886	5.745.240								
Risikovægtede poster i % af udlån	116%	113%	114%	109%								

(Beløb i t.kr.) / %	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	T2015
Budgettering af risikovægtede poster											
Bankudlån	5.278.896	5.173.318	5.173.318	5.276.784	5.382.320	5.597.613	5.821.517	6.170.809	6.541.057	6.933.520	7.072.191
Risikovægtede poster i % af udlån	112%	112%	112%	112%	112%	112%	112%	112%	112%	112%	112%
Risikovægtede aktiver	5.912.364	5.794.116	5.794.116	5.909.999	6.028.199	6.269.326	6.520.100	6.911.306	7.325.984	7.765.543	7.920.854
Budgettering af solvensgrad og basiskapital											
Budgetteret solvensgrad	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
Budgetteret basiskapital nødvendig	945.978	927.059	927.059	945.600	964.512	1.003.092	1.043.216	1.105.809	1.172.157	1.242.487	1.267.337
Budgettering af ændringer i basiskapitalen											
Budgetteret basiskapital nødvendig	945.978	927.059	927.059	945.600	964.512	1.003.092	1.043.216	1.105.809	1.172.157	1.242.487	1.267.337
Overført kapitalgrundlag primo	1.252.504	1.252.504	1.252.504	1.252.504	1.252.504	1.252.504	1.252.504	1.252.504	1.252.504	1.252.504	1.252.504
Årets resultat	67.526	78.894	61.958	60.169	43.861	48.882	42.721	56.085	39.276	35.950	28.968
Maksimal mulig dividendeudbetaling	67.526	78.894	61.958	60.169	43.861	48.882	42.721	56.085	39.276	35.950	14.135
Overført overskud i alt ultimo	1.252.504	1.252.504	1.252.504	1.252.504	1.252.504	1.252.504	1.252.504	1.252.504	1.252.504	1.252.504	1.267.337

Værdiansættelse af Nordjyske Banks egenkapital													
Alle tal i t.kr.	År	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Terminalår	
Forrentningskrav terminalår %	2,62												
Diskonteringsrente %	4,62	0,96	0,91	0,87	0,83	0,80	0,76	0,73	0,70	0,67	0,64		
Equity cash flow		67.526	78.894	61.958	60.169	43.861	48.882	42.721	56.085	39.276	35.950	14.138	
NV årlig equity cash flow		64.544	72.080	54.107	50.224	34.995	37.279	31.141	39.078	26.157	22.885		
Samlet NV af equity cash flows		432.490											
NV terminalværdi		343.510										539.618	
Værdi af egenkapitalen		776.001											
Antal udestående aktier		7.720.000											
Værdi pr. aktie (kr.)		101											

Bilag 22 – Beregninger Nordjyske Bank efter besparelser på 50 mio. kr.

(Beløb i t.kr.) / %	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Budgetteret vækst	-4%	-2%	0%	2%	2%	4%	4%	6%	6%	6%
Bankudlån	10.347.310	10.140.364	10.140.364	10.343.171	10.550.035	10.972.036	11.410.917	12.095.572	12.821.307	13.590.585
Budgetteret vækst	3%	2%	0%	0%	1%	1%	2%	2%	3%	3%
Bankindlån	14.922.677	15.221.131	15.221.131	15.221.131	15.373.342	15.527.075	15.837.617	16.154.369	16.639.000	17.138.170

(Beløb i t.kr.) / %	2014	2013
Renteindtægter	681.504	730.298
Bankudlån	10.778.448	11.066.438
Renteindtægter i %	6,32%	6,60%
Renteudgifter	94.948	119.428
Bankindlån	14.488.036	14.378.270
Renteudgifter i %	0,66%	0,83%
Estimeret rentemarginal	5,66%	5,77%

(Beløb i t.kr.) / %	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Renteindtægter i % af udlån	5,8%	6,1%	6,5%	7,0%	7,5%	7,5%	8,0%	8,0%	8,5%	8,5%
Renteindtægter	600.144	618.562	659.124	724.022	791.253	822.903	912.873	967.646	1.089.811	1.155.200
Renteudgifter i % af indlån	0,5%	0,8%	1,5%	2,1%	2,8%	3,0%	3,6%	3,8%	4,7%	5,0%
Renteudgifter	74.613	121.769	228.317	319.644	430.454	465.812	570.154	613.866	782.033	856.909
Rentemarginal	5,3%	5,3%	5,0%	4,9%	4,7%	4,5%	4,4%	4,2%	3,8%	3,5%

(Beløb i t.kr.) / %	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Budgetteret vækst	4%	2%	0%	2%	2%	3%	3%	4%	4%	4%
Gebyrer og provisionsindtægter	352.824	359.881	359.881	367.078	374.420	383.780	395.294	411.105	427.550	444.652
Afgivne gebyrer og provisionsudgifter	22.260	22.705	22.705	23.159	23.623	24.213	24.940	25.937	26.975	28.054

(Beløb i t.kr.) / %	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Budgetteret vækst	-2%	-1%	0%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%
Udgifter til personale og administration	479.632	449.836	449.836	454.334	458.878	468.055	477.416	486.965	496.704	506.638

(Beløb i t.kr.)	2014	2013	2012	2011	2010
Nedskrivninger på udlån mv.	164.139	188.933	218.893	179.086	185.267

(Beløb i t.kr.) / %	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Nedskrivningsprocent	1,2%	1,1%	1,0%	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%
Udlån	10.347.310	10.140.364	10.140.364	10.343.171	10.550.035	10.972.036	11.410.917	12.095.572	12.821.307	13.590.585
Nedskrivninger	124.168	111.544	101.404	103.432	94.950	98.748	102.698	96.765	102.570	108.725

%	2014	2013	2012	2011
Aktuel skatteprocent	24,5%	25,0%	25,0%	25,0%
Effektiv skatteprocent	20,4%	25,7%	27,2%	28,7%
Gennemsnit i perioden	25,5%			

(Beløb i t.kr.)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Renteindtægter	600.144	618.562	659.124	724.022	791.253	822.903	912.873	967.646	1.089.811	1.155.200
Renteudgifter	74.613	121.769	228.317	319.644	430.454	465.812	570.154	613.866	782.033	856.909
Netto renteindtægter	525.531	496.793	430.807	404.378	360.799	357.090	342.719	353.780	307.778	298.291
Udbytte af aktier m.v.	15.500	15.500	15.500	15.500	15.500	15.500	15.500	15.500	15.500	15.500
Gebyrer og provisionsindtægter	352.824	359.881	359.881	367.078	374.420	383.780	395.294	411.105	427.550	444.652
Afgivne gebyrer og provisionsudgifter	22.260	22.705	22.705	23.159	23.623	24.213	24.940	25.937	26.975	28.054
Netto rente- og gebyrindtægter	871.595	849.468	783.482	763.797	727.096	732.158	728.573	754.448	723.853	730.389
Kursreguleringer	45.000	45.000	45.000	45.000	45.000	45.000	45.000	45.000	45.000	45.000
Andre driftsindtægter	8.500	8.500	8.500	8.500	8.500	8.500	8.500	8.500	8.500	8.500
Udgifter til personale og administration	479.632	449.836	449.836	454.334	458.878	468.055	477.416	486.965	496.704	506.638
Andre driftsudgifter	29.000	29.000	29.000	29.000	29.000	29.000	29.000	29.000	29.000	29.000
Nedskrivninger på udlån	124.168	111.544	101.404	103.432	94.950	98.748	102.698	96.765	102.570	108.725
Resultat før skat	270.168	312.588	256.742	230.531	197.768	189.854	172.959	195.219	149.079	139.526
Skat (23,5)	63.490	73.458	60.334	54.175	46.476	44.616	40.645	45.876	35.033	32.789
Årets resultat	206.679	239.130	196.408	176.356	151.293	145.238	132.313	149.342	114.045	106.738

(Beløb i t.kr.)	T2025
Renteindtægter	1.178.304
Renteudgifter	874.047
Netto renteindtægter	304.257
Udbytte af aktier m.v.	15.500
Gebyrer og provisionsindtægter	453.545
Afgivne gebyrer og provisionsudgifter	28.615
Netto rente- og gebyrindtægter	744.687
Kursreguleringer	45.000
Andre driftsindtægter	8.500
Udgifter til personale og administration	516.771
Andre driftsudgifter	29.000
Nedskrivninger på udlån	104.500
Resultat før skat	147.916
Skat (23,5)	34.760
Årets resultat	113.156

(Beløb i t.kr.) / %	2014	2013	2012	2011
Risikovægtede aktiver	13.426.338	13.459.026	13.657.481	13.685.938
Udlånsbestand	10.778.448	11.066.438	10.825.767	11.493.619
Risikovægtede poster i % af udlån	125%	122%	126%	119%

(Beløb i t.kr.) / %	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	T2015
Budgettering af risikovægtede poster											
Bankudlån	10.347.310	10.140.364	10.140.364	10.343.171	10.550.035	10.972.036	11.410.917	12.095.572	12.821.307	13.590.585	13.862.397
Risikovægtede poster i % af udlån	123%	123%	123%	123%	123%	123%	123%	123%	123%	123%	123%
Risikovægtede aktiver	12.727.191	12.472.648	12.472.648	12.722.101	12.976.543	13.495.604	14.035.428	14.877.554	15.770.207	16.716.420	17.050.748
Budgettering af solvensgrad og basiskapital											
Budgetteret solvensgrad	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%
Budgetteret basiskapital nødvendig	1.883.624	1.845.952	1.845.952	1.882.871	1.920.528	1.997.349	2.077.243	2.201.878	2.333.991	2.474.030	2.523.511
Budgettering af ændringer i basiskapitalen											
Budgetteret basiskapital nødvendig	1.883.624	1.845.952	1.845.952	1.882.871	1.920.528	1.997.349	2.077.243	2.201.878	2.333.991	2.474.030	2.523.511
Overført kapitalgrundlag primo	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.656.565
Årets resultat	206.679	239.130	196.408	176.356	151.293	145.238	132.313	149.342	114.045	106.738	113.156
Maksimal mulig dividendeudbetaling	206.679	239.130	196.408	176.356	151.293	145.238	132.313	149.342	114.045	106.738	113.156
Overført kapitalgrundlag ultimo	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.523.511

Værdiansættelse af Nordjyske Banks egenkapital efter opkøb

Alle tal i t.kr.	År	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Terminalår
Forrentningskrav terminal %	2,62											
Diskonteringsrente %	4,62	0,96	0,91	0,87	0,83	0,80	0,76	0,73	0,70	0,67	0,64	
Equity cash flow		206.679	239.130	196.408	176.356	151.293	145.238	132.313	149.342	114.045	106.738	113.156
NV årlig equity cash flow		197.552	218.476	171.520	147.208	120.711	110.762	96.449	104.055	75.953	67.947	
Samlet NV af equity cash flows		1.310.634										
NV terminalværdi		2.749.344										4.318.931
Værdi af egenkapitalen		4.059.979										

Bilag 23 – Beregninger Nordjyske Bank uden besparelser på 50 mio.

(Beløb i t.kr.) / %	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Budgetteret vækst	-4%	-2%	0%	2%	2%	4%	4%	6%	6%	6%
Bankudlån	10.347.310	10.140.364	10.140.364	10.343.171	10.550.035	10.972.036	11.410.917	12.095.572	12.821.307	13.590.585
Budgetteret vækst	3%	2%	0%	0%	1%	1%	2%	2%	3%	3%
Bankindlån	14.922.677	15.221.131	15.221.131	15.221.131	15.373.342	15.527.075	15.837.617	16.154.369	16.639.000	17.138.170

(Beløb i t.kr.) / %	2014	2013
Renteindtægter	681.504	730.298
Bankudlån	10.778.448	11.066.438
Renteindtægter i %	6,32%	6,60%
Renteudgifter	94.948	119.428
Bankindlån	14.488.036	14.378.270
Renteudgifter i %	0,66%	0,83%
Estimeret rentemarginal	5,66%	5,77%

(Beløb i t.kr.) / %	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Renteindtægter i % af udlån	5,8%	6,1%	6,5%	7,0%	7,5%	7,5%	8,0%	8,0%	8,5%	8,5%
Renteindtægter	600.144	618.562	659.124	724.022	791.253	822.903	912.873	967.646	1.089.811	1.155.200
Renteudgifter i % af indlån	0,5%	0,8%	1,5%	2,1%	2,8%	3,0%	3,6%	3,8%	4,7%	5,0%
Renteudgifter	74.613	121.769	228.317	319.644	430.454	465.812	570.154	613.866	782.033	856.909
Rentemarginal	5,3%	5,3%	5,0%	4,9%	4,7%	4,5%	4,4%	4,2%	3,8%	3,5%

(Beløb i t.kr.) / %	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Budgetteret vækst	4%	2%	0%	2%	2%	3%	3%	4%	4%	4%
Gebyrer og provisionsindtægter	352.824	359.881	359.881	367.078	374.420	383.780	395.294	411.105	427.550	444.652
Afgivne gebyrer og provisionsudgifter	22.260	22.705	22.705	23.159	23.623	24.213	24.940	25.937	26.975	28.054

(Beløb i t.kr.) / %	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Budgetteret vækst	-2%	-1%	0%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%
Udgifter til personale og administration	504.632	499.586	499.586	504.582	509.628	519.820	530.217	540.821	551.637	562.670

(Beløb i t.kr.)	2014	2013	2012	2011	2010
Nedskrivninger på udlån mv.	164.139	188.933	218.893	179.086	185.267

(Beløb i t.kr.) / %	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Nedskrivningsprocent	1,2%	1,1%	1,0%	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%
Udlån	10.347.310	10.140.364	10.140.364	10.343.171	10.550.035	10.972.036	11.410.917	12.095.572	12.821.307	13.590.585
Nedskrivninger	124.168	111.544	101.404	103.432	94.950	98.748	102.698	96.765	102.570	108.725

%	2014	2013	2012	2011
Aktuel skatteprocent	24,5%	25,0%	25,0%	25,0%
Effektiv skatteprocent	20,4%	25,7%	27,2%	28,7%
Gennemsnit i perioden	25,5%			

(Beløb i t.kr.)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Renteindtægter	600.144	618.562	659.124	724.022	791.253	822.903	912.873	967.646	1.089.811	1.155.200
Renteudgifter	74.613	121.769	228.317	319.644	430.454	465.812	570.154	613.866	782.033	856.909
Netto renteindtægter	525.531	496.793	430.807	404.378	360.799	357.090	342.719	353.780	307.778	298.291
Udbytte af aktier m.v.	15.500	15.500	15.500	15.500	15.500	15.500	15.500	15.500	15.500	15.500
Gebyrer og provisionsindtægter	352.824	359.881	359.881	367.078	374.420	383.780	395.294	411.105	427.550	444.652
Afgivne gebyrer og provisionsudgifter	22.260	22.705	22.705	23.159	23.623	24.213	24.940	25.937	26.975	28.054
Netto rente- og gebyrindtægter	871.595	849.468	783.482	763.797	727.096	732.158	728.573	754.448	723.853	730.389
Kursreguleringer	45.000	45.000	45.000	45.000	45.000	45.000	45.000	45.000	45.000	45.000
Andre driftsindtægter	8.500	8.500	8.500	8.500	8.500	8.500	8.500	8.500	8.500	8.500
Udgifter til personale og administration	504.632	499.586	499.586	504.582	509.628	519.820	530.217	540.821	551.637	562.670
Andre driftsudgifter	29.000	29.000	29.000	29.000	29.000	29.000	29.000	29.000	29.000	29.000
Nedskrivninger på udlån	124.168	111.544	101.404	103.432	94.950	98.748	102.698	96.765	102.570	108.725
Resultat før skat	245.168	262.838	206.992	180.283	147.018	138.089	120.158	141.362	94.145	83.494
Skat (23,5)	57.615	61.767	48.643	42.367	34.549	32.451	28.237	33.220	22.124	19.621
Årets resultat	187.554	201.071	158.349	137.917	112.469	105.638	91.921	108.142	72.021	63.873

(Beløb i t.kr.)	T2025
Renteindtægter	1.178.304
Renteudgifter	874.047
Netto renteindtægter	304.257
Udbytte af aktier m.v.	15.500
Gebyrer og provisionsindtægter	453.545
Afgivne gebyrer og provisionsudgifter	28.615
Netto rente- og gebyrindtægter	744.687
Kursreguleringer	45.000
Andre driftsindtægter	8.500
Udgifter til personale og administration	573.924
Andre driftsudgifter	29.000
Nedskrivninger på udlån	104.500
Resultat før skat	90.763
Skat (23,5)	21.329
Årets resultat	69.434

(Beløb i t.kr.) / %	2014	2013	2012	2011
Risikovægtede aktiver	13.426.338	13.459.026	13.657.481	13.685.938
Udlånsbestand	10.778.448	11.066.438	10.825.767	11.493.619
Risikovægtede poster i % af udlån	125%	122%	126%	119%

(Beløb i t.kr.) / %	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	T2015
Budgettering af risikovægtede poster											
Bankudlån	10.347.310	10.140.364	10.140.364	10.343.171	10.550.035	10.972.036	11.410.917	12.095.572	12.821.307	13.590.585	13.862.397
Risikovægtede poster i % af udlån	123%	123%	123%	123%	123%	123%	123%	123%	123%	123%	123%
Risikovægtede aktiver	12.727.191	12.472.648	12.472.648	12.722.101	12.976.543	13.495.604	14.035.428	14.877.554	15.770.207	16.716.420	17.050.748
Budgettering af solvensgrad og basiskapital											
Budgetteret solvensgrad	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%
Budgetteret basiskapital nødvendig	1.883.624	1.845.952	1.845.952	1.882.871	1.920.528	1.997.349	2.077.243	2.201.878	2.333.991	2.474.030	2.523.511
Budgettering af ændringer i basiskapitalen											
Budgetteret basiskapital nødvendig	1.883.624	1.845.952	1.845.952	1.882.871	1.920.528	1.997.349	2.077.243	2.201.878	2.333.991	2.474.030	2.523.511
Overført kapitalgrundlag primo	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.656.565
Årets resultat	187.554	201.071	158.349	137.917	112.469	105.638	91.921	108.142	72.021	63.873	69.434
Maksimal mulig dividendeudbetaling	187.554	201.071	158.349	137.917	112.469	105.638	91.921	108.142	72.021	63.873	69.434
Overført kapitalgrundlag ultimo	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.656.565	2.523.511

Værdiansættelse af Nordjyske Banks egenkapital efter opkøb uden besparelser

Alle tal i t.kr.	År	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Terminalår
Forrentningskrav terminal %	2,62											
Diskonteringsrente %	4,62	0,96	0,91	0,87	0,83	0,80	0,76	0,73	0,70	0,67	0,64	
Equity cash flow		187.554	201.071	158.349	137.917	112.469	105.638	91.921	108.142	77.021	63.873	69.434
NV årlig equity cash flow		179.272	183.705	138.284	115.122	89.734	80.562	67.006	75.349	51.295	40.660	
Samlet NV af equity cash flows		1.020.989										
NV terminalværdi		1.687.034										2.650.153
Værdi af egenkapitalen		2.708.023										

Bilag 24

2014													
jan	feb	mar	apr	maj	jun	jul	aug	sep	okt	nov	dec		Gennemsnit
1,71	1,63	1,62	1,57	1,39	1,29	1,2	0,91	0,92	0,83	0,64	0,56		1,189167
2013													
jan	feb	mar	apr	maj	jun	jul	aug	sep	okt	nov	dec		
1,77	1,58	1,48	1,32	1,56	1,86	1,82	2,05	1,95	1,75	1,74	1,99		1,739167
2012													
jan	feb	mar	apr	maj	jun	jul	aug	sep	okt	nov	dec		
1,75	1,78	1,82	1,63	1,08	1,46	1,09	1,11	1,23	1,23	1,05	1,03		1,355
2011													
jan	feb	mar	apr	maj	jun	jul	aug	sep	okt	nov	dec		
3,17	3,21	3,39	3,27	3,03	3	2,8	2,35	2,06	2,33	2,04	1,58		2,685833
2010													
jan	feb	mar	apr	maj	jun	jul	aug	sep	okt	nov	dec		
3,54	3,42	3,37	3,21	2,69	2,68	2,76	2,17	2,37	2,63	2,85	3,02		2,8925
http://statistikbanken.dk/statbank5a/SelectVarVal/Define.asp?Maintable=MPK3&PLanguage=0													