

Fusioner fra et retrospektivt synspunkt



Vejleder: **Jesper Raalskov**

Specialeafhandling april 2016

Aalborg Universitet, hold nr.: **HDFR-14 Aarhus**

Stine Bang Skovgaard: 20147274

Frederikke Bolding Aen: 20147275

Abstract

In an environment where banks are facing regulatory demands, and some have struggled with high losses and low solvency after the financial crises, many Danish banks have merged in the period between 2008 and now.

This paper attempts to assess which of two mergers have created the highest value for the shareholders of the purchasing bank.

Merger one is between Salling Bank and Vinderup Bank, with Salling Bank as the continuing bank. Merger two is between Spar Nord Bank and Sparbank, with Spar Nord Bank as the continuing bank.

The assessment is made using:

- 1) An analysis of key figures from the annual reports before and after the merger
- 2) A valuation of both the banks purchased, using the cash flow to equity model
- 3) An analysis of the mergers effect on the culture and organization

The key figure analysis shows, that both mergers exhibits similar development in profitability and return on equity, but with different magnitudes. Based on the development in key figures, merger two appears to have created the most value to shareholders. However, it is difficult to assess how much of the positive development is caused by the mergers, and what is caused by other factors affecting the profitability of the banks.

The valuations arrive at the opposite conclusion. Merger one appears to have created the most value, as Salling Bank has purchased Vinderup Bank below the valuation, while Spar Nord Bank has paid a premium for Sparbank. The sensitivity analysis does however show, that these conclusions are very sensitive even small changes to assumptions, such as lending growth, shareholders requirement of return on equity and so forth.

The analysis of culture and organization shows, that none of the mergers were effected significantly by changes to culture. However in merger two, Spar Nord was somewhat negatively affected by hiring the old CEO of Sparbank as an executive in Spar Nord, as they fired him after three years due to lack of ability to cooperate with the rest of Spar Nord's executive management.

Based on the total analysis, giving most weight to the key figure analysis and share price development, it is concluded, that merger two has created the most value for the shareholders of the continuing bank, Spar Nord Bank.

Indholdsfortegnelse

Abstract	1
Indholdsfortegnelse	2
1. Indledning.....	3
1.1. Problemformulering	5
1.2. Afgrænsning	5
1.3. Metode.....	6
2. Præsentation	10
2.1. Præsentation af Vinderup Bank, Salling Bank, Sparbank og Spar Nord	10
2.2. Baggrunden for fusion 1	11
2.3. Baggrunden for fusion 2.....	13
2.4. Aktionærsammensætning i de opkøbende pengeinstitutter.....	14
3. Nøgletalsanalyse.....	15
3.1. ROE.....	15
3.2. ROA	23
3.3. ICGR	37
3.4. WACC.....	41
3.5. Delkonklusion på nøgletalsanalysen	45
4. Værdiansættelse	46
4.1. Budgettering	48
4.2. Værdiansættelse af Vinderup Bank.....	48
4.3. Værdiansættelse af Sparbank	65
4.4. Delkonklusion på værdiansættelserne	68
5. Kulturanalyse	69
5.1. Præsentation af de anvendte teorier	70
5.2. Kultur - fusion 1	71
5.3. Kultur - fusion 2	73
5.4. Delkonklusion kulturanalyse.....	75
6. Organisationsanalyse.....	76
6.1. Organisation - fusion 1	76
6.2. Organisation - fusion 2.....	78
7. Vurdering	80
8. Konklusion	82
9. Perspektivering.....	84
10. Litteraturliste	85

1. Indledning

Siden finanskrisen i 2008 har banker og sparekasser været presset hårdt, hvilket bl.a. skyldes en voksende økonomisk usikkerhed, et generelt faldende renteniveau samt et voksende pres fra Finanstilsynet.

Finanstilsynet presser hårdt på for, at bankerne og sparekasserne selv løser sektorens voksende problemer uden at involvere det statslige skraldespandsselskab, Finansiell Stabilitet¹. Det er intentionen, at pengeinstitutterne selv skal kunne håndtere deres egne problemer, uden at samfundet skal blande sig.

2011 og 2012 var årene, hvor der skete flest bankfusioner i Danmark. I 2011 var der 14 fusioner² og i 2012 var der hele 19 fusioner³. Nogle af disse fusioner kunne betegnes som frivillige, mens andre fusioner var mere eller mindre tvunget ægteskab for at sikre den fortsatte finansielle drift i de nødlidende pengeinstitutter og sparekasser.

I dag er antallet af fusioner mindre, bl.a. som følge af, at antallet af nødlidende pengeinstitutter er skrumpet, men det samme gør listen med de pengeinstitutter, som kunne være potentielle købere. Dette skyldes bl.a., at antallet af danske pengeinstitutter har været markant faldende siden finanskrisens indtog tilbage i 2008. Ved udgangen af 2008 var der i alt 138 banker og sparekasser⁴, hvor de seneste tal fra 2015, der dækker over pengeinstitutter i gruppe 1-4 inklusiv andelskasser, er på 76⁵. Dette betydelige fald skyldes konkurser efter finanskrisen, de voksende krav til pengeinstitutternes kapital samt de mange fusioner og opkøb.

En fusion mellem et stort og et lille pengeinstitut er som regel ikke ligeværdig, da det store pengeinstitut hurtigt vil sætte sig på det lille pengeinstitut og derefter trumfe sin kultur og strategi igennem.

Et eksempel på en fusion mellem et stort og et lille pengeinstitut kunne være fusionen mellem Sparbank og Spar Nord, eller mellem Vinderup Bank og Salling Bank. Disse to fusioner skete begge i 2012, hvor både Sparbank og Vinderup Bank forinden havde offentliggjort en årsrapport med store udfordringer. De to fusioner er interessante at analysere nærmere på, da de har samme størrelsesforhold, begge fortsættende pengeinstitutter har hovedsæde i samme landsdel og ligeledes er alle 4 aktører banker og ikke sparekasser.

¹ www.borsen.dk

² www.finansraadet.dk (1)

³ www.finansraadet.dk (2)

⁴ www.finansraadet.dk (3)

⁵ www.finansraadet.dk (4)

Har Spar Nord og Salling banks aktionærer gjort et godt køb? Gemmer der sig nogle lig i lasten, som vil fremgå af efterfølgende årsrapporter? Og er det kun for aktionærerne, at det har været en fordel?

Det kan også være, at fusioner medfører udfordringer eller store ændringer for det opkøbte pengeinstitut. Bl.a. kan det konstateres, at den tidligere adm. direktør i Sparbank, Bent Jensen, fratrådte sin stilling d. 20. maj 2015 som bankdirektør i Spar Nord⁶. Denne fratrædelse kan indikere, at der har været uenigheder om den fremtidige strategi eller lignende efter fusionen. Ovenstående problem kan være en af de negative konsekvenser ved en fusion, da man aldrig på forhånd kan vide, hvordan samarbejdet efterfølgende vil være.

Med baggrund i ovenstående, er det relevant at undersøge, hvorvidt det reelt har været en fordel for aktionærerne med fusionen mellem Vinderup Bank og Salling Bank, samt mellem Sparbank og Spar Nord.

⁶ www.finans.borsen.dk

1.1. Problemformulering

I hvilken grad har fusionen mellem Vinderup Bank og Salling Bank samt fusionen mellem Sparbank og Spar Nord skabt værdi for aktionærerne i de opkøbende pengeinstitutter?

Underpunkter til problemstillingen vil være:

1. Økonomisk analyse af fusionen mellem Vinderup Bank og Salling Bank.
2. Økonomisk analyse af fusionen mellem Sparbank og Spar Nord.
3. I hvilket omfang har fusionerne haft indflydelse på de opkøbende pengeinstitutters kultur og organisation.
4. Hvilken af de 2 fusioner har skabt mest værdi for aktionærerne i de opkøbende pengeinstitutter.

1.2. Afgrænsning

For at få det bedste indblik i alle aspekter ved fusionerne, vil ovenstående problemstilling blive løst optimalt ved udarbejdelse af due diligencerapporter. Praktisk er dette ikke en mulighed, da det vil kræve indgående kendskab til pengeinstitutternes interne regnskaber og budgetter. Specialet vil derfor udelukkende gøre brug af offentligt tilgængelige informationer i form af eksempelvis fagbøger, artikler, årsrapporter og pengeinstitutternes hjemmesider. Det vurderes realistisk, at problemstillingen kan løses ved hjælp af disse midler, hvorfor de omtalte pengeinstitutter ikke vil blive kontaktet, ligesom undersøgelser i form af spørgeskemaer og interviews ikke vil blive benyttet.

I løsningen af problemstillingen, vil de enkelte faser i forbindelse med en fusion ikke blive gennemgået, hvorfor der afgrænses fra at analysere den praktiske gennemførelse af fusionerne. Ligeledes vil de risici, der har været forbundet med implementeringen af fusionerne ikke blive analyseret. Denne afgrænsning foretages, da overvejelserne antages allerede at have foregået og vurderes derfor ikke relevante for denne analyse.

Problemformuleringen lægger op til en dybdegående nøgletalsanalyse af de 4 pengeinstitutter både før og efter fusionerne. Nøgletalsanalysen vil blive foretaget ud fra årsrapporterne 2007-2015. Denne analyseperiode er valgt for at få et godt billede af pengeinstitutternes udvikling og udgangspunkt før og efter fusionerne. Der er endvidere tre hele regnskabsår efter fusionerne i 2012 til at analysere resultaterne.

Nøgletallet RAROC inddrages ikke i analysen med baggrund i, at udregningen af RAROC ud fra kildematerialet vil bygge på mange estimeringer, og at resultatet ikke vurderes at give værdi for problemstillingen.

Til vurdering af bytteforholdet og værdiansættelsen af pengeinstitutterne findes der flere forskellige brugbare modeller. I denne opgave vil det alene være en modificeret DCF-model der vil blive benyttet, idet denne model netop tager højde for de særlige parametre, der gør sig gældende for pengeinstitutter. Der afgrænses til, at værdiansættelsen laves på Vinderup Bank og Sparbank, da det er disse pengeinstitutter der bliver opkøbt, hvorfor det er relevant at se på, om aktionærerne har accepteret den rette pris. Fokus i værdiansættelsen vil være på anvendelsen af modellen, og der vil ikke blive lavet en dybdegående analyse af udviklingen på eksempelvis renten.

Basel III reglerne vil alene kort blive inddraget i forbindelse med udregningen af solvenskravet i værdiansættelsen.

Analysen af kultur- og organisationsændringer i forbindelse med fusionerne vil blive foretaget ud fra oplysninger fra årsrapporter særligt fra 2011, 2012 og 2015, og med udgangspunkt i, at årsrapporternes udtryk er det grundlæggende for kulturen i det involverede pengeinstitutter. Med baggrund i problemstillingens retrospektiv og kildematerialet, vil de grundlæggende antagelser⁷ blive inddraget.

I analysen vil der ikke blive taget stilling til, hvorvidt pengeinstitutterne efter fusionerne har forbedret deres opfyldelse af krav til solvens og tilsynsdiamanten. Dette er valgt med baggrund i, at de forsættende pengeinstitutter ved et hurtigt øjekast ikke vurderes at have, eller havde haft udfordringer på disse områder. Desuden er opfyldelsen af disse krav i første omgang ikke et ønske fra aktionærerne, men derimod offentlige reguleringer.

I forhold til at se på aktionærernes værdi af fusionerne, vil nuværende strategi og fremtidige mål ikke blive inddraget. Dette betyder, at der ikke vil blive set på eksempelvis pengeinstitutternes digitale budgetter eller deres potentiale for fremtidige opkøb og fusioner.

1.3. Metode

Følgende er valgt for at gøre opgaven mere overskuelig og letlæselig. Fusionen mellem Vinderup Bank og Salling Bank vil blive benævnt som "fusion 1" ligesom fusionen mellem Sparbank og Spar Nord vil blive benævnt som "fusion 2".

⁷ Note: Grundlæggende antagelser dækker over usynlige kulturelementer, der tages for givet og indgår i ubevidstheden, og som er meget svære at påvirke. - Kjær H., Skriver H.J. & Staunstrup E. (2010) s. 296

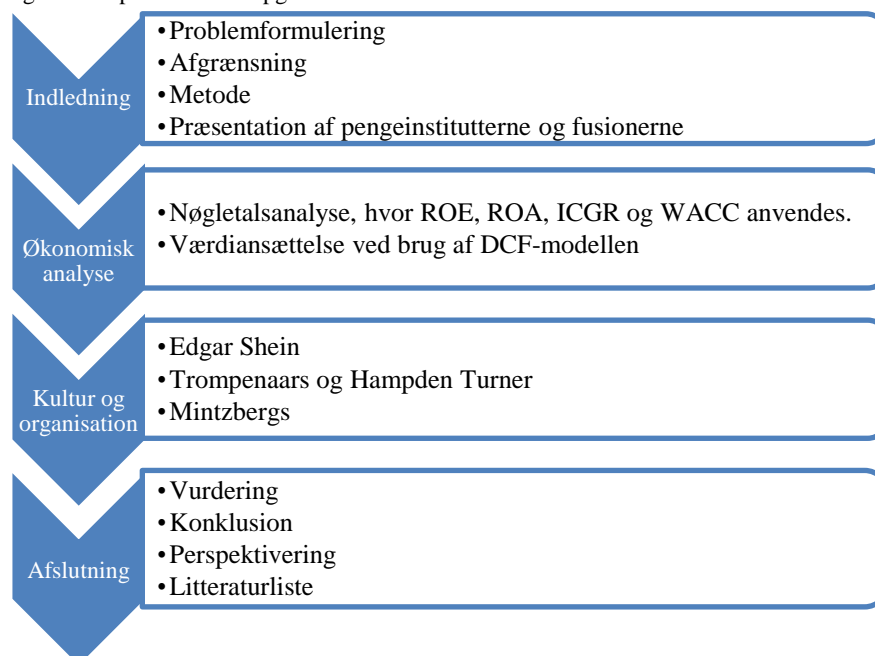
Alle beløb vil være i danske kroner, og idet der ikke inddrages andre valutaer, vil betegnelsen DKK undlades.

Til løsning af problemformuleringen vil primært teorier og modeller fra fagene: Styring af finansielle virksomheder samt ledelses- og organisationsudvikling blive benyttet. For at drage en konklusion på problemstillingen, tages der udgangspunkt i såvel primære som sekundære kilder. Primære data vil blive udarbejdet i form af dataundersøgelser af pengeinstitutternes årsrapporter. De sekundære kilder vil være eksterne og vil bl.a. bestå af pengeinstitutternes hjemmesider, www.finansraadet.dk og www.finans.boersen.dk. Specialet gør brug af forskellige modeller og teorier, som hentes fra diverse lærebøger, artikler samt undervisning i de 2 kernefag.

1.3.1 Disponering af opgaven

Figuren nedenfor viser en grafisk oversigt over opgavens struktur. I øverste kasse får læseren appetitten og baggrunden for indholdet af opgaven. Den næste kasser viser, hvordan den økonomiske analyse af de to fusioner foretages. I kasse tre kommer analysen af, hvorledes kulturen og organisationerne er blevet påvirket af fusionerne. Nederste kasse viser, hvordan opgaven afsluttes med en vurdering, konklusion på problemformuleringen, perspektivering samt en litteraturliste med de anvendte kilder.

Figur 1: Disposition over opgaven



Kilde: Figuren er udarbejdet efter egen tilvirkning på baggrund af metodeafsnittet.

1.3.2. Økonomisk analyse af fusion 1 og 2

For at give læseren mulighed for at danne sig et indblik i, hvilke forudsætninger og rammer der har været i forbindelse med fusionerne, vil dette kapitel blive indledt med en kort præsentation af de fire involverede pengeinstitutter og baggrunden for fusionen vil blive kortlagt. Beskrivelsen vil give læseren kendskab til, hvilke rammer pengeinstitutterne arbejdede efter, og hvad der har været baggrunden for fusionerne. Redegørelsens hensigt er at give læseren en basisviden omkring pengeinstitutterne og fusionerne, læseren sættes dermed i en position, hvor analysedelen nemmere kan læses.

Kapitlet vil herefter indeholde en økonomisk analyse af de fire pengeinstitutters performance på følgende nøgletal: ROE, ROA, ICGR og WACC. Disse nøgletal er udvalgt, da de alle er forholdstal, som giver mulighed for sammenligning uanset størrelsesforholdet mellem de to fusioner. Inddragelsen af de 4 nøgletal sørger for, at analysen kommer godt rundt om de vigtigste dele i årsrapporterne.

Forinden analysen af de enkelte nøgletal vil nøgletallets betydning først blive forklaret. På den måde sikres det, at læseren har en god baggrund for at få et godt udbytte af nøgletalsanalysen. Efter beskrivelsen af hver nøgletal laves der først en analyse af pengeinstitutterne i den ene fusion før og efter fusionen og herefter på den anden fusion, på den måde færdigbehandles hvert nøgletal før det næste inddrages. Til at danne et klart billede af fusionens påvirkning på nøgletallene, udarbejdes én samlet figur, der viser udviklingen før og efter fusionen ved hvert nøgletal.

Dernæst vil kapitlet indeholde en værdiansættelse af Vinderup Bank og Sparbank med udgangspunkt i DCF-modellen som værdiansættelsesmetode. I værdiansættelsen er det relevant at tage højde for de specielle forhold, som gør sig gældende for netop pengeinstitutter, hvorfor der i afsnit 4 vil blive foretaget en række justeringer i forhold til den klassiske DCF-model.

Forinden selve værdiansættelsen vil modellen blive beskrevet, således at læseren er i stand til at forstå den videre analyse. For at værdiansættelsen fremstår velbegrunderet og detaljeret, vil der følge udførlige og velbegrunderede valg og estimerede værdier. Værdiansættelsen af Vinderup Bank vil automatisk blive mest omfattende, idet den naturligt vil indeholde baggrunden for budgetteringen.

For at opsummere på problemstillingens første underpunkt vil kapitlet indeholde to delkonklusioner, én med de vigtigste resultater af nøgletalsanalyserne før og efter fusionen samt én med resultatet af værdiansættelsen.

1.3.3. Fusionernes indflydelse på de opkøbte pengeinstitutters kultur og organisation

Kultur- og organisationsanalysen vil ligesom den økonomiske analyse blive delt op, således at man kan adskille de 2 fusioner.

Kulturen i pengeinstitutterne før kontra efter fusionen vil blive analyseret først med udgangspunkt i Edgar Scheins kulturmodel⁸ for at finde frem til organisationernes forskellige kulturniveauer og eventuelle forandringer i disse. Dernæst vil Trompenaars og Hampden Turners typologi med fire forskellige organisationskulturtyper⁹ blive benyttet for at få et indblik i eventuelle forandringer i medarbejdernes forhold til ledelsen, og hvorvidt lederens orientering primært er rettet mod opgaven eller medarbejderne.

Kulturanalysen vil blive afsluttet med en kort delkonklusion, hvor de vigtigste konstateringer samles op.

Organisationsanalysen af de involverede pengeinstitutter før og efter fusionerne vil blive lavet ud fra Mintzbergs teori om idealtyper for opbygningen af organisationer med særligt fokus på forandringer i ledelses- og bestyrelsessammensætningen.

1.3.4. Vurdering af, hvilken fusion der har skabt mest værdi for aktionærene i de opkøbende pengeinstitutter

Det fjerde og sidste af problemstillingens underpunkter vil blive løst ved at lave en opsummerende og velbegrunnet vurdering af de foregående analyser af nøgletallene, værdiansættelserne, kulturene og organisationerne.

⁸ Kjær H., Skrivers H.J. & Staunstrup E. (2010) s. 296

⁹ Kjær H., Skrivers H.J. & Staunstrup E. (2010) s. 301

2. Præsentation

Dette afsnit indeholder indledningsvis en kort præsentation af de 4 involverede pengeinstitutter. Dernæst en baggrund for de 2 fusioner og sluttelig en beskrivelse af aktionærsammensætning i de opkøbende pengeinstitutter, Salling Bank og Spar Nord, forinden fusionerne.

2.1. Præsentation af Vinderup Bank, Salling Bank, Sparbank og Spar Nord

I det følgende vil de 4 involverede pengeinstitutter blive beskrevet med udgangspunkt i data fra pengeinstitutternes seneste årsrapporter forinden de to individuelle fusioner i 2012.

Til at skabe et overblik over de 4 pengeinstitutter, ses nedenfor en tabel indeholdende baggrundsinformation om pengeinstitutterne. Nedenfor tabellen vil ligheder samt forskelle mellem pengeinstitutterne blive beskrevet.

Figur 2: Præsentation af pengeinstitutterne

	Fusion 1		Fusion 2	
	Vinderup Bank	Salling Bank	Sparbank	Spar Nord
Grundlagt	1905	1876	1857	1824
Antal ansatte	14	100	350	1.099
Antal filialer	1	4	31	90
Udlånsandel privat i %	51	45	44	32
Udlånsandel erhverv i %	49	55	56	68
Balancesum i mio.DKK	502	2.436	13.600	70.000
Aktiekapital i mio.DKK	10,8	52,4	120,5	1.255
Stemmer pr. aktionær	1	1	Ubegrænset	Ubegrænset
Primære markedsområde	Vinderup og Holstebro	Skive kommune	Midt- og Vestjylland	Nordjylland
Kerneverdier	Ordentlighed, engagement, tilgængelighed, kompetence og værdiskabelse	Nærværende, handlekraftig og værdiskabende	Kompetent, troværdighed, engageret, lokal kendskab og fleksibel.	Nærværende, ambitiøs og uhøjtidelig

Kilde: Egen tilvirkning ud fra pengeinstitutternes årsrapporter fra 2011

Tabellen angiver forskelle såvel som ligheder mellem de 4 involverede pengeinstitutter. Af tabellen ovenfor fremgår størrelsesforskel på 1:5 på de fusionerede pengeinstitutter målt på balancen. Historien hos pengeinstitutterne rækker mellem 110 og 192 år tilbage. Det fremgår også, at pengeinstitutterne i fusion 2 begge er ældre end pengeinstitutterne i fusion 1. Pengeinstitutterne i fusion 1 har gennemsnitlig flere ansatte pr. afdeling end pengeinstitutterne i fusion 2.

De 2 opkøbende pengeinstitutter, Salling Bank og Spar Nord, har begge større udlån til erhverv kontra de opkøbte pengeinstitutter. Aktionærerne i Vinderup Bank og Salling Bank har både før og efter fusionen én stemme uanset antallet af aktier, hvor de hos Sparbank og Spar Nord har én stemme pr. aktie. Sparbank havde indtil 2011 stemmeretsbegrænsning, men valgte at afskaffe dette på en ekstraordinær generalforsamling i 2011¹⁰. Dette tiltag var et forsøg på at gøre Sparbank aktien mere interessant, og ligeledes øge mulighederne for at tiltrække kapital og investorer¹¹.

De fusionerede pengeinstitutters primære markedsområde er ikke identiske, men er geografisk tæt på hinanden.

Alle 4 pengeinstitutter har forskellige kerneværdier på nær de opkøbende pengeinstitutter, som begge har nærværende i deres værdisæt. De opkøbte pengeinstitutter har 5 kerneværdier imens de opkøbende pengeinstitutter har udvalgt 3.

På mange parameter minder de fusionerede pengeinstitutter altså individuelt om hinanden 2 og 2, hvilket kan være et godt udgangspunkt for fusionerne. Disse parametre vil blive diskuteret yderligere under analysen af kulturforandringer i afsnit 5.

2.2. Baggrunden for fusion 1

Efter ekstraordinære generalforsamlinger i de to involverede pengeinstitutter godkendte Finansstilsynet d. 23. november 2012 fusionen mellem Vinderup Bank og Salling Bank¹². Fusionsplanerne blev offentliggjort d. 12. september samme år under stor opmærksomhed fra både investorer, kunder og pressen.

Af fondsbørsmeddelelsen¹³ fra offentliggørelsen fremgår det, at fusionen skete på eget initiativ på baggrund af sund fornuft og indlysende synergier. Synergierne ville finde sted ved en endnu stærkere position som lokal aktør, forbedret rentabilitet og et styrket kapitalgrundlag. Fusionen ville ikke give besparelser i form af personalereduktion.

Fusionsovervejelserne faldt de to pengeinstitutter naturligt, da de havde gensidig interesse for hinandens værdier, ens politikker på væsentlige punkter og et godt samarbejde i brancheorganisationer og fælles driftsselskaber.

¹⁰ Sparbanks årsrapport 2011 s. 2

¹¹ Sparbanks årsrapport 2011 s. 2

¹² www.sallingbank.dk (1)

¹³ www.sallingbank.dk (2)

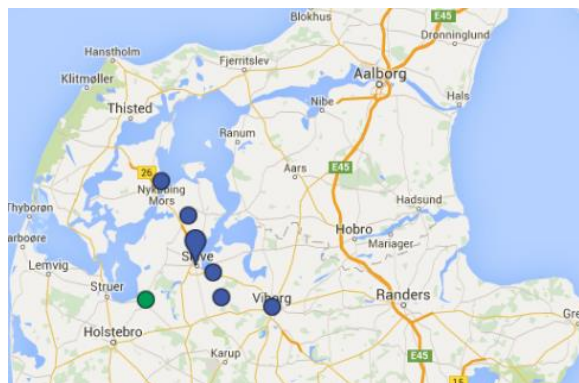
Forinden fusionen havde aktionær Ole Ø. Lauritsen på den ordinære generalforsamling¹⁴ marts 2012 i Vinderup Bank foreslået bestyrelsen at planlægge en undersøgelse af alternativer for pengeinstituttets fremtid herunder eksempelvis en fusion¹⁵.

Ligesom i dag var en del af Salling Banks vision at være et førende lokal pengeinstitut i lokalområdet¹⁶, hvilket i 2011 blev styrket ved åbning af en afdeling i Nykøbing Mors, og i 2012 med fusionen med Vinderup bank.

Fusionen mellem de to pengeinstitutter har været medvirkende til, at Salling Banks placering på listen over Danmarks pengeinstitutter målt på arbejdende kapital, er steget fra en placering som nr. 53 i 2011 til nr. 35 i 2015¹⁷.

Billedet til højre viser den geografiske placering af Vinderup Banks og Salling Banks filialer inden fusionen. Vinderup Bank er markeret med en grøn cirkel, mens Salling Bank er markeret med blå cirkler og en blå dråbeform ved hovedkontoret i Skive. Placeringen af afdelingerne harmoner meget godt med ønsket om at være en stærk lokal aktør, samtidig med, at fusionen med Vinderup Bank spredte Salling Banks markedsområde mod sydvest.

Figur 3: Placering af Vinderup Banks og Salling Banks filialer



Kilde: Egen tilvirkning ud fra årsrapporter via Google Maps

Salling Banks ledelse udtaler i årsrapporten fra 2012 og 2013, at fusionen med Vinderup Bank har været medvirkende til, at årets resultat før skat er steget. I 2012 steg årets resultat til plus mio. kr. 8,1 fra minus mio. kr. 6,8 i 2011¹⁸, og igen i 2013 til mio. kr. 13,1, som var det højeste siden 2007. Fusionen har medvirket til resultatstigningen bl.a. ved at påvirke rente- og gebyrindtægter positivt, samt indtægtsført badwill fratrukket fusionsomkostninger på mio. kr. 12 i 2012¹⁹.

Siden offentliggørelsen af fusionsplanerne er Salling Bank aktien steget med 5,4% fra kr. 230 d. 11. september 2012 til kr. 242,5 d. 23. marts 2016²⁰.

¹⁴ Vinderup Banks årsrapport 2011 s. 5

¹⁵ Vinderup Banks årsrapport 2011 s. 5

¹⁶ Salling Banks årsrapport 2011 s. 5

¹⁷ www.finanstilsynet.dk (1)

¹⁸ Salling Banks årsrapport 2012 s. 9

¹⁹ Salling Banks årsrapport 2013 s. 11

²⁰ www.euroinvestor.dk (1)

2.3. Baggrunden for fusion 2

Fusionen blev offentliggjort d.18. september, hvor både investorer, analytikere, kunder og presse fulgte med under stor bevågenhed. Spar Nords topchef, Lasse Nyby, ”strålede som en sol” under offentliggørelsen²¹, og ønskede ligeledes at gøre fusionen så ligeværdig så muligt. Finanstilsynet godkendte derefter fusionen mellem Sparbank og Spar Nord på to ekstraordinære generalforsamlinger d.12. og 13. november 2012²².

Det var dog ikke helt den samme følelse Sparbank havde, hvilket fremgik dagen efter offentliggørelsen, da Jyllands Posten bragte en artikel, hvor Bent Sørensen, medlem af Sparbanks bestyrelse, udtalte at ”det gør mig ondt”²³.

Bent Sørensen udtalte, at det var Finanstilsynet, der bar hovedansvaret for, at Sparbank skulle opluges af Spar Nord, da Finanstilsynet 3 uger inden offentliggørelsen meddelte, at Sparbank alene i årets første seks måneder fik øget deres nedskrivninger med mio. kr. 191. Baggrunden for fusionen kom derfor fra Sparbank, da pengeinstituttet hellere ville fusionere med Spar Nord end at blive overtaget af Finansiell Stabilitet i København.

Spar Nord havde forinden fusionen ved flere lejligheder undersøgt mulighederne for enten at opkøbe eller fusionere med mindre pengeinstitutter for at øge deres markedsandele samt tilføje mere volume til deres lokale filialer²⁴. Fusionen mellem pengeinstitutterne har gjort, at Spar Nord i dag er Danmarks sjette største pengeinstitut²⁵ med en arbejdende kapital på mio. kr. 63.013, indlån på i alt mio. kr. 54.249, samt en balance på mio. kr. 79.691²⁶.

Billedet til højre viser, hvor Sparbank og Spar Nord havde deres filialer inden fusionen. De sorte prikker angiver Sparbanks filialer mens de røde angiver Spar Nords filialer. Det fremgår, at Spar Nord får væsentlig flere filialer i Midt- og Vestjylland, samt enkelte filialer i Århus og København. Denne spredning af filialer hænger meget godt sammen med én af Spar Nords hensigter med fusionen, som var at skabe en ”ny” landsdækkende bank med en stærk markedsposition.

Figur 4: Placering af Sparbank og Spar Nords filialer



Kilde: Årsrapport fra Spar Nord 2012, side 11

²¹ www.borsen.dk

²² www.sparnord.dk (1)

²³ www.infomedia.dk (1)

²⁴ Spar Nords årsrapport 2012 s. 6

²⁵ www.finansraadet.dk (4)

²⁶ www.finansraadet.dk (4)

Spar Nord udtaler i deres årsrapport for 2012, at de forventer, at der kommer større potentiale for, at pengeinstituttet kan øge deres indtjeningskraft samt en forbedret effektivitet.

Forventninger til fusionen var, at den tilførte forretning plus synergieeffekt ville fortsætte i 2013 og fremover bidrage positivt til deres basisindtjening. Ligeledes forventes der synergier i forbindelse med filialsammenlægninger og besparelser på kapitalsiden.

21 af Sparbanks filialer blev integreret i Spar Nord's eksisterende forretningsområde, som fremgår af ovenstående billede. Spar Nord får dog ligeledes nogle nye bankområder idet Sparbank havde filialer i Viborg og Holstebro.

Siden offentliggørelsen af fusionsplanerne er Spar Nord's aktie steget med 122% fra kr. 28,2 d. 17. september 2012 til kr. 62,5 d. 23. marts 2016²⁷.

2.4. Aktionærsammensætning i de opkøbende pengeinstitutter

Nedenfor følger en kort beskrivelse af aktionærsammensætningen i de to opkøbende pengeinstitutter forinden fusionerne i 2012.

2.4.1. Aktionærsammensætning i Salling Bank

Af Salling Banks årsrapport fra 2011 fremgår det, at ejerskabet af aktiekapitalen på mio. kr. 52,4 er fordelt på 7.400 fortrinsvise lokale aktionærer. Herudover er det noteret, at Spar Vest Fonden Skive i henhold til Selskabslovens §55²⁸ er anmeldt med 16%²⁹. De resterende 84% af aktionærer i Salling Bank er kategoriseret som småaktionærer.

Salling Banks investorer består altså fortrinsvist af meget små lokale investorer som støtter op omkring banken, hvilket taler for, at der er tale om langsigtede investorer.

2.4.2. Aktionærsammensætning i Spar Nord

I 2011 var Spar Nord's aktiekapital på mio. kr. 1.255 ejet af 110.000 aktionærer, hvoraf 49% kan kategoriseres som småaktionærer, 14% mellemstore aktionærer³⁰ og de resterende 37% er to storaktionærer³¹.

Storaktionærene bestod dels af Spar Nord Fonden med 29% og Nykredit Realkredit A/S med 8%, hvor begge kan betegnes som langsigtede investorer.

Modsat Salling Bank skal Spar Nord altså i større udstrækning både tilfredsstille kortsigtet såvel som langsigtede investorer.

²⁷ www.euroinvestor.dk (2)

²⁸ Note: Selskabslovens §55 siger bl.a. at aktionærer der ejer mindst 5 % af selskabskapitalen skal give meddelelse herom - www.jurition.dk

²⁹ Salling Banks årsrapport 2011 s. 22

³⁰ Note: Mellemstore aktionærer ejer mere end 20.000 aktier, men under 5 % af aktiekapitalen.

³¹ Spar Nord's årsrapport 2011 s. 39

3. Nøgletalsanalyse

Det følgende afsnit indeholder en nøgletalsanalyse af fusion 1, samt nøgletalsanalyse af fusion 2 i perioden 2007 – 2015.

Da det at udarbejde en komplet nøgletalsanalyse af et pengeinstitut kan være omfattende, er det muligt at udregne og analysere nogle enkelte nøgletal, der kan give en indikation af, hvordan det går i pengeinstituttet.

I denne nøgletalsanalyse vil det være følgende nøgletal, der er i fokus: ROE, ROA, ICGR og WACC. De 4 nøgletal er udvalgt, da de som beskrevet i metodeafsnittet er forholdstal, hvorfor det gør det muligt at sammenligne de udvalgte pengeinstitutter trods deres indbyrdes størrelsesforhold. Salling Bank er ca. 5 gange så stor målt på balancen i forhold til Vinderup Bank, og det samme er Spar Nord i forhold til Sparbank.

Disse fundamentale nøgletal er ligeledes nøgletal, som de langsigtede investorer interesserer sig for. De langsigtede investorer ser på værdiskabelsen i den virksomhed eller det pengeinstitut de ønsker at investere i. De langsigtede investorer tror på, at aktiens værdi på sigt hænger sammen med den værdi, selskabet skaber for deres investorer. De vil derfor ofte lave en klassisk performance analyse af regnskaber, budgetter, ledelsen mv., ligesom de vurderer, om virksomheden er en industri, der kan skabe værdi på lang sigt.

3.1. ROE

Return on Equity³² bliver typisk forkortet ROE. ROE er et mål for, hvor meget et pengeinstitut har været i stand til at forrente deres egenkapital. ROE er med til hurtigt at give et indblik i, hvor god en virksomhed eller et pengeinstitut er, og er endvidere et nøgletal, der er meget anvendt i pengeinstitutter, som ofte anvender ROE som en økonomisk målsætning. ROE kan desuden dekomponeres til at identificere trends i et pengeinstituts performance.

Har et pengeinstitut en høj ROE over en længere årrække, kan pengeinstituttet generere et højt afkast til aktionærene og vil derfor alt andet lige være mere attraktivt at investere i. Hvis en ROE derimod er lav, er det svært for et pengeinstitut at skaffe ny kapital. Dette skyldes, at ROE er investorernes afkastkrav, hvorfor et pengeinstitut med en lav ROE ikke er ligeså attraktivt at investere i, som et pengeinstitut med en høj ROE³³.

³² Kolari J.W. & Gup B.E (2004), s. 64-65

³³ Kolari J.W. & Gup B.E (2004), s. 65

Et rimeligt niveau for ROE er svært at fastsætte, og vil afhænge af, hvilken risikoprofil pengeinstituttet har. Hvilken ROE aktionærene vil kræve afhænger af den risikofrie rente, beta og markedsrisikopræmien, som kan beregnes eksempelvis via CAPM, da den udtrykker, hvor meget en aktionær kræver i afkast for at påtage sig en given risiko.

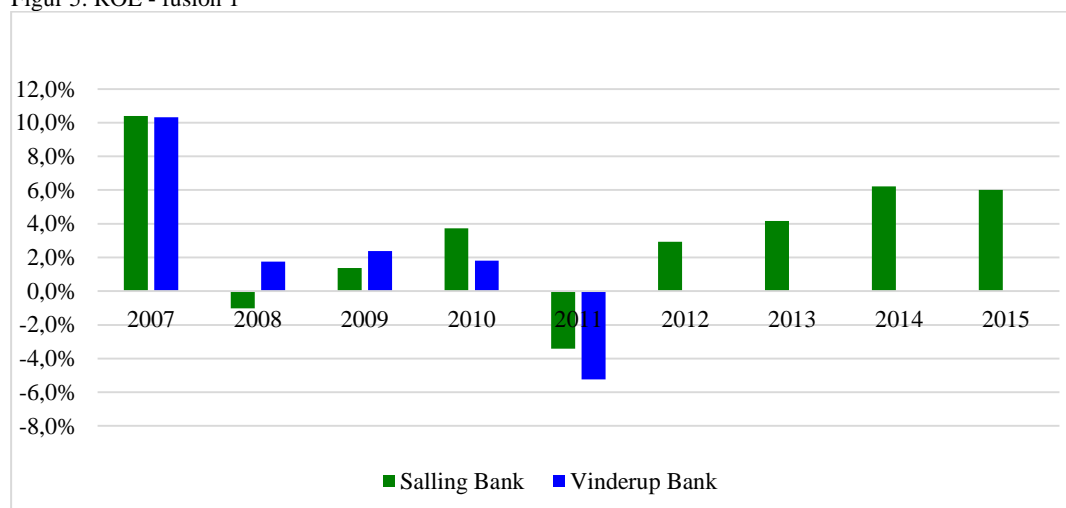
ROE påvirkes af, hvordan nettoresultatet udvikler sig, og kan enten forbedres ved at øge nettoresultatet efter skat, eller ved at egenkapitalen mindskes. Minimering af egenkapitalen kan ske ved eksempelvis udlodning af udbytte til aktionærene. I en sådan situation skal pengeinstituttet være opmærksom på, at udbyttebetaling vil påvirke solvensprocent i negativ retning, da egenkapitalens størrelse indgår i beregningen af solvensprocenten.

ROE beregnes på følgende måde: $ROE = \frac{\text{Nettoresultat}}{\text{Egenkapitalen}} * 100$

3.1.1 ROE - fusion 1

Nedenfor ses, hvordan ROE har udviklet sig i analyseperioden:

Figur 5: ROE - fusion 1



Egen tilvirkning pba. årsregnskab 2007 - 2015 for Salling Bank og Vinderup Bank

Det fremgår, at begge pengeinstitutter i årene op til fusionen har haft en meget volatil ROE. Det ses, at Salling Bank generelt har haft en højere ROE dog med undtagelse af 2008 og 2009. Begge pengeinstitutter har negativ ROE i 2011, hvor Vinderup Bank er nede på minus 5,24%, mens Salling Bank har et minus på 3,42%.

Årsagerne til en meget svingende ROE inden fusionen kan findes enten i egenkapitalen eller i årets resultat. Det fremgår af regnskabet, at Vinderup Bank har en egenkapital, der ligger på et meget stabilt niveau, hvorfor årsagerne må findes i årets resultat.

Af årets resultat fremgår det, at nettorenteindtægter har en faldende tendens, hvilket påvirker ROE i negativ retning. Ligeledes svinger kursreguleringer, som i 2008, 2010 og 2011 er negative, hvilket også påvirker resultatet i negativ retning. Udgifter til personale og administration viser en stigende trend, der igen påvirker ROE negativt. Afslutningsvis fremgår det, at nedskrivninger på udlån i perioden også er meget volatil og har i perioden fra 2008-2011 påvirket regnskabet negativt og betydelig negativt i 2011.

Ovenstående tendenser er alle med til at påvirke årets resultat i Vinderup Bank i negativ retning, og er hovedårsagerne til den meget svingende ROE før fusionen.

Salling Bank har et stort fald i deres egenkapital fra 2007 til 2008, hvilket burde medføre en højere ROE, men de har til gengæld haft en ROE på -1,03%. Salling Bank har dog fra 2007-2009 stigende nettorenteindtægter, og ligger i 2010 og 2011 på et stabilt niveau. Deres kursreguleringer svinger ligeledes meget og er i 2008 negativ og har i de efterfølgende år en faldende tendens. Der er endvidere en stigende trend i udgifter til personale og administration, hvilket igen påvirker årets resultat i negativ retning. Nedskrivninger på udlån har en signifikant stigende trend, men falder dog i 2010.

Hovedårsagerne til en ROE på -1,03% i 2008 er et lavt niveau på nettorenteindtægter samt nettorente- og gebyrindtægter, negativ kursreguleringer og Salling Banks' tab på udlån. Årsagen til en ROE på -3,43% i 2011 skyldes højere udgifter til personale og det største tab på udlån i analyseperioden.

Ser man på pengeinstitutternes gennemsnitlige performance på ROE i forhold til investorernes alternative investeringsmulighed i det danske C20 indeks, som i perioden gav -0,96%³⁴ i gennemsnitligt afkast pr. år, så har Vinderup Banks med deres gennemsnitlige ROE på 2,64% været en bedre investeringsmulighed. Ligeledes har Salling Bank med et gennemsnit på 2,21% ligeledes klaret sig bedre end indekset.

I ovenstående analyse fremgår det, at Salling Bank trods 2 svære år har den højeste ROE før fusionen og har dermed været mest attraktiv for investorerne.

Ovenstående diagram viser ligeledes, hvordan ROE har udviklet sig efter fusionen i 2012. Det fremgår, at der er en markant stigning efter fusionen. Endvidere stiger ROE fra 2012 – 2013, hvorefter et stabilt niveau fastholdes dog med en minimal faldende tendens.

³⁴ C20 falder fra kurs 441,6 primo 2007 til kurs 420,45 ultimo 2011 (fald på 4,8% = 0,96 % pr. år) – kilde: www.infomedia.dk (2) samt www.euroinvestor.dk (3)

Det ses endvidere, at ROE ej er ligeså volatil som forinden fusionen. Der er dog stadig en stor forskel fra det høje niveau i 2007, hvor begge pengeinstitutter havde en ROE på omkring 10%.

Det er interessant at analysere, hvilke mulige grunde der bevirker en stigning i ROE efter fusionen. Først og fremmest er der sket en stigning i årets resultat. Denne stigning er primært forårsaget af følgende tendenser: Renteudgifterne er faldet, hvor renteindtægterne er mere stabile, dog med en smule udsving. Det bevirker, at nettorenteindtægterne stiger, hvilket er positivt for resultatet. Nettorente- og gebyrindtægter har sit laveste niveau i 2012, men de efterfølgende år i analyseperioden fremgår en stigende tendens.

Stigningen i årets resultat skyldes dog primært, at gebyr- og provisionsindtægter er steget, hvilket i 2012 i høj grad kan tilskrives fusionen med Vinderup Bank³⁵. Derudover har der været en stigende aktivitet indenfor værdipapirhandel og depoter samt garantiprovision³⁶. Endvidere er der i 2012 en driftsindtægt på ca. mio. kr. 13, hvilket skyldes badwill, der er opstået fordi Salling Bank har købt Vinderup Bank billigere end den bogførte værdi³⁷. Salling Bank har reelt fået en rabat på ca. mio. kr. 15, hvilket sandsynligvis skyldes, at man har været usikker på, om der ligger nogle fremtidige tab på udlån i Vinderup Bank. Salling Bank har derfor fået rabat for at påtage sig denne risiko³⁸.

Det ses ligeledes, at Salling Bank i 2012 har det laveste niveau for udgifter til personale og administration, hvorefter der igen ses en stigende tendens. Salling Bank havde i 2012 93,5 heltidsansatte, hvor de gik ind i 2013 med 107 medarbejdere. 14 medarbejdere blev tilført fra Vinderup Bank, hvor der ikke blev foretaget personalereduktion, men blot naturlig afgang³⁹.

Nedskrivninger på udlån har fra 2012 og frem en faldende tendens, men ligger stadig på et højt niveau, som skyldes fortsat svage konjunkturer⁴⁰, hvilket derfor alt andet lige ikke kan tilskrives fusionen med Vinderup Bank. Salling Bank udtaler tilbage i 2010, at de tror på, at nedskrivningerne fremadrettet vil falde, hvilket skal ske i kraft af, at der lokalt er flere, som er kommet i arbejde, hvorfor der ikke er det samme antal af tvangsauktioner, samt at erhvervsvirksomhederne er kommet mere i gang⁴¹.

³⁵ www.finans.dk (1)

³⁶ Salling Banks Årsrapport 2013, s. 11

³⁷ Salling Banks Årsrapport 2012, note på s. 35

³⁸ Salling Banks Årsrapport 2012, note på s. 35

³⁹ Salling Banks Årsrapport 2013, s. 11-12

⁴⁰ Salling Banks Årsrapport 2013

⁴¹ www.finans.dk (2)

Denne målsætning fra 2010 er forbedret, hvilket kan ses i den stigende ROE for Salling Bank.

En analyse af nedskrivninger på udlån vil senere i opgaven blive kommenteret dybere.

Isoleret set kan stigningen i ROE fra 2012-2013 i høj grad tilskrives fusionen med Vinderup Bank. Alle forventede synergieffekter forventes at være realiseret i 2013, hvorefter en mere effektiv bankdrift kan forbedre resultatet.

Ser man på Salling Banks gennemsnitlige performance på ROE fra 2012 og frem til 2015 i forhold til investorernes alternative investeringsmulighed i det danske C20 indeks, som i analyseperioden gav 36,75 % i gennemsnitligt afkast pr. år, så har Salling Bank med deres gennemsnitlige ROE på 3,72 % klart sig væsentlig ringere⁴². I forhold til Salling Banks eget gennemsnit før fusionen, er gennemsnittet dog forbedret med 1% point

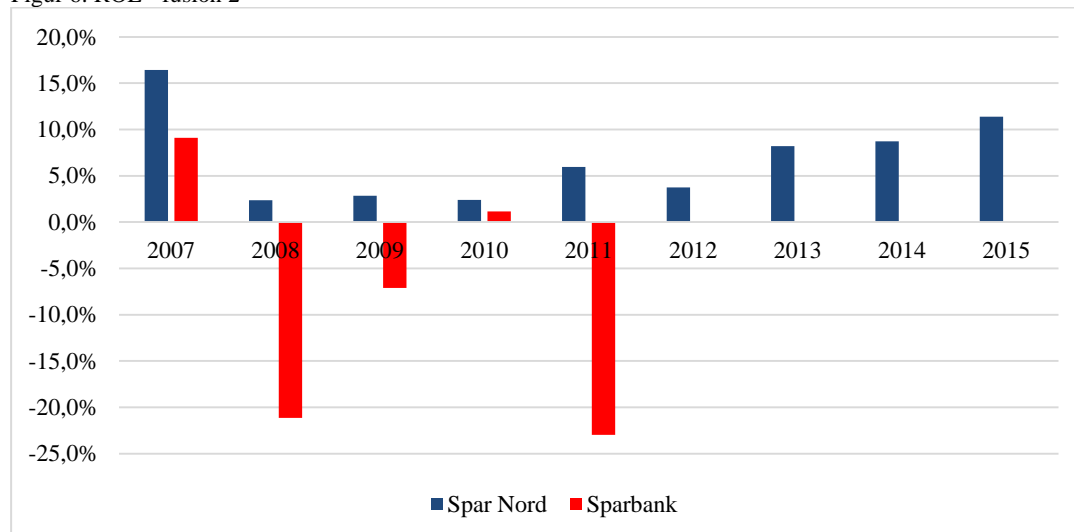
Salling Banks aktiekurs stiger i perioden fra ultimo 2011 til ultimo 2015 med gennemsnitlig 5,9%⁴³ pr. år, og ligger dermed noget tættere på C20 indeksets gennemsnit.

Salling Banks aktionærer kan derfor være godt tilfredse med udviklingen i ROE, og aktiekursen efter fusionen med Vinderup Bank, omend niveauet er langt under gennemsnittet på det danske C20 indeks.

3.1.2. ROE - fusion 2

Nedenfor ses, hvordan udviklingen i ROE har udviklet sig for Sparbank og Spar Nord

Figur 6: ROE - fusion 2



Egen tilvirkning pba. årsregnskab 2007 - 2015 for Spar Nord og Sparbank

⁴² C20 stiger fra kurs 420,45 ultimo 2011 til kurs 1038,68 ultimo 2015 (stigning på 147 % = 36,75% pr. år) - www.euroinvestor.dk (3)

⁴³ Salling Banks aktie stiger fra kurs 200 ultimo 2011 til kurs 247 ultimo 2015 (stigning på 23,5% = 5,9% pr. år) - www.euroinvestor.dk (1)

Af diagrammet på forrige side ses det, at Spar Nord i alle regnskabsårene fra 2007 og frem til fusionen har en højere ROE end Sparbank. Spar Nord har dermed i perioden været bedre end Sparbank til at forrente deres egenkapital.

I perioden er Sparbanks ROE meget volatil fra 9% i 2007 til minus 23% i 2011, hvilket skyldes deres nettoresultat svinger meget og er negativt i 3 ud af de 5 analyse år. De negative nettoresultater i 2008, 2009 og 2011 reducerer løbende pengeinstituttets egenkapital, hvilket ikke er medvirkende til den negative udvikling på ROE.

Årsagen til årene med negative nettoresultater er i særlig grad forårsaget af følgende udviklinger i perioden: Gebyr og provisionsindtægterne falder med 31%, indtægten fra kursreguleringer falder med 303% og nedskrivninger stiger med 404%.

Pengeinstituttets positive nettoresultat og ROE i 2010 er i høj grad båret af frasalg af 8 filialer til Føroya Bank⁴⁴, som bidrog med en indtægt på mio. kr. 356.

Spar Nord har, som nævnt, en højere ROE sammenlignet med Sparbank. Spar Nord har alle årene en positiv ROE, omend den i perioden falder med 10% point fra 16% i 2007 til 6% i 2011. Udviklingen skyldes, at Spar Nords nettoresultat falder samtidig med, at egenkapitalen stiger, hvilket begge påvirker ROE negativt. Nettoresultatet falder på trods af, at pengeinstituttets væsentligste indtægt i form af nettorentindtægterne stiger 28%. Faldet i nettoresultatet er primært forårsaget af, at nedskrivninger stiger med 455%. At nedskrivningerne stiger så drastisk, skal ses i lyset af, at pengeinstitutter i 2007 fik ny nedskrivningspraksis på svage udlån⁴⁵. Tidligere har pengeinstitutterne tilbageført nedskrivninger, som de har medregnet som tab. Egenkapitalen stiger primært som følge af overført overskud.

Ser man på pengeinstitutternes gennemsnitlige performance på ROE i forhold til investorernes alternative investeringsmulighed i det danske C20 indeks, som i perioden gav -0,96%⁴⁶ i gennemsnitligt afkast pr. år, så har Spar Bank med deres gennemsnitlige ROE på -8,2% klaret sig betydeligt ringere modsat Spar Nord, der med deres 6% har klaret sig betragteligt bedre.

Figur 6 viser ligeledes en synlig stigning i forbindelse med fusionen i 2012. Spar Nords ROE er steget alle årene siden fusionen. Fra 2013 og frem ligger ROE højere end Spar Nords ROE forinden fusionen, hvor den fra 2007 – 2011 havde sit højeste niveau på 6%.

⁴⁴ www.lokalpengeinstitutter.dk

⁴⁵ www.modst.dk

⁴⁶ C20 falder fra kurs 441,6 primo 2007 til kurs 420,45 ultimo 2011 (fald på 4,8% = 0,96 % pr. år) – www.infomedia.dk (2) samt www.euroinvestor.dk (3)

Stigningen skyldes, at årets resultat stiger forholdsvis mere end egenkapitalen. Stigningen i årets resultat er primært forårsaget af følgende udviklinger: Gebyr- og provisionsindtægter stiger med 70%, udgifter til personale og administration falder med 12% og nedskrivningerne falder med 68%. Egenkapitalen stiger primært som følge af overført overskud på trods af, at pengeinstituttet har udbetalt udbytte de seneste 3 regnskabsår.

Gebyr- og provisionsindtægterne har periodens laveste niveau i 2012, og stigningen sker herfra og frem til 2015. Dette kan skyldes øgede indtægter forårsaget af fusionen, samt at pengeinstituttets kundeantal siden fusionen har udviklet sig positivt fra 320.000 kunder i 2012 til 395.000 i 2015⁴⁷.

De faldende personale- og administrationsomkostninger sker med løbende svingninger hen over perioden, men primært fra 2011 til 2012, hvilket ikke kan tilskrives fusionen, da den først sker i november 2012.

Fusionen har forårsaget nedlæggelse af 100 stillinger og lukning af 2 filialer⁴⁸, hvilket er medvirkende til, at udgifterne til personale og administration samlet set falder over perioden.

De faldende nedskrivninger finder hovedsageligt sted fra 2009 – 2010 og 2014 – 2015 og kan dermed ikke umiddelbart henledes til et resultat af fusionen.

Stigningen i ROE kan isoleret set fra 2012 til 2013 i høj grad tilskrives fusionen med Sparbank. Adm. direktør Lasse Nyby fortæller i præsentationen af regnskabet for 2013⁴⁹, at alle forventede synergier i form af løn, husleje, kapital og IT på mio. kr.113 er realiseret i 2013. Samtidig har fusionsomkostningerne været lidt lavere end forventet. Lasse Nyby tilskriver fusionen, i videopræsentationen af årsregnskabet for 2013, æren for den positive udvikling fra 2012 til 2013.

Ser man på Spar Nords gennemsnitlige performance på ROE fra 2011 og frem i forhold til investorerens alternative investeringsmulighed i det danske C20 indeks, som i perioden gav -36,75%⁵⁰ i gennemsnitligt afkast pr. år, så har Spar Nord med deres gennemsnitlige ROE på 8%⁵¹ klaret sig betydelig ringere. I forhold til Spar Nords eget gennemsnit før fusionen fra 2007 – 2011, hvor de lå på 6%, er gennemsnittet dog forbedret med 2% point.

⁴⁷ Spar Nords Årsrapport 2012 s. 10 og 2015 s. 3

⁴⁸ Spar Nords Årsrapport 2012 s. 10

⁴⁹ www.sparnord.dk (2)

⁵⁰ C20 stiger fra kurs 420,45 ultimo 2011 til kurs 1038,68 ultimo 2015 (stigning på 147% = 36,75% pr. år) - www.euroinvestor.dk (3)

⁵¹ Egen udregning: (3,75% + 8,21% + 8,72% + 11,37%)/4 = 8%

Spar Nords aktiekurs stiger i perioden fra ultimo 2011 til ultimo 2015 med gennemsnitlig 22,6%⁵² pr. år og ligger dermed noget tættere på C20 indeksets gennemsnit.

Samlet set kan Spar Nords aktionærer være godt tilfredse med udviklingen i ROE og Spar Nords aktiekurs efter fusionen med Sparbank. Niveaulet er dog ikke helt oppe på et tilfredsstillende niveau sammenlignet med C20 indekset.

For nærmere at undersøge, hvad årsagerne er til ændringerne i ROE, er det interessant at analysere pengeinstitutters afkastningsgrad på deres aktiver, ROA.

⁵² Spar Nords aktie stiger fra kurs 32 ultimo 2011 til kurs 61 ultimo 2015 (stigning på 90,63 % = 22,7 % pr. år) - www.euroinvestor.dk(2)

3.2. ROA

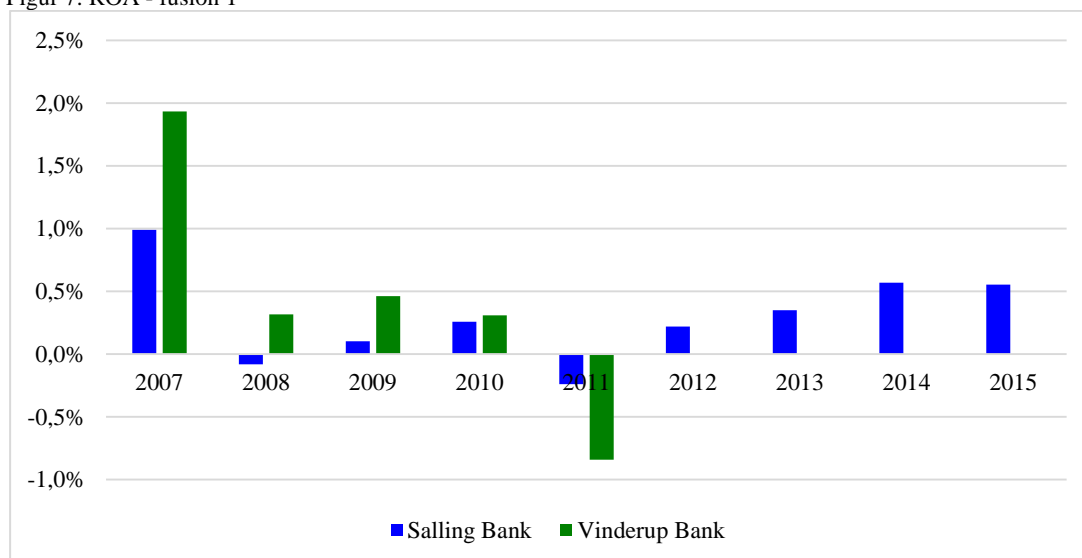
Return on Assets⁵³ bliver typisk forkortet ROA. ROA er et mål for, hvor stort et afkast pengeinstituttet genererer set i forhold til pengeinstituttets totale aktiver. Med andre ord, hvor meget indtjening balancen genererer.

Jo højere afkast, desto bedre er pengeinstituttet til at skabe overskud i forhold til de penge, som er bundet i deres aktiver. ROA er et godt sammenligningsnøgletal, da det er ubetydeligt, hvor stor et pengeinstitut der er tale om, samt størrelsen på pengeinstituttets kapitalgrundlag. ROA er endvidere et interessant nøgletal, da det ligesom ROE kan dekomponeres. En dybdegående analyse af ROA er derfor interessant, da eksempelvis tab på udlån, nettorenteindtægter og nettorente- og gebyrindtægter påvirker ROA.

ROA beregnes på følgende måde: $ROA = \frac{\text{Resultat efter skat}}{\text{Samlede aktiver}}$

3.2.1 ROA - fusion 1

Figur 7: ROA - fusion 1



Egen tilvirkning pba. årsregnskab 2007 - 2015 for Salling Bank og Vinderup Bank

Det ses af diagrammet ovenfor, at Vinderup Bank op til fusionen i 2012 har formået at forrente deres aktiver bedre end Salling Bank med undtagelse af 2011, hvor Vinderup Bank har en ROA på -0,84%, mens Salling Bank har -0,24%. Af diagrammet fremgår det ligeledes, hvordan udvikling har været i ROA for Salling Bank efter fusion i 2012. Det ses, at der ligesom ved ROE er en stigende tendens efter fusionen. Fusionen mellem Vinderup Bank og Salling Bank har derfor alt andet lige givet aktionærerne en bedre forretning af deres aktiver.

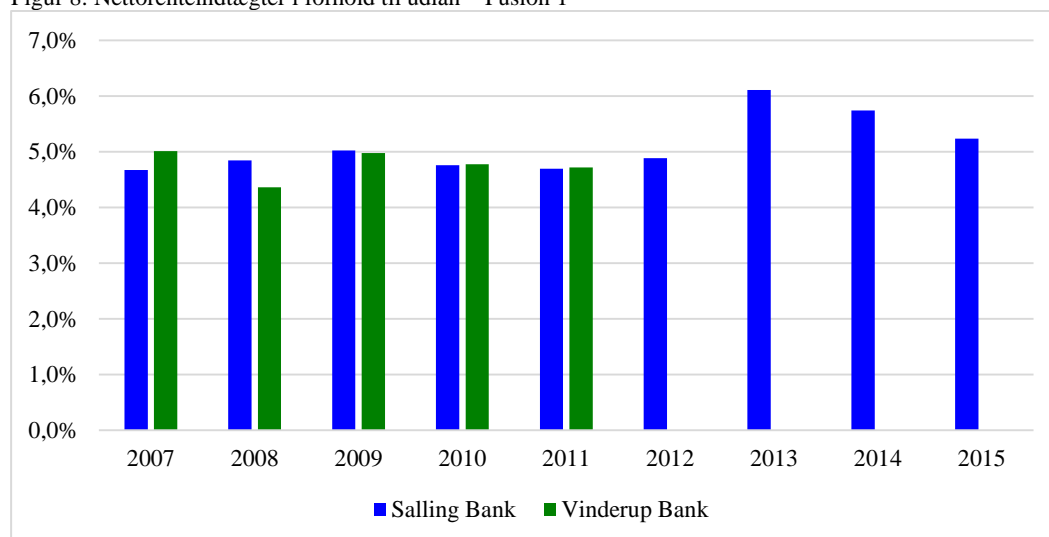
⁵³ Kolari J.W. & Gup B.E s. 65

Salling Bank har efter fusionen formået at skabe en gennemsnitlig stigning i ROA på 0,42% point⁵⁴, hvilken svarer til en stigning på 50%. Stigningen i ROA kan henledes til, at resultatet som beskrevet under ROE, viser en stigende trend i hele perioden, hvorimod aktiverne for Salling Bank har en faldende trend.

Da ROA som nævnt kan dekomponeres, er det interessant at analysere hvilke elementer, der kan være baggrund for forskellen i nøgletallet, samt hvilke elementer, der kan have medvirket til den flotte stigning efter fusionen.

Indledningsvist undersøges, hvor meget Vinderup Bank og Salling Bank i analyseperioden har tjent på deres udlån i forhold til deres nettorenteindtægter. I nedenstående diagram ses det, at der ikke er den store forskel i deres nettorenteindtægter i forhold til deres udlån med undtagelse af 2008, hvor Salling Bank havde 4,85% og Vinderup Bank 4,36%

Figur 8: Nettorenteindtægter i forhold til udlån – Fusion 1



Egen tilvirkning pba. årsregnskab 2007 - 2015 for Salling Bank og Vinderup Bank

Årene efter 2008 viser, at pengeinstitutterne, dog med en faldende tendens, har nogenlunde samme nettorenteindtægter ift. deres udlån, hvorfor deres indtjening pr. udlånkrone er stort set ens. Der ses en stigning i nettorenteindtægter i forhold til udlån i 2013, dog med en faldende trend frem til 2015, hvilket alt andet lige kan henføres til det generelle faldende renteniveau⁵⁵.

⁵⁴ $= (0,22\% + 0,35\% + 0,57\% + 0,56\%) / 4 = 0,42\%$

⁵⁵ www.politiken.dk

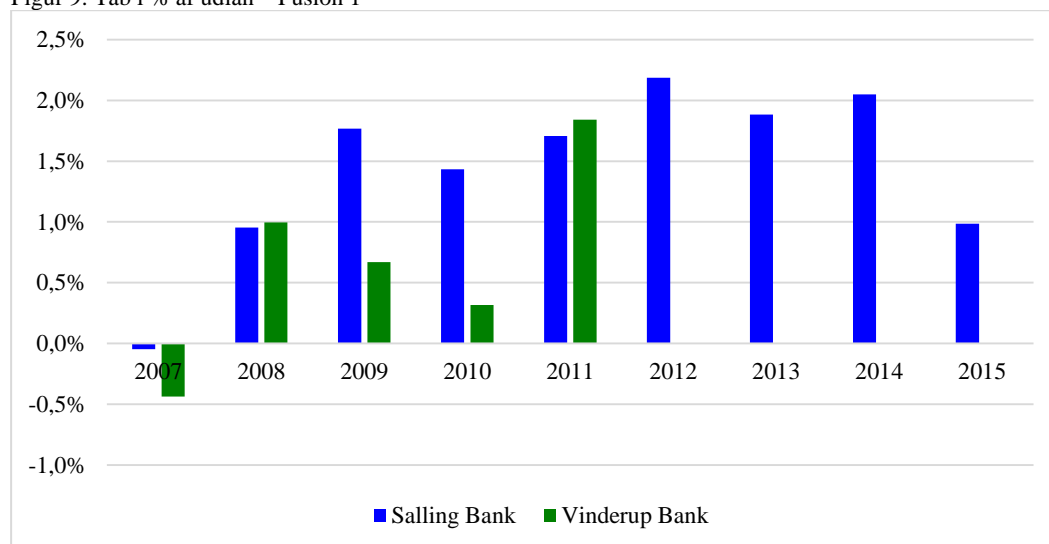
Fra fusionen og frem til 2015, er der en stigning på 7,17%⁵⁶, hvilket viser, at fusionen kan have påvirket, at nettorenteindtjeningen pr. udlånskrone er stigende. Da en stor del af et pengeinstituts aktivside, som tidligere beskrevet består af udlån, vil et pengeinstitut, der tjener mange penge på sit udlån derfor alt andet lige have en højere ROA. Derfor har stigningen i Salling Banks nettorenteindtægter i forhold til udlån kun påvirket udviklingen i ROA i positiv retning.

Udviklingen viser endvidere Salling Banks aktionærer, at banken er blevet bedre til at skabe renteindtjening på deres udlån efter fusionen.

Ud fra figur 7 burde man derfor forvente, at de to pengeinstitutters ROA ligger tæt op til fusionen, hvilket ikke er tilfældet for Vinderup Bank og Salling Bank med undtagelse af 2010. En af grunden til dette kan være, at deres tab på udlån differentierer sig fra hinanden.

Tabprocenten på udlån kan skyldes, at pengeinstitutterne har lavet udlån til mindre kreditstærke kunder, hvilket kan ende med tab. Det er derfor relevant at analysere, om kvaliteten af deres udlån også er ens, og hvordan pengeinstitutternes tab i % af udlån udvikler sig over analyseperioden. Det er ligeledes interessant at se, hvordan Salling Banks tabprocent er på deres udlån efter fusionen, da det i særlig grad vil være positivt, såfremt tabprocenten på deres udlån samtidig er uændret eller faldende.

Figur 9: Tab i % af udlån – Fusion 1



Egen tilvirkning pba. årsregnskab 2007 - 2015 for Salling Bank og Vinderup Bank

I 2009 og 2010 fremgår det dog, at Salling Bank har en højere tabprocent, hvilket derfor kan være en mulig grund til, hvorfor Vinderup Bank i disse to år har haft en smule højere ROA end Salling Bank.

⁵⁶ $5,23\%/4,88\% - 1 = 7,17\%$. Se Excel på vedlagt USB-stik under "Excel-bilag" - ark "3 - Ny Salling Bank efter fusion"

Vinderup Bank har desuden i 2010 formået at have den bedste indtjening på deres udlån uden tilsvarende at have større tab, hvilket kan indikere, at Vinderup Bank har et større udlån til kreditstærke kunder, hvorfor deres ROA i dette år ligeledes er den højeste.

Figur 9 viser ligeledes, at Salling Banks tab på udlån er meget volatil, dog med en primært faldende tendens frem til 2015, hvor Salling Bank har det laveste tab på deres udlån i hele analyseperioden.

Bemærkelsesværdigt er det, at tab på udlån de 2 første hele regnskabsår efter fusionen ligger på et højere niveau end før fusionen. Det er til trods for, at udlånsportefølje fra Vinderup Bank alt andet lige har ført til en mere diversificeret udlånsportefølje, som dog ikke ført til lavere tab på udlån. Dette understøtter, hvorfor Salling Bank fik rabat på købet af Vinderup Bank, som beskrevet i foranstående afsnit om ROE.

Det er derfor interessant at undersøge, hvorvidt Vinderup Banks tabsprocent på udlån har påvirket Salling Banks tabsprocent på udlån i negativ retning. Nedenfor ses derfor en tabel over udlånsfordelingen i Salling Bank fra 2011-2015⁵⁷:

Figur 10: Udlånsfordeling Salling Bank

	2011	2012	2013	2014	2015
Offentlige myndigheder	0	0	0	0	0
Landbrug, jagt, skovbrug og fiskeri	10	10	11	12	12
Industri og råstofudvinding	4	4	5	5	4
Energiforsyning	0	1	1	1	1
Bygge- og anlæg	5	4	4	4	5
Handel	10	11	10	11	10
Transport, hoteller og restauranter	2	2	1	1	1
Information og kommunikation	1	1	1	1	1
Finansiering og forsikring	3	6	6	5	5
Fast ejendom	10	11	11	9	9
Øvrige erhverv	10	7	6	5	6
Erhverv i alt	55	57	56	54	54
Private	45	43	44	46	46

Risikoreport fra 2012-2015 for Salling Bank

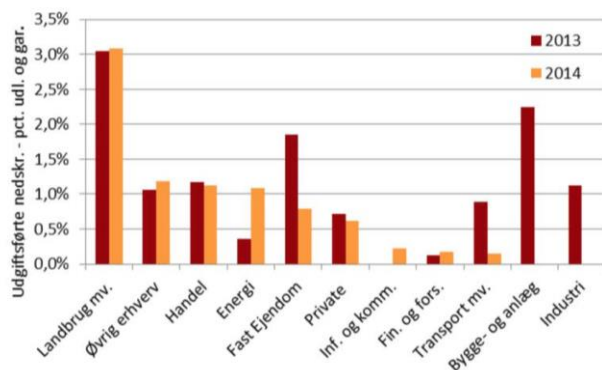
Det ses, at der ikke er sket den store ændring i sammensætningen af Salling Banks udlånsportefølje i forbindelse med fusionen, hvilket dermed indikerer, at Vinderup Banks udlån har været fordelt på samme udlånsklasser.

⁵⁷ Note: Det har ej været muligt at fremskaffe risikoreport for Vinderup Bank tilbage for 2011

Udlånsfordelingen bekræfter derfor ikke teorien om, at fusionen kan have forringet Salling Banks tabsprocent, hvorfor det blandet andet må være de generelle økonomiske udfordringer, der påvirker brancherne, hvor Salling Bank er højest eksponeret. Det kan dog også være, at Vinderup bank har været dårligere til at kreditvurdere deres kunder, eller der ikke har taget sikkerhed for udlånet i samme grad.

Det fremgår af ovenstående figur, at Salling Banks udlån blandet andet har høj eksponering mod landbrug, jagt, skovbrug og fiskeri, hvilket er den branche, hvor nedskrivninger i 2013 og 2014 har været højest jf. nedenstående figur fra Finanstilsynet. 2013 og 2014 er ligeledes de to regnskabsår, hvor Salling Bank har haft nogle af deres højeste nedskrivninger⁵⁸, hvilket derfor er en forklaring på, hvorfor tabsprocenten på udlån ej er faldet i forbindelse med fusionen af Vinderup Bank.

Figur 11: Nedskrivninger fordelt på brancher



Undervisningsmateriale fra Lars Krull gennemgået d. 19/5-2015

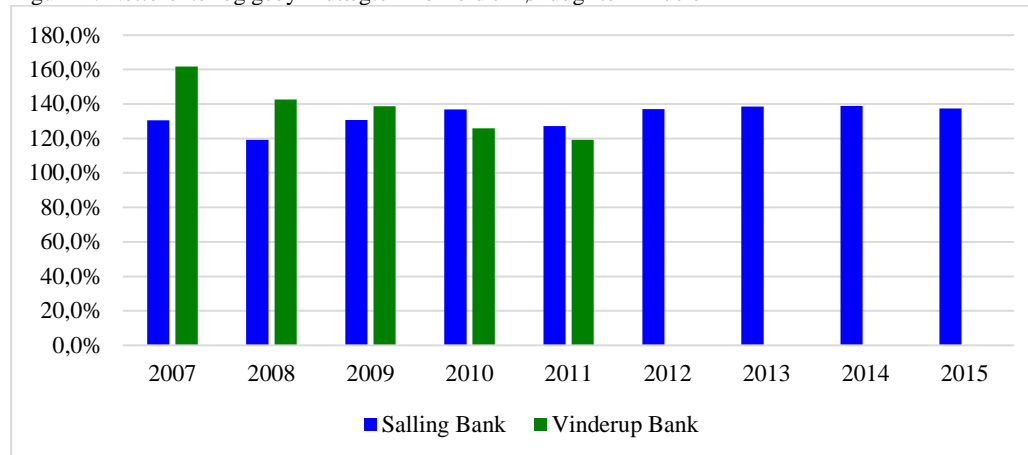
Den faldende tendens i tab på udlån i 2015, samt den førnævnte stigning i nettorenteindtægter i forhold til udlån, er i høj grad med til at påvirke den positive tendens for ROA efter fusionen.

En anden faktor, der ligeledes påvirker ROA vil være, hvordan Salling Banks nettorente- og gebyrindtægter er set i forhold til deres lønudgifter. Dette er interessant at undersøge, da det kan indikere et pengeinstituts effektivitet, samt deres indtægter i forhold til deres udgifter. Jo højere indtægter i forhold til udgifter, desto højere vil årets resultat og ROA alt andet lige være.

Det er endvidere interessant at se, hvorvidt Salling Banks medarbejderes effektivitet er ændret efter fusionen med medarbejderne fra Vinderup Bank. Jo højere indtægter medarbejderne skaber i forhold til udgifter, desto højere vil årets resultat og ROA alt andet lige være.

⁵⁸ Se Excel på USB - ark "3 - Ny Salling Bank efter fusion".

Figur 12: Nettorente- og gebyrindtægter i forhold til lønudgifter – Fusion 1



Egen tilvirkning pba. årsregnskab 2007 - 2015 for Salling Bank og Vinderup Bank

Ovenstående diagram viser, at de to pengeinstitutter er cirka lige effektive, når der ses på deres samlede nettorente- og gebyrindtægter i forhold til deres medarbejderudgifter før fusionen.

Over analyseperioden inden fusionen udvikler de to pengeinstitutter sig dog forskelligt, da Vinderup Bank har en faldende tendens, hvor deres indtjeningsprocent pr. lønkroner falder med 43% point. Salling Bank har i analyseperioden derimod kun et fald på 3% point, og har i 2010 og 2011 en højere indtjeningsprocent pr. lønkroner.

Fra fusionen og frem er tendensen meget stabil, dog med et lille fald fra 2014 til 2015. Det er en positiv tendens, da nøgletallet som før beskrevet viser effektiviteten hos de ansatte. Effektiviteten er forbedret, idet medarbejderne i gennemsnit genererer højere rente- og gebyr indtjening end før fusionen, og derfor tjener flere penge til Salling Bank end før.

Salling Banks aktionærer kan være tilfredse med denne positive udvikling, da der endda er tale om en forbedring i forhold til Salling Bank forinden fusionen, hvilket igen understøtter de positive synergier fra fusionen.

Det er dog væsentligt at undersøge, om forskellen i pengeinstitutternes udvikling ligger i deres renteindtægter eller i deres gebyrindtægter.

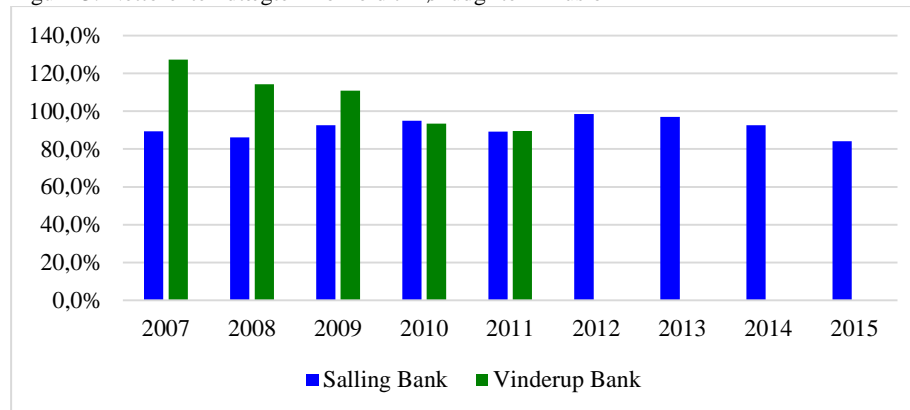
Af nedenstående diagrammer ses det, at Salling Bank er bedre til at få gebyrindtægter i forhold til de lønkroner der bruges, hvorimod Vinderup Bank er bedre til at tjene renteindtægter i forhold til de lønkroner der bruges.

Dog er det for begge pengeinstitutter vigtigt med renteindtægter, da de udgør forholdsmæssigt den største andel af de samlede indtægter⁵⁹. Dette kan igen være en af de mulige årsager til, at Vinderup Bank generelt i analyseperioden før fusionen har haft en højere ROA end Salling

⁵⁹ Se vedlagt USB stik under "Excel-bilag" - ark "1 - VB før fusion" og "2 - Salling Bank før fusion"

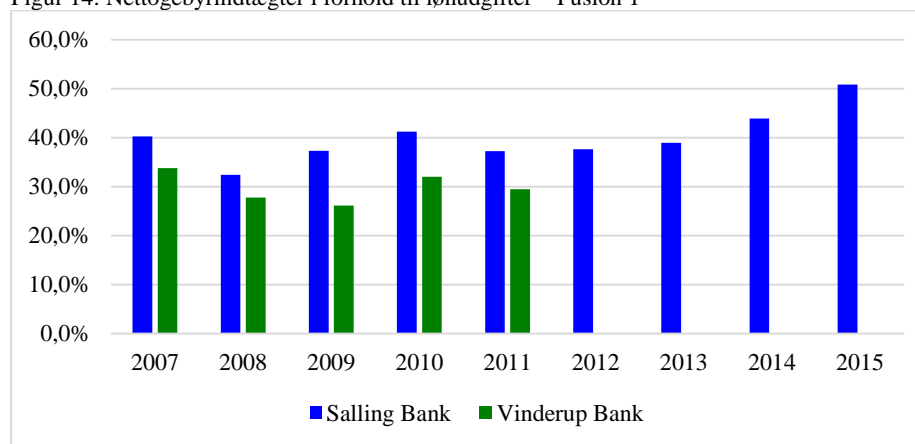
Bank. Til gengæld kan man også se, at pengeinstitutterne i slutningen af analyseperioden ligger meget tæt, når det kommer til nettorenteindtægter i forhold til lønudgifter.

Figur 13: Nettorenteindtægter i forhold til lønudgifter – Fusion 1



Egen tilvirkning pba. årsregnskab 2007 - 2015 for Salling Bank og Vinderup Bank

Figur 14: Nettogebyrindtægter i forhold til lønudgifter – Fusion 1



Egen tilvirkning pba. årsregnskab 2007 - 2015 for Salling Bank og Vinderup Bank

Diagrammerne ovenfor viser ligeledes, at der er en tydelig stigende tendens i gebyrindtægter efter fusionen, hvilket er positivt. En stigning i gebyrindtægter vil have en større betydning for en stigende ROE og ROA, end hvis renteindtægterne hæves, da gebyrindtægter i høj grad er aktivitetsbestemt.

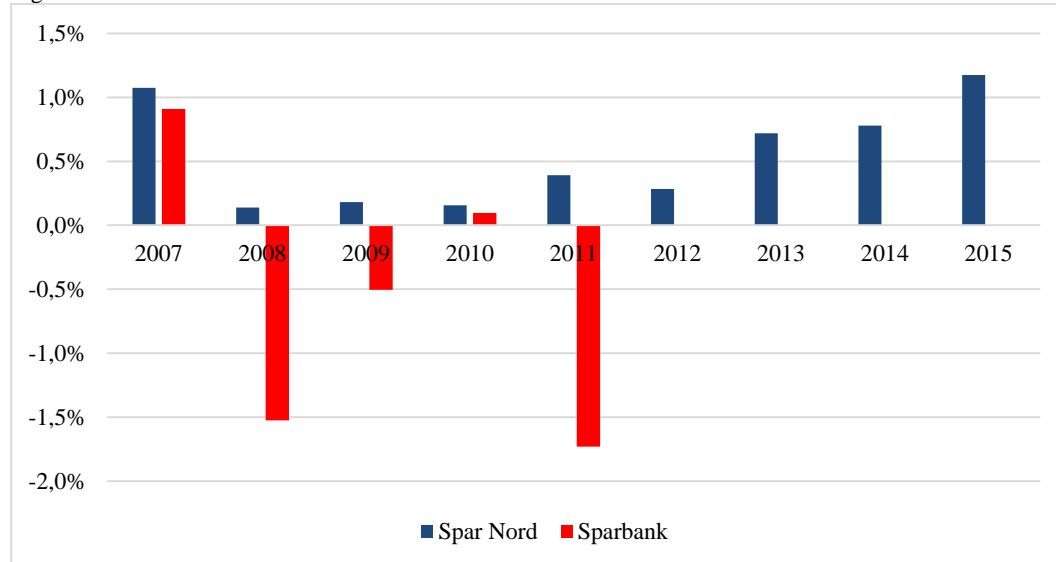
Til gengæld fremgår det, at renteindtægter i forhold til lønudgifter efter fusionen er faldende, hvilket er negativt, da renteindtægter for det meste er en indtægt, som kommer Salling Bank til gode igen de kommende år.

Af ovenstående analyse fremgår det, at det ikke blot er én faktor, der påvirker forskellen i ROA i de to pengeinstitutter, men en række forskellige faktorer, der ikke er ens alle år, og heller ikke har samme styrke hvert år.

3.2.2 ROA - fusion 2

Nedenstående diagram viser, hvordan udviklingen har været for ROA for Spar Nord og Sparbank i analyse perioden fra 2007-2015

Figur 15: ROA - fusion 2



Egen tilvirkning pba. årsregnskab 2007 - 2015 for Spar Nord og Sparbank

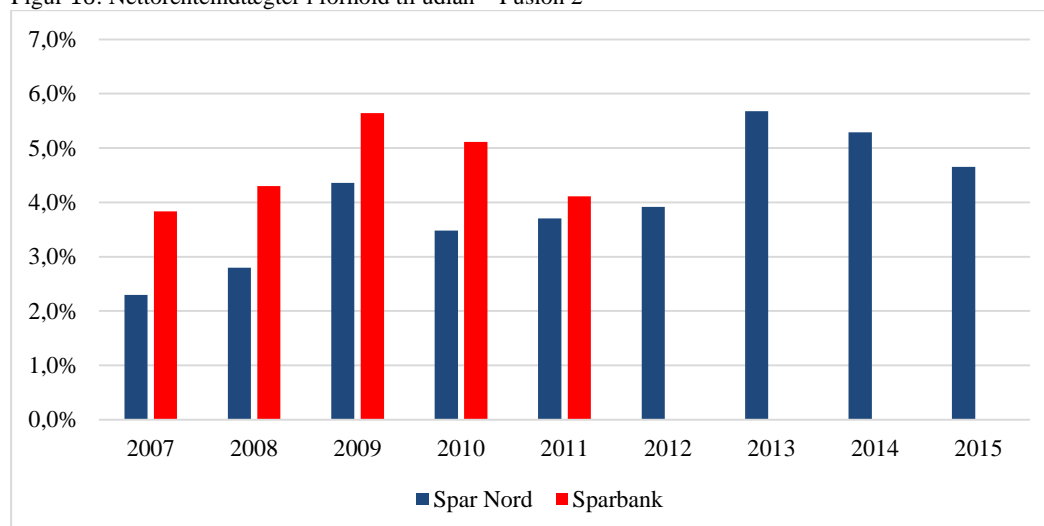
Af figuren ovenfor fremgår det, at Spar Nord fra 2007 til 2011 tydelig formår at præsentere en bedre ROA end Sparbank – samme tendens som ved ROE. Dermed viser Spar Nord investorerne en bedre forrentning af deres samlede aktiver i den 5-årige periode forinden fusionen.

Sparbanks ROA falder i perioden, idet deres samlede aktiver ikke falder i samme takt som årets resultat. Spar Nord har derimod stigende aktiver og omvendt falder årets resultat, hvilket giver en faldende ROA. Diagrammet viser endvidere en tydelig stigning i ROA fra fusionen og frem. Alt andet lige har fusionen mellem de to pengeinstitutter dermed resulteret i, at Spar Nord viser aktionærerne en bedre forretning af aktiverne.

I forhold til Spar Nord's niveau på ROA, som forinden fusionen med Sparbank fra 2007 – 2011 havde sit højeste niveau i 2007 på 1,07%, er nøgletallet også forbedret efter fusionen. Stigningen i ROA skyldes, at Spar Nord's resultat stiger samtidig med, at aktiverne falder. Denne udvikling sker udelukkende efter fusionen i 2012 og frem til 2015.

Faktorer, der kan have indflydelse på den flotte stigning fra fusionen og frem, vil blive undersøgt nærmere efter samme fremgangsmåde som ved fusion 1.

Figur 16: Nettorenteindtægter i forhold til udlån – Fusion 2



Egen tilvirkning pba. årsregnskab 2007 - 2015 for Spar Nord og Sparbank

Figur 16 viser, at Sparbank i alle 5 år op til fusionen opnår højere nettorenteindtægter ift. deres udlån end Spar Nord. Sparbanks nettorenteindtjening pr. udlånskrone er dermed højest. Sammenlignes udviklingen på de to pengeinstitutter ses det, at forskellen minimeres over årene fra en forskel på 1,5% point i 2007 til 0,4% point i 2011. Selvom Sparbank ligger højere end Spar Nord er det alligevel Spar Nord, der viser den bedste udviklingstrend. Udviklingen i nettorenteindtægter ift. udlån udvikler sig for begge banker positivt og er med til at påvirke ROA i den positive retning.

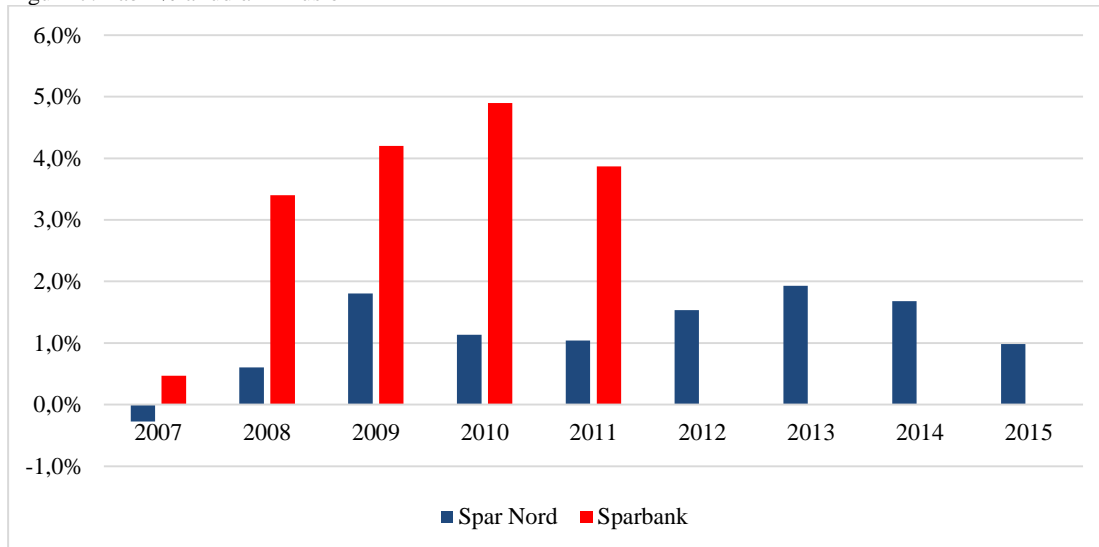
Sparbanks stigning i nettorenteindtægter i forhold til udlån, at deres nettorenteindtægter ikke falder i samme takt som deres udlån falder. Spar Nord's stigning er omvendt forårsaget af, at deres nettorenteindtægter stiger, imens deres udlån falder. Diagrammet viser ligeledes en svingende udvikling i bankens nettorenteindtægter i forhold til udlån. Isoleret set, er nøgletallet uændret over perioden, da den ligger på 4,65% i både 2009 og 2015.

Over perioden svinger tallet fra 3,76% i 2010 til 5,68% i 2013. Fra fusionen og frem er der en stigende tendens på 18,6%⁶⁰, hvilket viser, at fusionen kan være medvirkende til nettorenteindtjeningen pr. udlånskrone stiger. Efter fusionen er nettorenteindtægterne i forhold til udlån med til at påvirke ROA i positiv retning. Stigningen fra 2011 og frem skyldes, at nettorenteindtægterne ikke falder i samme niveau som udlånet. Udviklingen viser aktionærerne, at Spar Nord er blevet bedre til at skabe renteindtjening på deres udlån.

Udviklingen er positiv, særligt hvis tabsprocenten på udlånet samtidig er uændret eller faldende, hvilket undersøges nedenfor.

⁶⁰ Egen udregning: $(4,65\% - 3,92\%) / 3,92\% = 0,186$

Figur 17: Tab i % af udlån – Fusion 2



Egen tilvirkning pba. årsregnskab 2007 - 2015 for Spar Nord og Sparbank

Ovenstående diagram viser, at Sparbanks udlån giver pengeinstituttet betragteligt større procentvis nedskrivninger end Spar Nords. Selvom Spar Nord knap tjener det samme på deres udlån som Sparbank, er deres penge lånt ud til mere kreditstærke kunder. Tabsprocenten på Sparbanks udlån er medvirkende til at Sparbanks ROA ligger markant lavere end Spar Nords. Pengeinstitutternes stigende procentvise tab på deres udlån skyldes for begges vedkommende at deres nedskrivninger stiger markant mere end deres udlån falder. Diagrammet ovenfor viser endvidere, at Spar Nord har et faldende tab i % af udlån, både over hele analyseperioden, og fra fusionen og frem. Bemærkelsesværdigt er det, at de 2 første hele regnskabsår efter fusionen ligger tabet højere end før fusionen, hvilket kan tyde på, at fusionen ikke har medført en forbedret udlånsfordeling i forhold til nedskrivninger.

Den generelle faldende udvikling over analyseperiode er resultatet af et procentvis større fald i nedskrivningerne kontra udlånet. Stigningen i nettorenteindtægter ift. udlån, og det samtidige fald i tabsprocenten, er i høj grad medvirkende til den positive tendens for ROA.

Ligesom fusion 1, er det interessant at undersøge teorien om, at fusionen kan have forringet Spar Nords tabsprocent på udlån. På næste side ses derfor tabel over udlånsfordelingen i dels Sparbank i 2011 og Spar Nord fra 2011 – 2015.

Figur 18: Udlånsfordeling Sparbank (2011) og Spar Nord (2011-2015)

	2011	2011	2012	2013	2014	2015
Offentlige myndigheder	0	4	3,8	4,7	1,9	0,5
Landbrug, jagt, skovbrug og fiskeri	4	12,4	10,6	9,1	8,3	7,2
Industri og råstofudvinding	6	3,7	4,2	4	5,7	5,1
Energiforsyning	1	3,9	4,1	4,2	3,9	4
Bygge- og anlæg	5	5	4,3	3,8	3,3	3,1
Handel	6	8,6	8,2	7,9	8,1	7,2
Transport, hoteller og restauranter	2	6,4	4,6	4,1	3,6	3,1
Information og kommunikation	1	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2
Finansiering og forsikring	3	5,5	4,7	7,6	5,8	13,4
Fast ejendom	19	11,3	11,8	10,9	11,2	11,1
Øvrige erhverv	9	6,6	6,5	7	6	5,1
Erhverv i alt	56	67,8	63,2	63,6	58	60
Private i alt	44	32,2	36,8	36,4	42	40

Årsregnskab 2009 - 2015 for Sparbank og Spar Nord samt egen tilvirkning

Der ses tydelig forskel på udlånsfordelingen mellem de to pengeinstitutter i 2011, hvilket også har påvirket udviklingen i Spar Nords udlånsfordeling fra 2011 til 2012. Ifølge finanstillens undersøgelser er nedskrivningsraten i 2013, som tidligere nævnt under fusion 1, højest i følgende 3 brancher: Landbrug, fast ejendom og byggeanlæg⁶¹. I perioden fra 2011 til 2013 er der dog ingen af disse 3 erhverv, der stiger i forhold til Spar Nords udlånsfordelingen ovenfor. Samtidig har Sparbank en lavere udlånsprocent til erhvervskunder end Spar Nord, hvilket samtidig taler imod en forringelse af Spar Nords tabsprocent. Udlånsfordelingen bekræfter derfor ikke teorien om, at fusionen kan have forringet Spar Nords tabsprocent. Blancoandelen hos Spar Nords udlån stiger over perioden fra 2011 til 2013 med godt 9% fra 49,3% i 2011 til 53,9% i 2013⁶², hvilket muligvis tilskrives, at Sparbank har haft en dårligere kreditkvalitet eller sikkerheden på udlånet har været af ringere kvalitet. Ifølge Spar Nords egne udsagn om stigningen i blancoandelen, skyldes den dels afdrag på udlånet specielt hos kundegrupper med størst sikkerhed, samt faldende leasingaktiviteter, der generelt har haft en lav blanco⁶³.

Ovenstående tabel over udlånsfordelingen viser, at en væsentlig årsag til den generelt faldende tabsprocent over hele perioden kan skyldes, at udlånsandelen til to nedskrivningstunge brancher, landbrug, fiskeri osv. samt bygge og anlæg, er væsentligt reduceret i perioden.

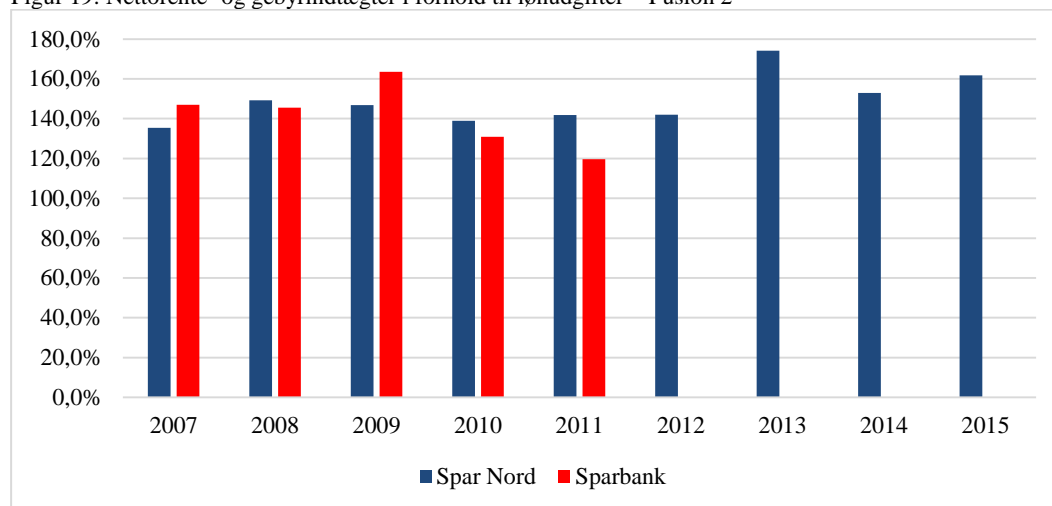
Ligesom analysen i fusion 1, er det interessant at undersøge udviklingen i nettorente- og gebyrindtægter set i forhold til deres lønudgifter.

⁶¹ Kilde: Se figur 11

⁶² Spar Nords Årsrapport 2011 - 2013

⁶³ Spar Nords Årsrapport 2012 - 2013

Figur 19: Nettorente- og gebyrindtægter i forhold til lønudgifter – Fusion 2



Egen tilvirkning pba. årsregnskab 2007 - 2015 for Spar Nord og Sparbank

Diagrammet ovenfor viser, at de to pengeinstitutter er omtrent lige effektive, når der ses på deres samlede nettorente- og gebyrindtægter i forhold til deres medarbejderudgifter. I den 5-årige analyseperiode op til fusionen udvikler de to pengeinstitutter sig modsatrettet hinanden. Sparbanks indtjeningsprocent pr. lønkroner falder med 27% point, imens Spar Nords stiger med 7% point. Sparbanks indtjeningsprocent falder som følge af, at deres lønudgifter ikke falder i samme takt som deres nettorente- og gebyrindtægter. Spar Nords personaleudgifter stiger, men ikke nær så meget som deres indtægter, hvorfor deres udvikling i diagrammet er positiv. Forløbet i diagrammet er medvirkende til bankernes individuelle udvikling på ROA.

Fra fusionen og frem er tendensen svingende, men generelt stigende. Stigningen sker, idet nettorente og gebyrindtægterne stiger mere end lønudgifterne. Den markante stigning fra 2012 til 2013 kan være et resultat af, at fusionen medfører 100 nedlagte stillinger, samt lukning af 2 filialer⁶⁴. Samtidig stiger kundeantallet i 2012 med netto 12.000 foruden de 60.000, som kom i forbindelse med fusionen⁶⁵.

Generelt har pengeinstituttet en stigende medarbejderstab, da antallet stiger fra 1.099 i 2012 til 1.538 i 2015⁶⁶. Nøgletallet ovenfor viser, at effektiviteten hos de ansatte er forbedret, idet de gennemsnitlig genererer højere rente- og gebyr indtjening end før fusionen.

⁶⁴ Spar Nords Årsrapport 2012 s. 20

⁶⁵ Spar Nords Årsrapport 2012

⁶⁶ Spar Nords Årsrapport 2012 og 2015

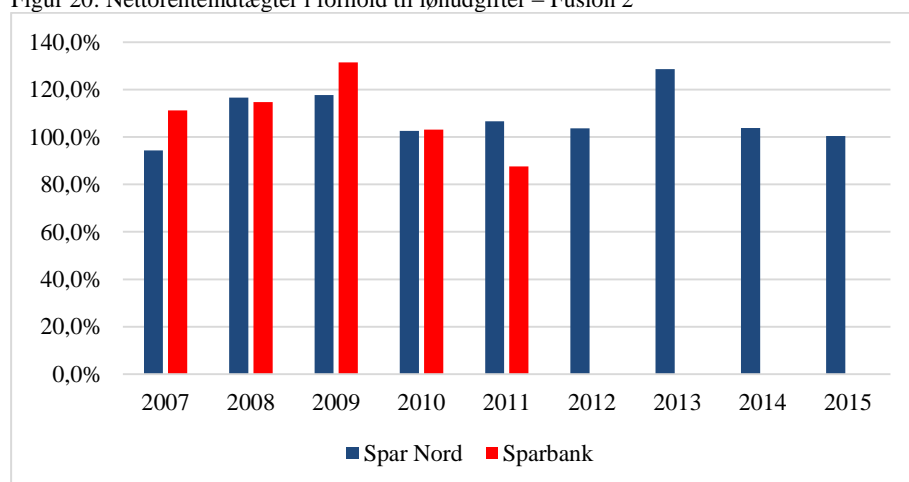
Spar Nords aktionærer kan være meget godt tilfredse med denne udvikling, da der også er tale om en forbedring i forhold til Spar Nord forinden fusionen. Det er dermed et godt tegn på, at fusionen har forbedret effektiviteten i pengeinstituttet.

Det er dog væsentligt som ved fusion 1 at undersøge, om forskellen i pengeinstitutternes udvikling ligger i deres renteindtægter eller i deres gebyrindtægter.

Kommende diagram giver et indblik i at Sparbanks faldende indtjeningsprocent både skyldes faldende gebyr- og renteindtægter ift. deres lønudgifter, men i særligt grad deres faldende renteindtægter ift. lønudgifter, som i perioden op til fusionen falder med 23 % point. Spar Nords stigning i indtjening ift. lønudgifter op til fusionen skyldes alene stigende renteindtjening ift. lønudgifter, der stiger med 13% point, da deres gebyrindtægter pr. lønudgiftskrone falder med 5% point.

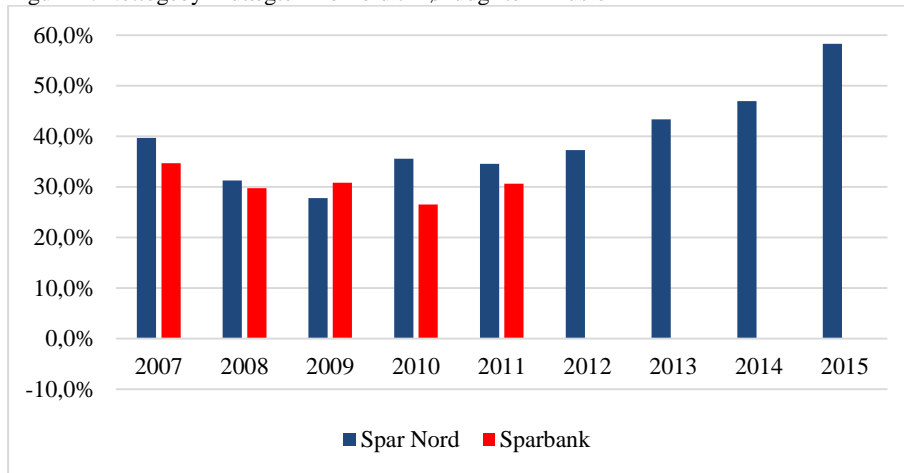
Diagrammerne viser ligeledes, at den stigende rente- og gebyrindtjening i forhold til lønudgifterne, med undtagelse af 2013, udelukkende skyldes, at netto gebyrindtægter i forhold til lønudgifter stiger med 56% fra fusionen og frem, da renteindtægterne i forhold til lønudgifter falder med 4% i samme periode.

Figur 20: Netto renteindtægter i forhold til lønudgifter – Fusion 2



Egen tilvirkning pba. årsregnskab 2007 - 2015 for Spar Nord og Sparbank

Figur 21: Nettoebyrindtægter i forhold til lønudgifter – Fusion 2



Egen tilvirkning pba. årsregnskab 2007 - 2015 for Spar Nord og Sparbank

Af de analyserede faktorer der er medvirkende til de to pengeinstitutters individuelle udvikling på ROA op til fusionen, så er Sparbanks fald primært forårsaget af, at deres tab i % af udlån stiger markant samtidig med, at nettorente- og gebyrindtægterne ift. lønudgifter falder. Spar Nord's fald i ROA skyldes hovedsagelig deres stigende tabsprocent på udlån og faldende gebyrindtjening pr. lønudgiftskrone.

3.3. ICGR

Den primære målsætning for alle pengeinstitutter er alt andet lige at tjene penge samt at sikre yderligere indtjening nu og i fremtiden. En måde, hvorpå et pengeinstitut kan tjene penge, er bl.a. ved at vokse. Det er dog vigtigt at have for øje, hvor meget et pengeinstitut kan vokse uden at det får betydning for solvensen.

Dette skyldes, at solvensen ikke må være under 8%⁶⁷ jf. CRD-IV kravene. Til beregning af dette, kan nøgletallet Internal Capital Generation Rate⁶⁸, typisk forkortet til ICGR, anvendes. ICGR udtrykker, hvordan pengeinstituttets evne er til at forøge egenkapitalen ved egen indtjening, og bør som minimum følge udlånsvæksten, hvis de nuværende kapitalforhold i pengeinstituttet er tilfredsstillende.

ICGR udtrykker derfor, hvor meget pengeinstituttet kan øge deres udlån og samtidig fastholde solvensprocenten, som benævnt ovenfor, under forudsætning af, at det nye udlån har samme risikoprofil som det eksisterende.

Hvis der i et eller flere år ikke udbetales udbytte til aktionærene, vil ROE og ICGR give samme resultat idet ICGR udregner, hvor meget pengeinstituttets egenkapital er vokset som følge af skabt indtjening, hvilket er det samme, som ROE beregner som tidligere beskrevet under afsnit 3.1.

ICGR beregnes på følgende måde:
$$= \frac{\text{Aktiver}}{\text{Egenkapital}} * \frac{\text{Nettoresultat}}{\text{Aktiver}} * \frac{\text{Nettoresultat} - \text{udbytte}}{\text{Nettoresultat}}$$

Forskellen samt udviklingen for pengeinstitutternes ICGR analyseres ud fra disse 3 led, som ligeledes er måden nøgletallet udregnes på:

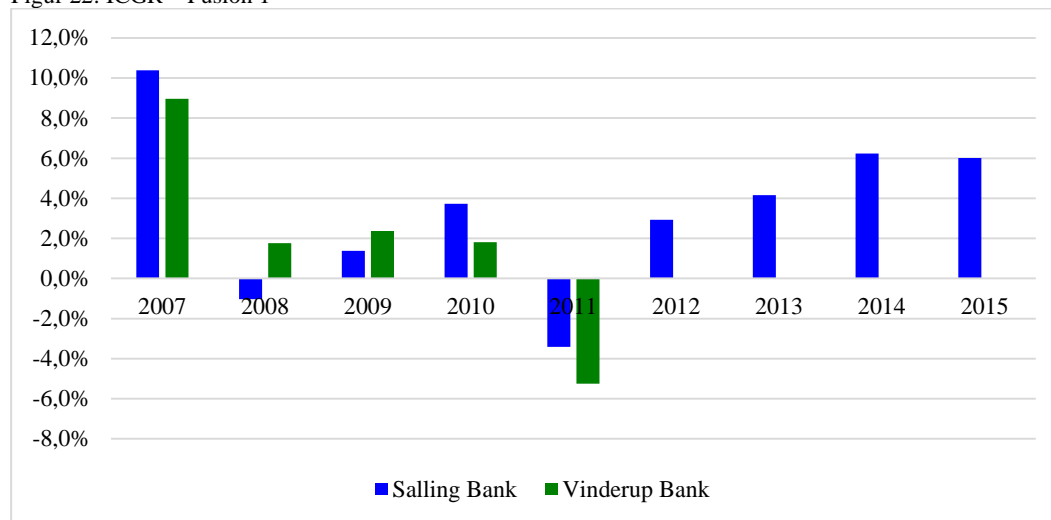
- Capital Ratio = Egenkapitalprocenten beskriver, hvor meget af pengeinstituttets passiver, der består af egenkapital. Jo lavere egenkapitalprocent desto højere vil dette tal være
- Return on Assets (ROA) = Beskriver, som tidligere i afsnit under ROA, et pengeinstituts effektivitet og evne til at skabe afkast af deres aktiver
- Earnings retention rate = Beskriver, hvordan udbyttepolitikken er for det enkelte pengeinstitut

⁶⁷ www.finansraadet.dk (5)

⁶⁸ Kolari J.W. & Gup B.E s. 365, 366 og 367

3.3.1. ICGR - Fusion 1

Figur 22: ICGR – Fusion 1



Egen tilvirkning pba. årsregnskab 2007 - 2015 for Salling Bank og Vinderup Bank

Det fremgår af ovenstående diagram, at der er stor forskel i begge pengeinstitutters capital ratio og dermed deres ICGR. Forskellen betyder, at de har truffet forskellige valg i forhold til deres finansieringsstruktur, hvilket enten kan være frivilligt, eller fordi der er pålagt en højere solvensprocent/egenkapitalprocent på baggrund af en højere risiko i deres finansieringsstruktur i deres porteføljer.

Endvidere indgår ROA i beregning af ICGR, som før benævnt i opgaven, hvorfor en forskel i ROA ligeledes vil have indvirkning på ICGR. Afslutningsvis minder de to pengeinstitutters earnings retention rate om hinanden i stort set alle år op til fusionen med undtagelse af Vinderup Bank i 2007, hvor de havde en konsolidering på 87%. Vinderup Bank valgte at udbetale udbytte i 2007, hvorfor deres ICGR ligeledes er lavere end Salling Bank dette år til trods for, at Vinderup Bank havde en højere ROA.

Hvis et pengeinstitut har en lavere ICGR grundet udloddet udbytte til aktionærerne, er det mindre kritisk, end hvis det skyldes end lavere ROA, da et pengeinstituts udbyttepolitik er lettere at ændre på end ROA. Det laveste niveau for ICGR findes for begge pengeinstitutter i 2011, hvor de begge har en negativ ICGR samt i 2008, hvor Salling Bank ligeledes har en negativ ICGR.

Den negative ICGR opstår ved, at pengeinstitutterne i disse år har haft et negativt resultat før skat. Konsekvensen ved en negativ ICGR er, at solvensen bliver mindre, fordi egenkapitalen bliver reduceret. Højeste niveau for ICGR findes hos Salling Bank i 2007 med hele 10,39%. At ICGR er højest i 2007 for begge pengeinstitutter skyldes det høje resultat før skat.

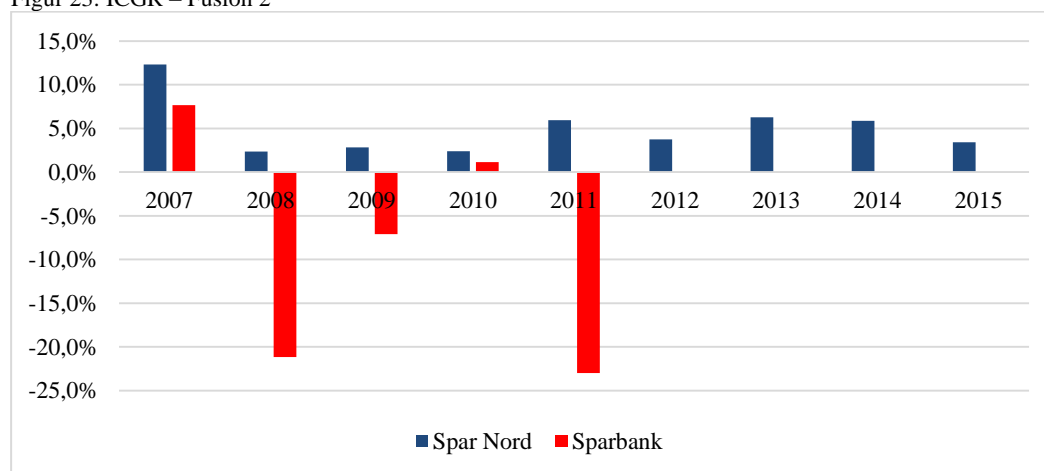
Da ICGR som beskrevet i indledningen fortæller noget om, hvor meget et pengeinstitut kan vækste uden det går ud over solvensen, har Vinderup Bank haft mulighed for at vækste i niveauet 1,76% - 8,97%, og Salling Bank i niveauet 1,37% - 10,39%.

Det ses endvidere i figur 22, at der er en markant stigning i ICGR fra 2012 til 2013, hvorefter den falder en smule – dog stadig på et højere niveau end Salling Bank havde før fusionen. Den positive udvikling betyder, at Salling Bank har forbedret muligheden for at øge deres udlån, uden at det påvirker deres solvensprocent. Det forudsættes, at risikoprofilen på det nye udlån er uændret i forhold til det eksisterende. Stigningen skyldes udelukkende stigningen i ROA, hvor årsagerne hertil er beskrevet i afsnittet om ROA. Det ses, at egenkapitalprocenten er faldende og konsolideringsprocenten er konstant, da der ikke er udbetalt udbytte.

Ud fra ovenstående er der tale om en væsentlig forbedring for Salling Banks ICGR efter fusionen med Vinderup Bank, hvorfor aktionærerne kan være tilfredse med den positive trend.

3.3.2. ICGR - Fusion 2

Figur 23: ICGR – Fusion 2



Egen tilvirkning pba. årsregnskab 2007 - 2015 for Spar Nord og Sparbank

Diagrammet ovenfor viser Spar Nord og Sparbanks udvikling i ICGR, hvoraf det fremgår, at Spar Nord har en omend faldende så en væsentligt bedre udvikling end Sparbank. Udviklingen betyder, at Spar Nord modsat Sparbank, kan øge deres udlån med eksempelvis 5,9% i 2011 uden at ændre deres solvensprocent. Dette er under forudsætning af, at der er samme risikoprofil på det nye udlån som pengeinstitutts eksisterende udlån.

Pengeinstitutternes egenkapital- og konsolideringsprocent differentierer sig en smule fra hinanden. Sparbanks egenkapitalprocent stiger over perioden, imens Spar Nord stort set er uændret. Sparbanks stigning påvirker deres ICGR positivt og udtrykker, at pengeinstitutts finansieringsstruktur er ændret en smule til at indeholde en procentvis lidt større egenkapital.

På nær i 2007, hvor pengeinstitutterne udbetaler udbytte, er konsolideringsprocenten 100%, hvilket betyder, at de fra 2008 og frem har samme udbyttepolitik.

Diagrammet viser ligeledes Spar Nords ICGR efter fusionen med Sparbank. Det fremgår, at udviklingen af ICGR er volatil, men generelt set stiger nøgletallet – både fra 2009 og frem til 2015, og isoleret set fra fusionen i 2012 og frem.

Stigningen i ICGR skyldes alene stigningen i ROA idet både egenkapital- og konsolideringsprocenten falder. Faldet i egenkapitalprocenten skyldes, at egenkapitalen stiger, samtidig med at aktiverne falder, hvilket forandrer finansieringsstrukturen. Stigningen i ROA er analyseret tidligere i afsnit 3.2.

Konsolideringsprocenten falder, idet Spar Nord i 2013 og frem har udbetalt udbytte til aktionærerne. Det er bemærkelsesværdigt, at Spar Nord vælger at starte udbetaling af udbytte for første gang efter finanskrisen netop i 2013, som samtidig er året efter fusionen. ICGR ligger trods den positive udvikling lavere end Spar Nords 5,9%⁶⁹ forinden fusionen, hvilket aktionærerne umiddelbart ikke kan være helt tilfredse med. Tages det i betragtning, at udbyttet kommer aktionærerne til gode og der i stedet regnes med en konsolideringsprocent på 100%, er ICGR 11,35 % i 2015. Ud fra dette er der alligevel tale om en væsentlig forbedring i forhold til Spar Nords ICGR forinden fusionen. Aktionærerne kan derfor være godt tilfredse med udviklingen efter fusionen.

⁶⁹ Kilde: Se figur 23

3.4. WACC

Weighted Average Cost of Capital⁷⁰, forkortet WACC, er et nøgletal, der er med til at beregne kapitalværdien for et pengeinstitut. Kapitalværdien beregnes ved at diskontere betalingsstrømmen med den skattejusterede vægtede gennemsnitlige kapitalomkostning efter selskabs-skat⁷¹.

WACC er udtrykt ved formel: $WACC = k_d(1 - T)L + k_e(1 - L)$

Som det fremgår af ligningen, består WACC af 2 led:

Første led, k_d , er pengeinstitutets gennemsnitlige låneomkostninger; den rente, som et pengeinstitut skal betale for at låne kapital. $((1 - T))$ tager højde for, at renteudgifter er skattemæssigt fradragsberettiget, og L står for fremmedkapital, som dækker over alt andet end egenkapital.

Det andet led k_e er omkostninger til kapital, som er finansieret ved hjælp af egenkapital. k_e er beregnet via CAPM, som er udtrykt ved formlen⁷²: $k_e = r_f + \beta(k_m - r_f)$. r_f udtrykker den risikofrie rente og k_m udtrykker markedets risikopræmie, eller det risikotillæg som en investor kræver i merafkast for at påtage sig investeringen.

Slutteligt er β antaget til at være 1⁷³. Såfremt β stiger, vil det føre til en højere WACC og omvendt, hvis β falder. Ovenstående ligning for WACC viser, at der er flere elementer, der kan påvirke WACC både i positiv og negativ retning.

En af de primære faktorer, der kan påvirke WACC er den rente, som et pengeinstitut skal betale for deres fremmedkapital – også udtrykt ved k_d . Endvidere kan den risikofrie rente samt markedets risikopræmie påvirke WACC.

Pengeinstitutters egenkapital er ofte relativ lille, fordi solvenskravene er bygget op på en sådan måde, at det er muligt at drive bank med en forholdsvis lille egenkapital. Derfor er pengeinstitutter følsomme over for selv mindre ændringer i renten, da renten har stor indflydelse på pengeinstitutternes pris på kapital og dermed på WACC. En lavere WACC for et pengeinstitut vil derfor alt andet lige betyde billigere adgang til finansiering, og derfor mulighed for at kunne tilbyde skarpere priser på udlån i forhold til de pengeinstitutter, der har en højere WACC.

⁷⁰ Kolari J.W. & Gup B.E s. 268

⁷¹ Christensen M. (2005) s. 419

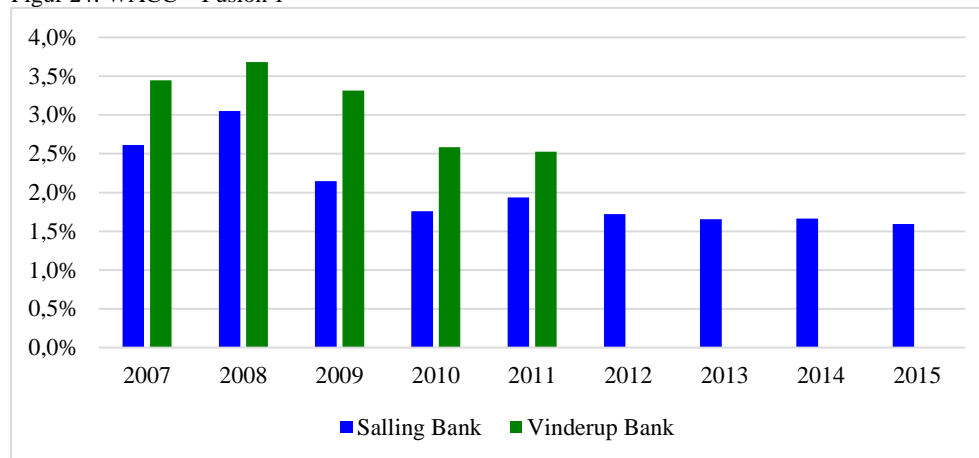
⁷² Kolari J.W. & Gup B.E s. 279

⁷³ Christensen M. (2014) s.140

3.4.1. WACC - fusion 1

Nedenstående diagram viser, hvordan udviklingen i WACC har været for Vinderup Bank og Salling Bank i analyseperioden:

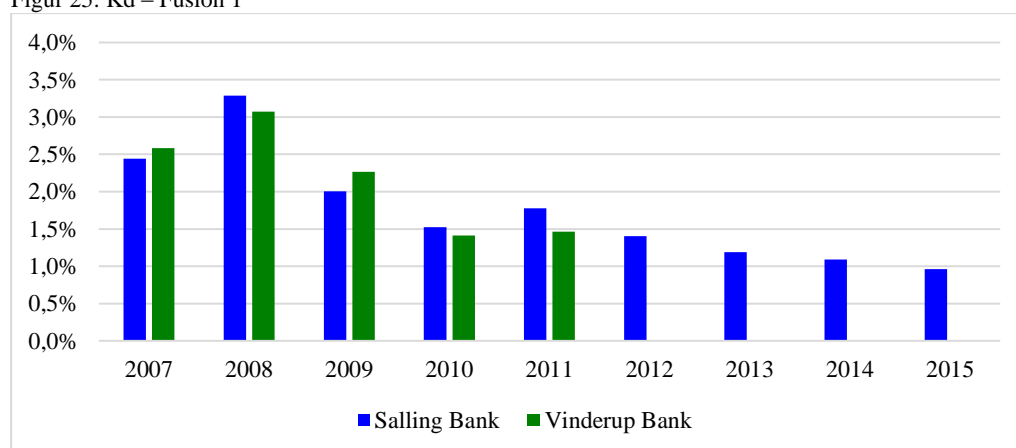
Figur 24: WACC – Fusion 1



Egen tilvirkning pba. årsregnskab 2007 - 2015 for Salling Bank og Vinderup Bank

Det fremgår, at Vinderup Bank generelt i hele analyseperioden har en markant højere WACC end Salling Bank, dog med en faldende tendens. I sammenligning af udviklingen i WACC før og efter fusionen ses, at fusionen kan være medvirkende til at give Salling Bank noget lavere gennemsnitlige kapitalomkostninger og derfor et potentielt stigende antal rentable, nye investeringer. Som tidligere beskrevet i analysen, er det k_e og k_d , som har stor indflydelse på WACC, hvorfor det er interessant at undersøge, hvorvidt disse to parametre har ændret sig i analyseperioden. Det er forudsat ved k_e , at den risikofrie rente er konstant 4% (hvorfor der ikke laves et diagram), at β i hele perioden er 1 og markedsafkast er konstant 10%.

Figur 25: k_d – Fusion 1



Egen tilvirkning pba. årsregnskab 2007 - 2015 for Salling Bank og Vinderup Bank

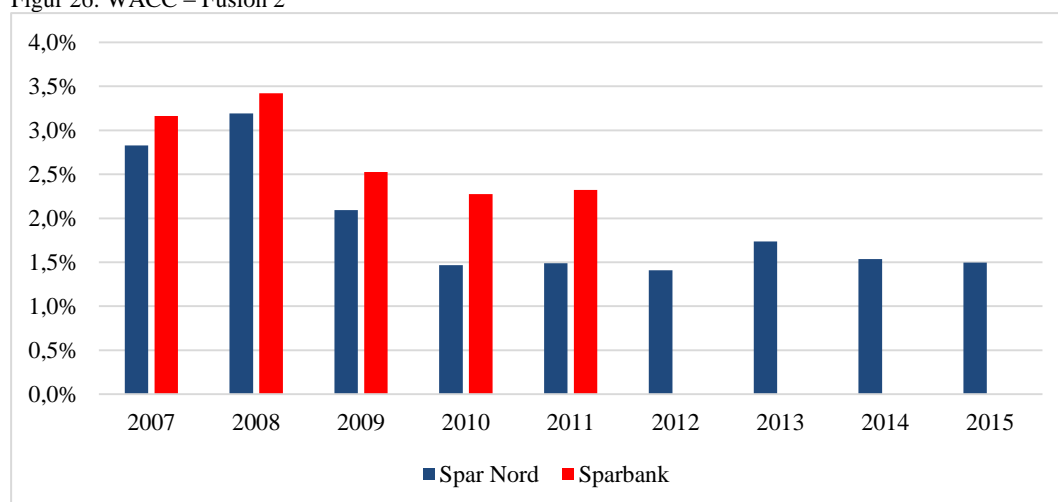
Af diagrammet ovenfor ses det, at k_d i hele analyseperioden fra 2008 – 2011 er faldende for begge pengeinstitutter. Det generelle fald i k_d skyldes, at det generelle renteniveau har været faldende, hvilket derfor har gjort det billigere at få finansieret lånekapital.

Dog fremgår det også, at begge pengeinstitutter i 2008 har en høj k_d , hvilket til dels kan forklares ved generel høj usikkerhed omkring pengeinstitutternes kvalitet som debitor på baggrund af finanskrisens udbrud. Endvidere fremgår det, at k_d er faldende i hele perioden efter fusionen, og væsentlig lavere og mere stabil end før fusionen, hvilket er positivt. Den faldende k_d betyder for Salling Bank, at de har mulighed for at få billigere finansiering, og dermed lavere kapitalomkostninger. Den faldende udvikling skyldes i høj grad det generelt faldende renteniveau, hvilket også kommer til udtryk i Salling Banks regnskab, hvor renteudgifterne i hele analyseperioden er faldet med 51%⁷⁴.

3.4.2. WACC - fusion 2

Diagrammet nedenfor illustrerer, at de to fusionerede pengeinstitutters WACC udvikler sig positivt i perioden fra 2007 – 2011. Prisen på likviditet falder hos Sparbank med 27% imens den hos Spar Nord falder med 47%. Sammenlignet med Sparbank har Spar Nord i alle analyseårene en mærkbar lavere WACC, hvilket viser investorerne, at de har lavere gennemsnitlige kapitalomkostninger og dermed har flere nye investeringer, som vil være rentable.

Figur 26: WACC – Fusion 2



Egen tilvirkning pba. årsregnskab 2007 - 2015 for Spar Nord og Sparbank

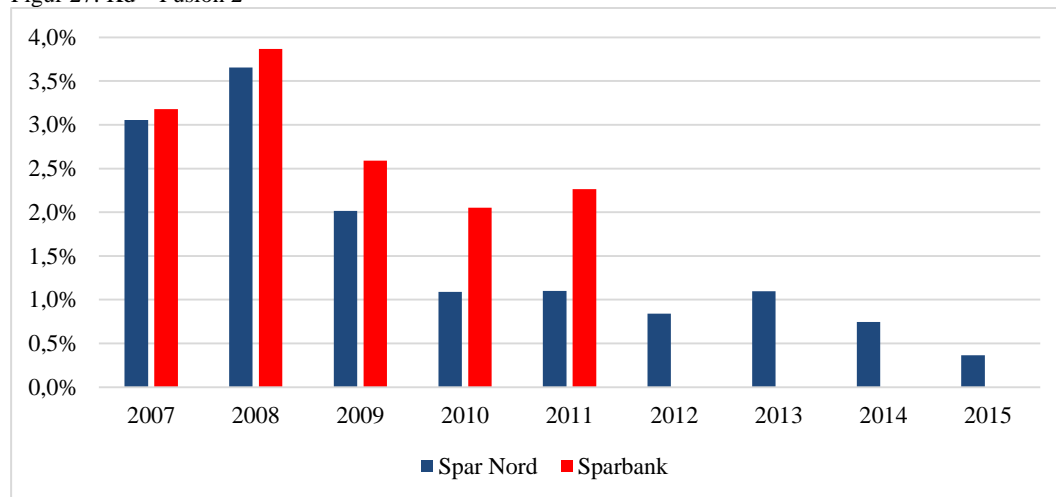
Det ses endvidere, at WACC udvikler sig positivt for Spar Nord ved at falde fra 2,19% i 2009 til 1,50% i 2015. I forbindelse med fusionen stiger prisen efter sit laveste niveau på 1,41 % i 2012 til 1,74% i 2013 for igen at falde i det følgende år. Udsvinget omkring fusionen kan skyldes, at det tager noget tid før synergierne ved fusionen effektiviseres og bliver synlige i regnskaberne.

⁷⁴ Se vedlagt USB stik "Excel-bilag" – ark "3 - Ny Salling Bank efter fusion" celle k3

Sammenligning af udviklingen før og efter fusionen giver et billede af, at fusionen kan være medvirkende til at give Spar Nord lavere gennemsnitlige kapitalomkostninger og dermed også et potentielt stigende antal rentable nye investeringer.

Det er dog som ved fusion 1 ligeledes interessant at se, hvordan k_d har udviklet sig både før og efter fusionen. Prisen på egenkapital er beregnet ud fra de samme forudsætninger som ved fusion 1 og er konstant.

Figur 27: k_d – Fusion 2



Egen tilvirkning pba. årsregnskab 2007 - 2015 for Spar Nord og Sparbank

Prisen på pengeinstitutternes gæld har for begges vedkommende en stigning fra 2007 til 2008 og er siden da faldet, på nær Sparbank, der har en minimal stigning fra 2010 til 2011. Sparbanks fald skyldes, at deres renteudgifter falder mere end størrelsen på deres fremmedkapital mindskes. Spar Nord's mere markante fald skyldes at deres renteudgifter falder på trods af at deres fremmedkapital stiger. Det generelle fald i k_d skyldes, som tidligere nævnt i afsnittet om ROA, det generelt faldende renteniveau i perioden, hvilket har gjort lånekapitalen billigere. Prisforskellen på de to pengeinstitutters fremmedkapital kan være forårsaget af størrelsesforskellen på de to pengeinstitutter. Spar Nord har qua deres størrelse og rating af store rating bureauer nemmere adgang til internationale kapitalmarkeder via eksempelvis obligationsudstedere.

Prisen på Spar Nord gældsforpligtelser svinger i analyseperioden og har en faldende tendens både over hele perioden og fra fusionen og frem. Udviklingen skyldes, at renteudgifterne falder procentvis mere end fremmedkapitalen. Fremmedkapitalen eks. puljeordninger falder med 24%, hvilket hovedsageligt skyldes, at aktiverne vedrørende puljeordninger bliver mere end 4 gang større i perioden. Stigende aktiekurser kan være medvirkende hertil.

Renteudgifterne falder med 87%, hvilket kan hænge sammen med periodens generelt faldende renteniveau, som tidligere beskrevet. Forbedret adgang til internationale kapitalmarkeder som følge af forbedrede regnskaber kan også være medvirkende til lavere kapitalomkostninger.

3.5. Delkonklusion på nøgletalsanalysen

ROE for fusion 1 er årene op til fusionen meget volatil. Efter 2012 stiger ROE dog med et fald i 2015. I fusion 2 er ROE for Sparbank væsentlig lavere end for Spar Nord. Sparbank havde negativ ROE 3 ud af 5 år i analyseperioden. Efter fusionen ses der dog en positiv udvikling med en stigende trend. Vinderup Bank har i analyseperioden før fusionen en højere ROA end Salling Bank. Dog med undtagelse af 2011, hvor begge pengeinstitutter, og Vinderup Bank i særdeleshed, havde negativ ROA. Efter fusionen stiger ROA op til et højere niveau end før fusionen – dog med undtagelse af 2007, hvor Salling Bank har deres højeste ROA i hele analyseperioden. Sparbank har i 3 år forinden fusionen en negativ ROA, hvor Spar Nord alle år inden fusionen har en positiv ROA. Efter fusionen stiger ROA signifikant og Spar Nord har i 2015 den højeste ROA i analyseperioden. Da Salling Bank generelt ikke har udbetalt udbytte, er udviklingen i ICGR den samme som ROA. Hos Spar Nord afviger ICGR fra udviklingen i ROA fra 2013 og frem grundet udbyttebetaling.

WACC for begge fusioner viser en faldende trend. Dette skal ses i lyset af det generelt faldende renteniveau, som påvirker k_d og dermed WACC i nedadgående retning.

Forbedringerne i rentabilitetsnøgletallene er primært elementer, som påvirker de langsigtede aktionærernes syn på aktien. Det er muligt, at den positive udvikling også vil påvirke de kortsigtede aktionærs syn på aktien, men det vil i så fald kræve, at aktien bevæger sig betydeligt som følge af de forbedrede nøgletal.

4. Værdiansættelse

For at besvare problemstillingen om, hvilken fusion, der har skabt mest værdi for aktionærerne i de opkøbene pengeinstitutter, vil efterfølgende afsnit indeholde en værdiansættelse af Vinderup Bank og Sparbank. Resultatet af værdiansættelsen vil alt andet lige vise, hvorvidt Salling Bank eller Spar Nord henholdsvis har købt Vinderup Bank og Sparbank til en overpris, og såfremt det viser sig at være tilfældet, hvor meget vil denne overpris i givet fald vil være på.

Til vurdering af bytteforholdet findes der, som nævnt i indledningen, flere forskellige brugbare modeller. I dette afsnit tages der udgangspunkt i FCF-modellen – bedre kendt som DCF-modellen⁷⁵. Den diskonterede cash flow-model anvendes til beregningen af egenkapitalværdien samt til beregning af virksomhedsværdien⁷⁶. Der er dog et element ved den klassiske DCF-model, der skal tages højde for, når man skal værdiansætte pengeinstitutter, hvorfor der vil ske en justering af modellen. Dette vil blive nærmere belyst senere i dette afsnit.

I DCF-modellen analyserer man dels på værdien, som virksomheden eller pengeinstituttet har opnået fra det frie cash flow, også kaldet driftsafkastet, i en på forhånd given budgetperiode, og dernæst på et terminal år, der bestemmer værdien efter budgetperioden, benævnt terminalværdien⁷⁷.

En budgetperiode afsluttes dermed med et terminalår, hvorefter værdien af cash flowet i terminalværdien tilbagediskonteres til en nutidsværdi med en rente, der godtgøre risikoen ved investeringen. Terminalværdien er et meget vigtigt element i en værdiansættelse, da terminalværdien ofte udgør mellem 40-60%⁷⁸ af den samlede værdi. Det cash flow, som fremgår i terminalåret, udtrykker de forventninger man som virksomhed eller pengeinstitut har til det evige cash flow. DCF-modellen er udtrykt ved nedenstående formel⁷⁹, hvor det evige cash flow er udtrykt ved ∞

$$V_0^{NDA} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1 + r_{wacc})^t}$$

Kilde: Sørensen O. (2009) s.43 - 44

⁷⁵ Sørensen O. (2009) s.41

⁷⁶ Sørensen O. (2009) s.41 + 42

⁷⁷ Ejendomsforeningen Danmark (2006) s.6

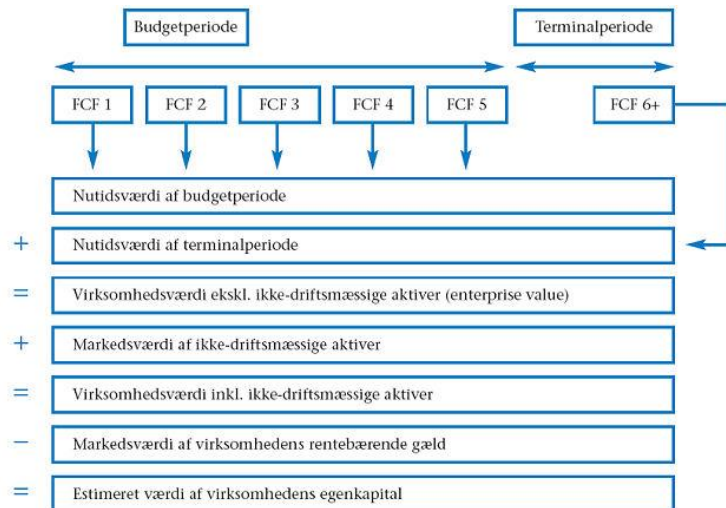
⁷⁸ Ejendomsforeningen Danmark (2006) s.6

⁷⁹ www.skat.dk (1)

V udtrykker den estimerede værdi af nettodriftsaktiverne på tidspunkt 0, FCF udtrykker det frie cash flow i perioden t og WACC udtrykker, som tidligere beskrevet i nøgletalsanalysen, hvor meget kapital koster på tværs af alle kapitaler; den vægtede gennemsnitlige kapitalomkostning.

Nedenstående figur giver et godt indblik i fremgangsmåden i DCF-modellen:

Figur 28: DCF-modellen inddelt i faser



Kilde: Fra skat pbg. af faglig notat om den statsautoriserede revisors arbejde ifm. værdiansættelse af virksomheder

Som det fremgår af ovenstående model, kan DCF-værdiansættelsen opdeles i en række faser. Disse faser vil i selve værdiansættelsen blive kommenteret dybere, hvor der ligeledes vil forekomme en begrundelse og argumentation for valget af de nødvendige estimater. Som nævnt i indledning af værdiansættelsen, er der et element ved den klassiske DCF-model, der skal tages højde for, når man skal værdiansætte pengeinstitutter. For en almindelig virksomhed giver det mening at værdiansætte ud fra det frie cash flow fra driften, som man gør i den normale DCF-model som vist ovenfor. For et pengeinstitut er dette dog ikke muligt, da driften netop består af finansielle aktiviteter, herunder renteindtægter og renteudgifter. For at vurdere et pengeinstituts værdi, ses der i stedet på pengestrømmene til egenkapitalen, der tilbagediskonteres med egenkapitalens afkastningsgrad (k_e)⁸⁰. Denne model omtales normalt som equity-DCF-metoden og er udtrykt ved nedenstående formel⁸¹:

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

Kilde: Valuation, s.745

⁸⁰ Koller T., Goedhart M. & Wessel D (2010) s.745

⁸¹ Koller T., Goedhart M. & Wessel D (2010) s.745

CFE udtrykker cash flowet til egenkapitalen, k_e er egenkapitalens forrentning og t angiver tiden.

Ud fra ovenstående formel, er det værdien af egenkapitalen man finder, og ikke virksomhedsværdien.

Dog ses det, at principperne i *CFE*-modellen er de samme som i *DCF*-modellen, men hvor der ses på cash flow til egenkapitalen samt forrentningskravet til egenkapitalen. Der skal ligeledes estimeres en budgetperiode, samt de forventede fremtidige pengestrømme for således at kunne bestemme markedsværdien. De fremtidige pengestrømmene tilbagediskonteres derefter med en beregnet diskonteringsrente, k_e , som udregnes ved hjælp af *CAPM*. Denne diskonteringsrente skal kompensere for det forrentningskrav en investor måtte have.

4.1. Budgettering

Forinden selve budgetteringen til værdiansættelsen begyndes, er det vigtigt at kortlægge, hvilken budgetteringsperiode der arbejdes med. For at mindske risikoen for at over- eller undervurdere værdien af pengeinstituttet, er det vigtigt at pengestrømmen bliver så stabil som muligt, inden budgetperioden afsluttes med beregning af terminalperioden⁸². Terminalværdien har som tidligere nævnt en stor indflydelse på resultatet af værdiansættelsen. Hvor lang budgetperioden skal være, vil grundet behovet for stabilisering i høj grad afhænge af virksomhedens konjunkturfølsomhed. I det aktuelle tilfælde, hvor der regnes på pengeinstitutter, som er meget konjunkturfølsomme, hvilket bl.a. kom til udtryk i finanskrisen, vælges der en 10-årig budgetperiode. Budgetperiodens første år bliver 2012 eftersom 2011 er det sidste år, hvor Vinderup Bank præsenterer et helårsregnskab.

Ved en kortere budgetteringsperiode på eksempelvis 5 år, er der risiko for, at beregningen bliver påvirket af enten en høj- eller lavkonjunktur. Modsat er der ved en budgetteringsperiode på mere end 10 år risiko for, at estimeringen bliver uholdbar grundet det lange tidsperspektiv.

4.2. Værdiansættelse af Vinderup Bank

I det kommende vil den ovenfor beskrevne equity *DCF*-model med en 10-årig budgetteringsperiode blive benyttet til beregning af Vinderup Banks markedsværdi forinden fusionen med Salling Bank i 2012. Ud fra den beregnede markedsværdi af pengeinstituttet vurderes det efterfølgende, om Salling Banks aktionærer betalte en under- eller overpris for Vinderup Bank. Vinderup Bank fusionerede som bekendt med Salling Bank i 2012, hvorfor udviklingerne i de enkelte poster bygger på estimeringer.

⁸² Ejendomsforeningen Danmark (2006) s. 7

Til at gøre værdiansættelsen gennemskuelig, vil de valgte estimater blive gennemgået i dybden. Dette gøres ved først at gennemløbe resultatopgørelsens udvikling i budgetperioden samt terminalåret.

Resultatopgørelsen gennemgås post for post samt: Udbytte af aktier, andre driftsindtægter, af- og nedskrivninger på materielle aktiver og andre driftsudgifter. Disse poster estimeres ens og behandles derfor samlet. Efterfølgende vil equity cash flow blive beregnet, hvorefter egenkapitalens afkastningskrav udregnes ved hjælp af CAPM. Slutteligt finder selve værdiansættelsen af Vinderup Banks egenkapital sted, som vil blive holdt op imod den aktuelle aktiekurs forinden fusionsplanerne blev offentliggjort.

4.2.1. Resultatopgørelsen

Værdiansættelsens første step er at beregne nettoresultatet i den 10-årige budgetperiode.

4.2.2. Renteindtægter og –udgifter

Første post i resultatopgørelsen er historisk set pengeinstituttets væsentligste indtægt og består af nettorenteindtægterne, som er renteindtægterne på bankudlån fratrukket renteudgifterne på bankindlånet. Regnskabspostens udviklingen påvirkes af følgende tre parametre: Bankudlån, bankindlån og rentemarginalen. I første omgang bliver udviklingen i pengeinstituttets bankudlån og –indlån budgetteret og fremgår af tabellen nedenfor.

Figur 29: Estimeret udvikling i Vinderup Banks ind- og udlån

(Beløb i t.DKK) / %	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Budgetteret vækst	-1,4%	-4,4%	-1,6%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	5,5%	6,0%
Bankudlån	266.658	255.009	250.833	253.341	258.408	266.160	276.806	290.647	306.632	325.030
Budgetteret vækst	6,0%	-2,2%	-1,6%	1,0%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
Bankindlån	434.958	425.304	418.339	422.522	426.747	433.149	441.812	452.857	466.443	482.768

Kilde: Egen tilvirkning

I perioden fra 2012 – 2014 tager den budgetterede vækst i bankindlån og -udlån udgangspunkt i, at Vinderup Banks bankindlån og -udlån udvikler sig identisk med gennemsnittet i sektoren. Det ses, at bankudlånet er faldende i alle tre år inden bankindlånet igen stiger i 2012, hvorefter det falder i både 2013 og 2014⁸³. Stigningen på 1% ved begge poster i 2015 er med baggrund i, at posterne stiger svagt hos de to opkøbende pengeinstitutter Salling Bank og Spar Nord i 2015⁸⁴. Den lave vækst i 2016 og 2017 skal ses i lyset af, at Verdensbanken 6. januar i år nedsatte deres forventninger til væksten i den globale økonomi til 2,9% i 2016⁸⁵.

⁸³ www.finansraadet.dk (6)

⁸⁴ Salling Bank og Spar Nords årsrapport 2015

⁸⁵ www.business.dk (1)

Danske Banks analytikere vurderer, at der alene er tale om et bump på vejen og deres vurdering er, at opsvinget i Danmark er højt nok til at beskæftigelsen inden udgangen af 2017 vil stige med 60.000⁸⁶. Med baggrund i, at den økonomiske vækst vil øge låneefterspørgslen, ses der i slutningen af budgetteringsperioden en støt stigende vækst.

Eftersom størrelsen på Vinderup Banks fremtidige bankindlån- og udlån er estimeret, vil der ud fra Vinderup Banks historiske rentemarginal udregnes en realistisk formodning om, hvordan de fremtidige renteindtægter- og udgifter kunne have set ud.

Først skal rentemarginalen estimeres. Nedenfor ses Vinderup Banks rentemarginal for de to sidste hele regnskabsår.

Figur 30: Vinderup Banks rentemarginal de 2 sidste år inden fusionen

(Beløb i t.DKK.) / %	2010	2011
Renteindtægter	20.341	21.165
Bankudlån	248.066	270.557
Renteindtægter i % af udlån	8,20%	7,82%
Renteudgifter	5.838	6.171
Bankindlån	408.160	410.431
Renteudgifter i % af indlån	1,43%	1,50%
Rentemarginal	6,77%	6,32%

Kilde: Egen tilvirkning ud fra Vinderup Banks årsrapport 2010 og 2011

Af tabellen ovenfor ses det, at Vinderup Banks rentemarginal var henholdsvis 6,77% og 6,32% i årene op til fusionen. Branchens gennemsnitlige rentemarginal har i perioden 2006 – 2014 ligget på et meget stabilt niveau omkring 3%⁸⁷.

Ud fra branchens gennemsnitlige niveau omkring 3%, Vinderup Banks marginal i tabellen ovenfor, samt Sparbanks niveau omkring 4,5% antages det, at rentemarginalen er meget individuel fra pengeinstitut til pengeinstitut.

Med baggrund i ovenstående oplysninger tages der i budgetperioden udgangspunkt i et gennemsnit af Vinderup Banks historiske data for 2010 og 2011. Renteindtægterne i % af udlån nedenfor er angivet til 8%, og renteudgifterne i % af indlån er angivet til 1,5%, hvilket giver en estimeret rentemarginal på 6,5%. Ligesom branchens historiske rentemarginal, er niveauet angivet til at være stabilt gennem hele perioden.

Vinderup Banks fremtidige renteindtægter og – udgifter er beregnet og ses i tabellen på næste side.

⁸⁶ www.business.dk (1)

⁸⁷ www.finansraadet.dk (6) og www.finansraadet.dk (7) s.5

Figur 31: Estimeret udvikling i Vinderup Banks renteindtægter og -udgifter samt rentemarginal

(Beløb i t.DKK) / %	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Renteindtægter i % af udlån	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Renteindtægter	21.333	20.401	20.067	20.267	20.673	21.293	22.145	23.252	24.531	26.002
Renteudgifter i % af indlån	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Renteudgifter	6.372	6.231	6.129	6.190	6.252	6.346	6.473	6.634	6.833	7.073
Estimeret rentemarginal	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%

Kilde: Egen tilvirkning

4.2.3. Gebyr og provision

Næste post er Vinderup Banks gebyr- og provisionsindtægter samt gebyr og provisionsudgifter. Gebyr og provisionsindtægterne er næst efter renteindtægterne pengeinstitutts væsentligste indtægtskilde. I årene op til fusionen stiger gebyr- og provisionsindtægterne imens renteindtægterne falder⁸⁸.

Regnskabsposten følger som udgangspunkt kundernes aktivitetsniveau i form af låneoptagelse og -omlægning, værdipapirhandel, betalingsformidling m.v.

De afgivne gebyr- og provisionsudgifter er en relativ lille post i den samlede resultatopgørelse og denne estimeres for overskuelighedens skyld til at følge gebyr- og provisionsindtægternes udvikling.

Udviklingen på udlån kan umiddelbart formodes at påvirke gebyr- og provisionsindtægterne i samme retning. I afsnit 4.2.2. blev udlånet estimeret til at falde fra 2012 – 2014 for herefter at stige i resten af budgetteringsperioden og det kunne derfor formodes, at gebyr- og provisionsindtægterne også falder i periodens første år.

Tendensen i sektoren er dog, at pengeinstitutterne i højere grad tager sig betalt via gebyrer og provisioner frem for renter på udlån. Sektorens gennemsnitlige udvikling på posten har en stigning på 20 %⁸⁹ fra 2011 – 2014 og direktøren for Mybanker.dk John Norden vurderer ikke, at den vil komme et falde foreløbig⁹⁰. Det generelt lave renteniveau medfører et stigende antal låneomlægninger, hvilket kan være en anden væsentlig årsag til de stigende gebyr- og provisionsindtægter.

Estimeringen, som ses i tabellen på kommende side, følger sektorens gennemsnitlige udvikling frem til 2014, hvorefter stigningen forsætter, men på et lavere niveau. Det vurderes, at der må være et loft på, hvor meget priserne kan stige på så kort tid samtidig med, at det tidligere er estimeret, at renteindtjeningen begynder at stige i slutningen af budgetperioden.

⁸⁸ Vinderup Banks årsrapporter 2009 – 2011

⁸⁹ Egen beregning ud fra www.finansraadet.dk (6): $(29.381 - 24.553)/24.553 = 0,1967$

⁹⁰ www.business.dk (2)

Figur 32: Estimeret udvikling i Vinderup Banks gebyr- og provisionsindtægter og -udgifter

(Beløb i t.DKK) / %	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Budgetteret vækst	4,4%	5,5%	8,6%	6,0%	5,0%	4,0%	3,0%	3,0%	2,0%	2,0%
Gebyr- og provisionsindtægter	5.644	5.953	6.468	6.856	7.199	7.487	7.711	7.943	8.102	8.264
Gebyr- og provisionsudgifter	498	525	571	605	635	661	681	701	715	729

Kilde: Egen tilvirkning

4.2.4. Kursreguleringer

Denne post er i årene op til fusionen overordnet set en forholdsvis lille, ubetydelig post. Posten angiver summen af Vinderup Banks realiserede såvel som urealiserede kursreguleringer. I budgetteringsperioden er posten i alle år sat til kr. 0 ud fra, at det må forventes, at pengeinstituttet over tid skiller sig af med aktier, obligationer, ejendomme, realkreditlån, valuta m.v., som giver dem et negativt afkast.

4.2.5. Udgifter til personale og administration

På Vinderup Banks udgiftsside er udgifterne til personale og administration tydeligt den største regnskabspost. Posten udgjorde i 2011 t.kr. 16.739, hvoraf t.kr. 8.795 gik til personaleudgifter og de resterende t.kr. 7.944 omfattede øvrige administrationsomkostninger⁹¹. I perioden fra 2007 og indtil fusionen med Salling Bank i 2012 steg posten med 24%⁹².

Generelt kan det formodes, at posten påvirkes i samme retning som pengeinstituttets forretningsniveau, idet flere arbejdsopgaver kræver flere hænder og omvendt. Forbedrede muligheder for, at kunder kan benytte selvbetjeningsløsninger i form af eksempelvis pengeautomater, net-, mobil- og tabletbank m.v. taler dog for optimeringsmuligheder.

Det tidligere estimeret faldende forretningsniveau i budgetteringsperiodens første 3 år, forbedrede selvbetjeningsløsninger og fusionen med Salling Bank taler alt sammen for, at udgiften til personale og administration kan optimeres i budgetteringsperioden.

Nedenfor ses det, at personale- og administrationsudgifterne er sat til at falde med 2% i 2012 og 10% i 2013. Disse estimater beror på, at effekten af fusionen antages at blive kanaliseret minimalt i 2012 og fuldt ud i 2013. Procentsatserne er ud fra, at ledelsesvederlag til direktion og bestyrelse hos Vinderup Bank udgjorde 10,8% i 2011⁹³, hvorfor det formodes, at fusionen minimum medfører denne besparelse.

⁹¹ Vinderup Banks årsrapport fra 2011

⁹² Egen udregning ud fra Vinderup Banks årsrapporter fra 2007 – 2011: $(16.739 - 13.545)/13.545 = 0,24$

⁹³ Egen udregning ud fra Vinderup Banks årsrapport fra 2011: $(1.486 + 330)/16.739 = 0,108$

Fra 2014 og frem er der et par år med næsten uændret udvikling grundet løbende optimeringer. I budgetteringsperiodens sidste 5 år stagnerer væksten på 2% svarende til den inflation Nationalbanken har som mål at ramme tæt på vha. pengepolitiske metoder⁹⁴. Det forventes dermed, at lønningerne følger den generelle prisudvikling.

Figur 33: Estimeret udvikling i Vinderup Banks udgifter til personale og administration

(Beløb i t.DKK) / %	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Budgetteret vækst	-2%	-10%	0%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%
Udgifter til personale og administration	16.404	14.764	14.764	14.911	15.061	15.362	15.669	15.982	16.302	16.628

Kilde: Egen tilvirkning

4.2.6. Nedskrivninger på udlån mv.

Nedskrivninger på udlån mv. er en anden væsentlig udgiftspost i Vinderups Banks resultatopgørelse. Af tabellen nedenfor fremgår det, at posten var meget volatil og med en generel stigende tendens i perioden op til fusionen med Salling Bank. Det negative resultat på posten i 2007 skyldes, som beskrevet i afsnit 3.1.2., nye regler for nedskrivninger på lån.

Figur 34: Vinderup Banks nedskrivninger i perioden 2007-2011

(Beløb i t.DKK)	2007	2008	2009	2010	2011
Nedskrivninger	-1.186	2.629	1.737	787	4.980

Kilde: Egen tilvirkning ud fra Vinderup Banks årsrapporter fra 2007 - 2011

Udgiftsposten påvirkes naturligt af den generelle konjunktur, omend den vil være en smule forsinket. Ud fra en antagelse om, at Vinderup Banks nedskrivninger følger sektorens gennemsnitlige niveau, estimeres 2012 – 2014 til at ligge på samme nedskrivning i % af udlån som gennemsnittet i sektoren. I 2015 estimeres procenten til 1, som er på niveau med Salling Banks og Spar Nords nedskrivningsprocent i 2015⁹⁵.

Nedskrivningsprocenten forbliver på 1% i 2016 og i 2017 og resten af perioden ligger niveauet på 0,9% ud fra en forventning om forbedring i konjunktoren. Nedskrivningen falder ikke yderligere grundet større bevågenhed på posten end tidligere, men der vil altid være nogle nedskrivninger på udlånet.

Figur 35: Estimeret udvikling i Vinderup Banks nedskrivninger

(Beløb i t.DKK) / %	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Budgetteret nedskrivningsprocent	1,5%	1,0%	0,8%	1,0%	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
Udlån	266.658	255.009	250.833	253.341	258.408	266.160	276.806	290.647	306.632	325.030
Nedskrivninger	4.069	2.584	1.894	2.533	2.584	2.395	2.491	2.616	2.760	2.925

Kilde: Egen tilvirkning

⁹⁴ www.nationalbanken.dk

⁹⁵ Egen udregning ud fra Saling Banks og Spar Nords årsrapport fra 2015: $18.412/1.870.877 = 0,0098$ og $373.400/38.3039.300 = 0,0098$

4.2.7. Udbytte af aktier, andre driftsindtægter, af- og nedskrivninger på materielle aktiver og andre driftsudgifter

De resterende 4 regnskabsposter forinden resultatet før skat: udbytte af aktier, andre driftsindtægter, af- og nedskrivninger på materielle aktiver og andre driftsudgifter følger alle en årlig stigning på 2% i budgetteringsperioden.

Stigningen på 2% er valgt ud fra, at disse indtægter og udgifter alle er forholdsmæssigt små poster og forventes at følge den generelle vækst i BNP, som over tiden anslås jf. afsnit 4.2.5. til at ligge på 2%.

Værdien af posterne forinden den årlige stigning er et gennemsnit af posternes værdi i en 5-årig periode op til fusionen med Salling Bank. For overskueligheden skyld er posterne afrundet. De 4 poster har samme udvikling over hele budgetteringsperioden, hvorfor de ikke visualiseres her, men fremgår i den estimerede resultatopgørelse i figur 38.

4.2.8. Skat

Sidste post inden den samlede estimerede resultatopgørelse kan beregnes, er skat. Af nedenstående tabel fremgår det, at den danske selskabsskat i perioden 2007 – 2011 alle år lå på 25%. I juni 2013 blev ”Vækstplan DK” vedtaget, hvilket betyder, at selskabsskatten i Danmark fra og med 2014 gradvist nedsættes, således at den i 2014 ligger på 24,5%, 2015 på 23,5% og fra 2016 og frem ligger den på 22%. Altså nedsættes selskabsskatten i Danmark i alt med 3% point⁹⁶.

Figur 36: Aktuel samt effektiv skatteprocent for Vinderup Bank i perioden 2007 - 2011

%	2007	2008	2009	2010	2011
Aktuel skatteprocent	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Effektiv skatteprocent	20,4%	28,7%	29,4%	22,5%	0,0%
Gennemsnitlig effektiv skatteprocent	25,3%				

Kilde: Egen tilvirkning ud fra Vinderup Banks årsrapporter 2007 - 2011 samt www.skm.dk

Idet Vinderup Bank kører med særskilt skatteregnskab er det et tilfælde, hvis årets aktuelle skatteprocent matcher med pengeinstituttets effektive skatteprocent. Den effektive skatteprocent er i 2011 sat til 0% grundet årets resultat dette år var negativt og skatteprocenten dermed misvisende. Som det ses at tabellen ovenfor, er Vinderup Banks effektive skatteprocent relativ volatil i perioden op til fusionen, hvorfor der taget udgangspunkt i et gennemsnit for perioden 2007 - 2010. Periodens gennemsnit ligger på 25,3%, hvilket fra 2014 - 2016 trinvist nedsættes i samme tempo som den aktuelle selskabsskat i Danmark.

⁹⁶ www.skm.dk

Fra 2016 og frem forbliver skatteprocenten uændret, idet der ikke kendes til yderligere skatteændringer. De anvendte skatteprocenter bliver derfor som vist i tabellen nedenfor.

Figur 37: Estimeret skatteprocent for Vinderup Bank

%	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Effektiv skatteprocent	25,3%	25,3%	24,8%	23,8%	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%

Kilde: Egen tilvirkning

4.2.9. Den samlede estimeret resultatopgørelse

I det foregående er alle resultatopgørelsens poster gennemgået og estimeret i den 10-årige budgetteringsperiode. Resultatet ses nedenfor:

Figur 38: Estimeret resultatopgørelse for Vinderup Bank i budgetteringsperioden

(Beløb i DKK)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Renteindtægter	21.333	20.401	20.067	20.267	20.673	21.293	22.145	23.252	24.531	26.002
Renteudgifter	6.372	6.231	6.129	6.190	6.252	6.346	6.473	6.634	6.833	7.073
Nettorenteindtægter	14.961	14.170	13.938	14.077	14.421	14.947	15.672	16.617	17.697	18.930
Udbytte af aktier mv.	100	102	104	106	108	110	113	115	117	120
Gebyrer og provisionsindtægter	5.644	5.953	6.468	6.856	7.199	7.487	7.711	7.943	8.102	8.264
Afgivne gebyrer og provisionsudgifter	498	525	571	605	635	661	681	701	715	729
Nettorente- og gebyrindtægter	20.207	19.700	19.939	20.434	21.093	21.884	22.815	23.974	25.201	26.584
Kursreguleringer	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Andre driftsindtægter	30	31	31	32	32	33	34	34	35	36
Udgifter til personale og administration	16.404	14.764	14.764	14.911	15.061	15.362	15.669	15.982	16.302	16.628
Af- og nedskrivninger på materielle aktiver	400	408	416	424	433	442	450	459	469	478
Andre driftsudgifter	700	714	728	743	758	773	788	804	820	837
Nedskrivninger på udlån	4.069	2.584	1.894	2.533	2.584	2.395	2.491	2.616	2.760	2.925
Resultat før skat	-1.337	1.260	2.168	1.854	2.290	2.945	3.450	4.147	4.886	5.752
Skat	-338	318	537	440	509	655	768	923	1.087	1.280
Årets resultat	-999	942	1.632	1.414	1.780	2.290	2.683	3.224	3.799	4.472

Kilde: Egen tilvirkning ud fra foregående estimeringer

Af resultatopgørelsen ovenfor fremgår det, at Vinderup Banks budgetterede resultat starter ud med at være negativ i 2012 for derefter at være positivt resten af perioden. Resultatet stiger alle år gennem perioden på nær fra 2014 til 2015, hvor der sker et lille fald grundet indtægterne ikke stiger i samme takt, som udgifter til i særlig grad personale og administration samt nedskrivninger stiger.

Periodens øgede resultat er i særlig udstrækning forårsaget af stigende nettorenteindtjening og gebyr- og provisionsindtægter samtidig med, at nedskrivningerne bliver væsentligt reduceret.

De årlige resultater i budgetteringsperioden er nu fastlagt. Til udregning af selve equity cash flowet bestemmes terminalperiodens budgetterede resultat i det følgende afsnit.

4.2.10. Terminalår

I equity-DCF-modellen afsluttes budgetteringsperioden jf. afsnit 4.1. med et terminalår. I modellen antages det, at det frie cash flow på den anden side af budgetteringsperioden er konstant⁹⁷. Terminalåret skal betragtes som et normalår, der angiver cash flowet, hvor det frie cash flow er stabiliseret, og hvor bestemmelse af den nøjagtige pengestrøm er irrelevant grundet den uendelige tidshorisont.

Ligesom cash flowet i budgetteringsperioden, skal terminalværdien tilbagediskonteres til nutidsværdi med en diskonteringsrente, der afspejler investeringens risiko – nærmere beskrivelse af investeringsrisikoen diskuteres i senere afsnit.

Terminalværdien er, som tidligere nævnt, vigtig, idet den udgør en betydelig del af den samlede værdiansættelse. Det er derfor vigtigt at kortlægge, om der i den 10-årige budgetteringsperiode er forhold, som vægter skævt i forhold til en gennemsnitsberegning over en længere periode.

Den førnævnte 10-årige budgetteringsperiodes cash flow vurderes her til at lægge et retvisende niveau for de stabiliserede pengestrømme, hvorfor alle regnskabsposter er angivet med en stigning på 2% i forhold det estimerede niveau i 2021. Kursreguleringer og skatten forbliver dog uændret. Stigningen på 2% er valgt for at afspejle væksten, som tidligere i værdiansættelsen er sat til dette niveau.

Nedskrivninger følger som beskrevet i afsnit 4.2.6., konjunkturudviklingen og det kunne være relevant at tage et gennemsnit af postens værdier i perioden. Dette undlades dog for overskuelighedens skyld her idet niveauet i 2021 ligger meget tæt på gennemsnittet for hele perioden. Værdierne i terminalåret fremgår af tabellen nedenfor, hvoraf det ses, at resultatet ender på t.kr. 2.484.

⁹⁷ Ejendomsforeningen Danmark (2006) s. 9

Figur 39: Estimeret terminalår for Vinderup Bank

(Beløb t.DKK.)	T2022
Renteindtægter	26.522
Renteudgifter	7.214
Nettorenteindtægter	19.308
Udbytte af aktier mv.	122
Gebyrer og provisionsindtægter	5.757
Afgivne gebyrer og provisionsudgifter	744
Nettorente- og gebyrindtægter	24.444
Kursreguleringer	0
Andre driftsindtægter	37
Udgifter til personale og administration	16.961
Af- og nedskrivninger på materielle aktiver	488
Andre driftsudgifter	853
Nedskrivninger på udlån	2.984
Resultat før skat	3.195
Skat	711
Årets resultat	2.484

Kilde: Egen tilvirkning

Estimeringen af cash flowet i hele den 10-årige budgetteringsperiode samt terminalåret er fastlagt. Til at finde frem, hvor meget aktionærene teoretisk set kan få i udbytte, vil det kommende afsnit fastlægge cash flow to equity.

4.2.11. Cash flow to equity

Til beregning af, hvor meget Vinderup Bank maksimalt kan give deres aktionærer i udbytte, skal der først tages højde for, at pengeinstituttet også i fremtiden opfylder solvens- og kapitalfordelingskravene også kendt som CRD-IV.

Fremtidens estimerede vækst forøger alt andet lige de risikovægtede poster, hvilket kan tvinge Vinderup Bank til at tilbageholde og overføre en del af overskuddet til egenkapitalen for forsat at kunne leve op til CRD-IV kravene. For at tage hensyn hertil, vil de fremtidige risikovægtede poster og solvensgraden blive estimeret nedenfor.

4.2.12. Risikovægtede poster og solvenskrav

Vinderup Banks indtjening kommer i høj grad fra deres udlån. Udlånet inddeles i grupper med hver deres individuelle vægtning alt efter risikoen for tab også kaldet kreditrisiko. Kreditrisikoen udgør sammen med markeds- og operationel risiko pengeinstituttets risikovægtede poster.

Ifølge Finanstilsynet, som har til hovedopgave at følge op på, at bl.a. pengeinstitutterne overholder den finansielle lovgivning, kan de risikovægtede poster udregnes på forskellig vis⁹⁸.

Estimering af de fremtidige risikovægtede poster kan hurtigt blive omfattende, hvorfor der tages udgangspunkt kreditrisikoen, som udgør største risikopost⁹⁹. Det antages, at de risikovægtede poster følger udlånsbestandens udvikling. Udlånsbestanden er allerede estimeret i afsnit 4.2.2., hvorfor de risikovægtede poster i % af udlån kan estimeres. Ligesom ved tidligere estimeringer tages der udgangspunkt i historiske data.

Vinderup Banks risikovægtede poster fremgår ikke af deres årsrapporter, hvorfor de på egen hånd er udregnet ved at tage basiskapitalen efter fradrag¹⁰⁰ divideret med solvensprocenten.

Figur 40: Risikovægtede poster i forhold til udlån i Vinderup Bank i perioden 2007 - 2011

(Beløb i t.DKK) / %	2007	2008	2009	2010	2011
Risikovægtede poster	409.814	309.929	306.392	317.827	338.417
Udlånsbestand	272.625	264.101	259.332	248.066	270.557
Risikovægtede poster i % af udlån	150%	117%	118%	128%	125%

Kilde 1: Egen tilvirkning ud fra Vinderup Banks årsrapporter for 2007 – 2011

Tabellen ovenfor viser, at Vinderup Banks risikovægtede poster i % af udlån i den 5-årige periode op til fusionen svinger fra 117 – 150%. De risikovægtede poster vil følge konjunkturudviklingen, hvorfor det er naturligt, at posten svinger relativt meget. I budgetteringsperioden estimeres der med 128%, som et gennemsnit af ovenstående periode, hvor der tydeligvis er udsving.

Solvensbehovet bestemmes med afsæt i et gennemsnit af Vinderup Banks beregnede individuelle solvensbehov, der i 2010 og 2011 er 8,9%¹⁰¹. Der tillægges yderligere op til 5% for at taget højde for ændringerne i kapitalkravene fra EU's CRD IV, der er under implementering indtil 2019¹⁰². De 5%, som er fuldimplementeret i 2019, dækker over konjunkturbufferen på 2,5% og bevaringsbufferen på 2,5%¹⁰³.

Der regnes således videre med nedenstående solvensbehov.

Figur 41: Estimeret solvensbehov

%	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Budgetteret solvensgrad og basiskapital	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	10,1%	11,5%	12,7%	13,9%	13,9%	13,9%

Kilde: Egen tilvirkning

⁹⁸ www.finanstilsynet.dk (5)

⁹⁹ Spar Nords årsrapport 2015 s. 46

¹⁰⁰ Industrigruppe Finans 2013; *Nye kapitalkrav til pengeinstitutter*, side 9 – se bilag 1

¹⁰¹ Egen udregning ud fra Vinderup Banks årsrapport 2010 s. 11 og 2011 s. 10: $(9,71\% + 8,02\%)/2 = 8,9\%$

¹⁰² Andresen J.J. (2013) s. 319

¹⁰³ Andresen J.J. (2013) s. 323

I beregningerne tages der ikke højde for fordelingen mellem de forskellige kapitaltyper; ikke-hybrid kernekapital, hybrid kernekapital og supplerende kapital, idet kapitalen hos Vinderup Bank alene består af ikke hybrid kernekapital, som kan opfylde alle kapitalkravene¹⁰⁴.

4.2.12. Beregning af equity cash flow

Alle elementer til beregning af estimeret maksimal mulig dividendeudbetaling i Vinderup Bank er fastlagt og ses i tabellen nedenfor.

Figur 42: Estimeret maksimal mulig dividendeudbetaling i Vinderup Bank

(Beløb i t.DKK) / %	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	T2022
Bankudlån	266.658	255.009	250.833	253.341	258.408	266.160	276.806	290.647	306.632	325.030	331.531
Risikovægtede poster i % af udlån	128%	128%	128%	128%	128%	128%	128%	128%	128%	128%	128%
Risikovægtede poster	341.323	326.412	321.066	324.276	330.762	340.685	354.312	372.028	392.489	416.039	424.359
Solvensgrad	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	10,1%	11,5%	12,7%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%
Nødvendig basiskapital	30.258	28.936	28.462	28.747	33.291	39.060	44.874	51.582	54.419	57.684	58.837
Nødvendig basiskapital	30.258	28.936	28.462	28.747	33.291	39.060	44.874	51.582	54.419	57.684	58.837
Overført kapitalgrundlag primo	77.836	76.837	76.837	76.837	76.837	76.837	76.837	76.837	76.837	76.837	76.837
Årets resultat	-999	942	1.632	1.414	1.780	2.290	2.683	3.224	3.799	4.472	2.484
Maksimal dividendeudbetaling	0	942	1.632	1.414	1.780	2.290	2.683	3.224	3.799	4.472	2.484
Overført kapitalgrundlag ultimo	76.837	76.837	76.837	76.837	76.837	76.837	76.837	76.837	76.837	76.837	76.837

Kilde: Egen tilvirkning ud fra foregående estimeringer

De risikovægtede poster beregnes ved at gange det estimerede bankudlån med 128%, som er den estimerede risikovægt. Dernæst er den nødvendige basiskapital fundet ved, at gange de estimerede risikovægtede poster med solvensgraden som i perioden stiger fra 8,9% til 13,9%. Rækken ”Nødvendig basiskapital” er således den kapital som Vinderup Bank skal have for at opfylde det løbende solvenskrav.

Budgetteringsperioden første år giver et negativt resultat som fratrækkes ”overført kapitalgrundlag primo”, hvorefter pengeinstituttet forsat opfylder årets solvensgrad. Resten af perioden er der alle årene et positivt resultat, som teoretisk set kan udbetales som dividendeudbetaling til aktionærene.

På trods af, at ”nødvendig basiskapital” stiger i takt med, at udlånsmassen og solvensgraden øges, overstiger den på intet tidspunkt i perioden kapitalgrundlaget. Baggrunden for dette er, at Vinderup Bank forinden fusionen havde en høj solvensgrad på hele 23%¹⁰⁵ og dermed blot tærer på denne buffer i budgetteringsperioden.

¹⁰⁴ Undervisning 6. semester HDFR, Finansiell risikostyring dag 2

¹⁰⁵ Vinderup Banks årsrapport 2011 s. 12

4.2.13. Egenkapitalens afkastningsgrad

For at beregne egenkapitalens afkastningsgrad også benævnt k_e , som er investorernes krav til afkastet, anvendes CAPM-modellen. CAPM er den mest udbredte metode til bestemmelse af egenkapitalens afkastningsgrad¹⁰⁶, og vil blive udregnet som vist i tabellen nedenfor. Ved anvendelse af CAPM modellen sikres det, at diskonteringsfaktoren afspejler den risiko, der er til cash flowet¹⁰⁷. WACC anvendes ikke til at beregne egenkapitalens afkastningsgrad, da der i den modificerede DCF-model kun ses på det cash flow, som kan udloddes til investorerne, og ikke de samlede vægtede kapitalomkostninger, som WACC normalt beregner.

Figur 43: Udregning af CAPM

CAPM	
Risikofri rente (rf)	0,52%
Beta (b)	0,81
Markedes risikopræmie (rm)	5,50%
Ke	4,55%

Kilde: Egen tilvirkning

Første led i CAPM er den risikofrie rente r_f . Den risikofrie rente fastsættes som det afkast, der er på en risikofri investering¹⁰⁸. I denne værdiansættelse er den risikofrie rente sat til at være den gennemsnitlige effektive rente på en 10-årig statsobligation. Der er udregnet et gennemsnit over de sidste 13 mdr. til 0,52%¹⁰⁹.

Næste led i beregningen af k_e er beta. Beta er et risikomål for aktien, og fortæller noget om, hvor meget en bestemt aktie svinger i forhold til markedet¹¹⁰. Markedet bliver ofte illustreret ved et stort, omfattende indeks som eksempelvis Standard & Poor's 500 forkortet S&P 500. S&P 500 er et aktieindeks med over 500 store amerikanske virksomheder¹¹¹. Beta tager alene højde for den systematiske risiko. Den systematiske risiko er den risiko, som følger den generelle usikkerhed i økonomien – herunder inflationsrate, BNP, renteniveau mv. Det er ikke muligt at diversificere den systematiske risiko helt bort, og beta vil blive påvirket af dette¹¹².

Der er udregnet en beta for Vinderup Bank fra den sidste dag på børsen d.7 december 2012 og tilbage til d.1 marts 2011. Dernæst er udsvingene i Vinderup Banks observationer sammenlignet med udsvingene i S&P 500 indekset i samme periode¹¹³.

¹⁰⁶ Christensen M., (2014) s. 201

¹⁰⁷ Christensen M., (2014) s. 201

¹⁰⁸ www.skat.dk (2)

¹⁰⁹ Egen tilvirkning i Excel se vedlagt USB stik – under ”Excel-bilag” - ark ”16 – sektortal” pbg. www.statistikbanken.dk

¹¹⁰ Undervisningsmateriale 1. semester HDFR, Aktieteori, kap 5 (cand.merc. -jur. Thomsen R. Ø.)

¹¹¹ www.wikipedia.org

¹¹² Undervisningsmateriale 1. semester HDFR, Aktieteori, kap 3(cand.merc. -jur. Thomsen R. Ø.)

¹¹³ Egen tilvirkning - se udregning på vedlagt USB stik i ”Excel-bilag” – ark ”11-BETA”

Beta er dernæst udregnet ud fra formelen¹¹⁴: $\beta = \frac{Cov(r_{pt}), (r_{bt})}{Var(r_{bt})}$

Cov er kovariansen, r_{pt} er porteføljens afkast i en given tidsperiode t , r_{bt} er afkast på et givent benchmark (S&P 500) i en given tidsperiode t , og Var er variansen.

Her fremkommer en beta på 0,11 og en forklaringsgrad på 0,12%. Beta er meget lav og med en forklaringsgrad på under 1% indikerer det, at validiteten af beregningen er meget lav¹¹⁵. En beta på 1 betyder normalt, at det forventes, at aktien stiger eller falder synkront i forhold til det indeks aktien sammenlignes med. Er en beta derimod mindre end 1 og benchmark falder, har aktien en tendens til at falde mindre¹¹⁶.

Vinderup Bank aktien har desuden ikke været handlet specielt meget, hvilket udtrykkes ved, at der er mange dage, hvor volumen på aktien har været 0¹¹⁷. Denne beregning af beta bygger på 451¹¹⁸ observationer. Der kunne med fordel have været brugt observationer 5 år tilbage, men dette har dog ikke været muligt.

Da ovenstående beta ikke kan anvendes grundet den lave forklaringsgrad på 0,12%, udregnes en beta ud fra Spar Bank og det danske OMX C20 indeks for at se, om det giver en anderledes og mere valid beta. Fremgangsmåden vil være den samme som beskrevet ovenfor.

Her forekommer en beta på 0,38 og en forklaringsgrad på 4,42%¹¹⁹. Det er stadig en meget lav beta samt forklaringsgrad. Ligeledes er det danske OMX C20 indeks ikke et specielt godt markedsindeks, da det har en betydelig overvægt inde for health care, som i 2016 udgør ca. 60% af det samlede indeks¹²⁰. S&P 500 har en mere diversificeret sammensætning, hvor health care eksempelvis i 2015 kun udgjorde ca. 15% af det samlede indeks¹²¹, hvorfor S&P 500 bedre afspejler et markedsindeks.

Da der er forsøgt at regne to forskellige beta, som begge har en meget lav forklaringsgrad benyttes en tredje mulighed, nemlig en industri beta¹²². En industri beta estimeres ud fra mange forskellige virksomheder inde for samme branche, regioner og sektorer. Der udregnes dernæst en gennemsnitlig beta, hvor der grundet de mange forskellige virksomheder, udregnes en mere korrekt og præcis beta.

¹¹⁴ Carnegie WorldWide (2008) s.12 – se bilag 2

¹¹⁵ Wooldrige J.M. (2002), s. 39-40

¹¹⁶ Carnegie WorldWide (2008) s. 12 – se bilag 2

¹¹⁷ www.euroinvestor.dk (4)

¹¹⁸ Se vedlagt USB stik ”Excel-bilag” - ark ”11 - BETA”

¹¹⁹ Egen tilvirkning: Se vedlagt USB stik ”Excel-bilag” – ark ”12 - BETA 2”

¹²⁰ www.indexes.nasdaqomx.com

¹²¹ www.bespokepremium.com

¹²² Damoradan A. (2009) s. 16, udleveret af underviser - se vedlagt USB stik under ”litteratur”

Manden, der udregner disse industri beta, hedder Asward Damodoran¹²³. I Damodorans opgørelse af beta, ses der to forskellige beta ud fra pengeinstitutter: "Bank (Money Center)" og "Banks (Regional)", hvor der fremgår en beta på henholdsvis 1,11 og 0,51¹²⁴. Den optimale beta ville være tilbage fra 2012, da det er der pengeinstitutterne fusionerede. Dette er dog ikke muligt, da ovenstående beta hele tiden opdateres.

Da Vinderup Bank alt andet lige går under "Banks (Regional)" burde en beta på 0,51 anvendes. Dette giver dog en unaturlig høj aktiekurs på 176 for Vinderup Bank, der havde en lukkekurs på 44¹²⁵. Omvendt vil det ikke være korrekt at anvende en beta for "Bank (Money Center)", der udgør væsentlig større pengeinstitutter end Vinderup Bank. Men ovenstående begrundelse regnes der derfor en gennemsnitlig beta af de to, hvilket giver en beta på 0,81, som anvendes i beregning af k_e .

Afslutningsvis i beregningen for k_e skal markedets risikopræmie r_m fastsættes. Markedets risikopræmie er det merafkast som en investor vil have for at købe aktier på et marked generelt ud over den risikofrie rente¹²⁶. Markeds risikopræmie er ret svær at måle, men ud fra forskellige modeller, som måler markeds risikopræmie, burde den ligge i mellem 4,5% og 5,5%¹²⁷. Der tages i beregningen udgangspunkt i en markeds risikopræmie på 5,5% for at holde diskonteringsrenten og dermed aktiekursen nede på et mere naturligt niveau, da aktiekursen vil ligge på 109 med en markeds risikopræmie på 4,5%, hvilket igen er meget højt i forhold til lukkekursen for Vinderup Bank på 44.

Ud fra ovenstående, er det nu muligt at beregne k_e ved hjælp af CAPM, hvor alle elementer er analyseret og dokumenteret:

$$CAPM = r_t + (\beta * (r_m - r_t)) = 0,52\% + (0,81 * (5,5\% - 0,52\%)) = 4,55\%.$$

Nu hvor diskonteringsrenten er fastlagt, er det muligt at tilbagediskontere de samlede equity cash flow's nutidsværdi, samt at fastlægge terminalværdien. Nedenfor ses det estimerede equity cash flow.

¹²³ www.pages.stern.nyu.edu

¹²⁴ www.pages.stern.nyu.edu

¹²⁵ www.euroinvestor.dk (4)

¹²⁶ Undervisningsmateriale 1. semester HDFR, Aktieteori, kap 5 (cand.merc., -jur. Thomsen R. Ø.)

¹²⁷ Koller T., Goedhart M. & Wessel D (2010), s. 233

Figur 44: Estimeret equity cash flow i Vinderup Bank

(Beløb i t.DKK)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	T2022
Langsigtet vækst (g)	2,00%										
Diskonteringsrente % (ke)	4,55%										
Equity cash flow	0	942	1.632	1.414	1.780	2.290	2.683	3.224	3.799	4.472	2.484
NV årlig equity cash flow	0	862	1.428	1.183	1.425	1.753	1.964	2.258	2.544	2.865	
Samlet NV af equity cash flows	16.281										
NV terminalværdi	<u>59.603</u>										
Værdi af egenkapitalen	75.884										
Antal udestående aktier	1.080.000										
Værdi pr. aktie (DKK) kurs	70										

Kilde: Egen tilvirkning

Ovenfor fremgår equity cash flowet, altså den maksimale dividende udbetaling. Dernæst fremgår det, hvad nutidsværdien er af det pågældende års dividende udbetaling, hvilket samlet bliver til t.kr. 16.281. Dernæst beregnes nutidsværdien af terminalværdien til t.kr. 59.603. Udregningen af terminalværdien sker ved hjælp af følgende formel¹²⁸, hvor CFE angiver dividende udbetaling, $T+1$ er terminalåret, k_e er afkastkravet til egenkapitalen og g er den langsigtede vækst:

$$\frac{CFE_{T+1}}{(k_e - g) * (1 + k_e)^T}$$

Kilde: Sørensen (2009), s. 36

Afslutningsvis kan værdien omregnes til værdien for én aktie ved at dividere nutidsværdien af det fremtidige cash flow til egenkapitalen med antal udestående aktier og ganges derefter med 1000. Vinderup Bank havde i alt 1.080.000 aktier¹²⁹, hvilket giver en værdi pr. aktie (kroner) på 70.

Jævnfør den udvidede selskabsmeddelelse fremgår det, at Salling Bank ikke har betalt en kontant pris, men derimod ville aktionærene ved fusionen i Vinderup Bank modtage aktier i Salling Bank i ombytningsforholdet 4,25:1¹³⁰. Det betyder, at aktionærene i Vinderup Bank for hver 4,25 aktier modtager én ny aktie i Salling Bank. Den sidste handelsdag for aktier i Vinderup Bank var d. 26/11-2012¹³¹, og lukkekursen for Salling Bank aktien samme dag var kr. 209¹³².

¹²⁸ Sørensen (2009), s. 36¹²⁹ Salling Banks selskabsmeddelelse 12/2012, s. 8¹³⁰ Salling Banks selskabsmeddelelse 12/2012, s. 8¹³¹ Salling Banks selskabsmeddelelse 12/2012, s. 94¹³² www.euroinvestor.dk (1)

Lukkekursen for Salling Bank d.27/11-2012, som var første handelsdag for de nye aktier, var kr. 192¹³³.

Salling Bank har dermed leveret 254.118¹³⁴ aktier til aktionærene i Vinderup Bank, hvilket kan omregnes til en samlet pris for Vinderup Bank på i alt kr. 48.790.588¹³⁵.

I værdiansættelsen af Vinderup Bank er det konkluderet, at værdien af egenkapitalen i Vinderup Bank udgør kr. 75.884.000. Den faktiske pris som Salling Bank betalte, var som udregnet ovenfor, ca. mio. kr. 49 svarende til en ”rabat” på ca. mio. kr. 26 i forhold til værdiansættelsen. Ud fra denne beregning har Salling Bank gjort et godt køb, og alt andet lige skabt værdi for deres ”gamle” aktionærer.

Som beskrevet tidligere i værdiansættelsen, kan selv små ændringer i de estimerede parametre have stor effekt på den samlede værdiansættelse. Der er derfor interessant at teste, hvor følsom værdiansættelsen er for ændringer i de mest betydende parameter – også kaldet en sensitivitetsanalyse.

4.2.14. Sensitivitetsanalyse

Nedenfor ses, hvordan aktiekursen påvirkes såfremt der ændres i de estimerede parametre.

Figur 45: Sensitivitetsanalyse

	Aktiekurs i Vinderup Bank	Kursændring i procent
Værdiansættelse/udgangspunkt	70	0%
Ændring i rentemarginal +1%-point	177	153%
Ændring i rentemarginal -1%-point	-36	Negativ aktiekurs
Ændring i afkastningskrav +1%-point	50	-29%
Ændring i afkastningskrav -1%-point	117	67%

Kilde: Egen tilvirkning i excel

En parallelforskydning af niveauet for rentemarginalen i budgetperioden, har stor betydning for værdien af Vinderup Bank og dermed kursen. En ændring i afkastningskravet med +/- 1% har ligeledes en signifikant betydning for værdien, dog en mindre effekt end ændringen i rentemarginalen. Det bemærkes i øvrigt, at en ændring i afkastningskravet påvirker kursen forskelligt afhængig af, om ændringen er positiv eller negativ. Ud fra sensitivitetsanalysen kan det konkluderes, at værdiansættelsen er særdeles følsom over for selv mindre ændringer i de centrale forudsætninger.

¹³³ www.euroinvestor.dk (1)

¹³⁴ Egen udregning: $1.080.000 \text{ aktier} / 4,25 = 254.118 \text{ stk. aktier}$ – se vedlagt USB stik under ”Excel-bilag” - ”14 - Aktier for Vinderup Bank”

¹³⁵ Egen udregning: $254.118 * 192 \text{ DKK} = 48.790.588 \text{ DKK}$ - se vedlagt USB stik under ”Excel-bilag” - ”14 - Aktier for Vinderup Bank”

4.3. Værdiansættelse af Sparbank

Nedenfor foretages en beregning af Sparbanks markedsværdi forinden fusionen med Spar Nord i 2012. Herefter vurderes det, om Sparbanks aktionærer betalte en over- eller underpris for Sparbank.

Værdiansættelsen foretages så vidt muligt ud fra samme fremgangsmåde som værdiansættelsen af Vinderup Bank, og den estimerede udvikling i budgetteringsperioden laves efter samme metode. Baggrunden for dette valg er at gøre de to værdiansættelser gennemskuelige og sammenlignelige. Samtidig synes forudsætningerne også at være reelle for Sparbank, idet estimeringerne tager udgangspunkt i pengeinstitutternes individuelle historiske data. Et eksempel her på er rentemarginalen, som hos Vinderup Bank i 2010 og 2011 har et gennemsnit på 6,5% imens den hos Sparbank i samme periode har et gennemsnit på 4,5%.

I forhold til Vinderup Bank adskiller værdiansættelsen af Sparbank sig på 3 punkter; udlånsvæksten, væksten i udgifter til personale og fastsættelse af den effektive skatteprocent.

- Udlånsvæksten følger samme trend som hos Vinderup Bank til og med 2018. Idet Sparbank får udfordringer med at opfylde de skærpede kapitalkrav i 2019 og 2020, er udlånet sat til at stagnere i denne periode for derefter at stige med 2% i terminalåret.
- I samme periode som udlånsstørrelsen stagnerer, er udgifter til personale og administration sat til at stige med 0,5% mod 2% hos Vinderup Bank. Denne nedsættelse sker med baggrund i, at det kræver færre hænder at håndtere en uændret udlånsstørrelse frem for ved en vækst på 5 – 6% pr. år. Stigningen på 0,5% er ud fra at lønningerne fortsat vil stige lidt som følge af inflationen og de øgede reguleringer kræver flere og flere arbejdstimer.
- Estimeringen af skat er forsøgt foretaget hos Sparbank efter samme metode som hos Vinderup Bank, men synes ikke reel, idet pengeinstituttet har negativ resultat i 3 ud af 5 af årene op til fusionen. 2010 er det ene af årene med positivt resultat, men her frasælges der filialer, som giver en ekstraordinær høj skat på 44%. Den effektive skatteprocent i det sidste år med positivt resultat ligger på 20%, hvilket er relativt lavt. I værdiansættelsen af Sparbank tages der derfor udgangspunkt i den aktuelle skatteprocent i perioden på 25%. Den estimerede skatteprocent nedtrappes i budgetteringsperioden efter samme metode som ved Vinderup Bank.

Den maksimale dividendeudbetaling i Sparbank tager udgangspunkt i deres individuelle solvensbehov, se figur 46. Det ses, at dividendeudbetalinger er undladt fra 2013 – 2018 på trods af, at kapitalkravet er opfyldt. Begrundelsen herfor er, at det antages, at pengeinstituttet vil bruge de positive årsresultater til at øge deres kapitalgrundlag op til indførelsen af de skærpede kapitalkrav. Det eneste år med dividendeudbetaling bliver dermed terminalåret, hvor de nye kapitalkrav er indfaset fuldt ud og deslige opfyldt.¹³⁶

Figur 46: Estimeret maksimal dividendeudbetaling i Sparbank

(Beløb i t.DKK.) / %	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	T2022
Bankudlån	7.941.239	7.594.321	7.469.941	7.544.641	7.695.534	7.926.400	8.243.456	8.243.456	8.243.456	8.243.456	8.408.325
Risikovægtede poster i %	140%	140%	140%	140%	140%	140%	140%	140%	140%	140%	140%
Risikovægtede poster	11.141.558	10.654.832	10.480.328	10.585.131	10.796.834	11.120.739	11.565.568	11.565.568	11.565.568	11.565.568	11.796.880
Solvensgrad	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	12,2%	13,6%	14,8%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
Nødvendig basiskapital	1.225.571	1.172.031	1.152.836	1.164.364	1.317.214	1.512.420	1.711.704	1.850.491	1.850.491	1.850.491	1.887.501
Nødvendig basiskapitalen	1.225.571	1.172.031	1.152.836	1.164.364	1.317.214	1.512.420	1.711.704	1.850.491	1.850.491	1.850.491	1.887.501
Overført kapitalgrundlag primo	1.632.702	1.587.508	1.591.884	1.615.752	1.631.251	1.655.931	1.695.281	1.745.805	1.792.344	1.832.260	1.864.120
Årets resultat	-45.194	4.376	23.869	15.498	24.681	39.350	50.524	46.539	39.916	31.859	32.080
Maks. dividendeudbetaling	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	8.699
Overført kapitalgrundlag ultimo	1.587.508	1.591.884	1.615.752	1.631.251	1.655.931	1.695.281	1.745.805	1.792.344	1.832.260	1.864.120	1.887.501

Kilde: Egen tilvirkning

Ligesom Vinderup Bank har også Sparbank et negativt resultat i 2012, hvorefter de har positivt resultat hvert år. I 2019 og 2020 opfylder Sparbank ikke kapitalkravene og laveste budgetterede faktiske solvensgrad er 15,5%¹³⁷ i 2019 altså 0,5% point under den nødvendige solvensgrad på 16%. Når bevaringsbufferkravet på 2,5% ikke er opfyldt kommer der begrænsninger på udbetaling af udbytte¹³⁸. Pengeinstituttet kommer sandsynligvis under skærpet tilsyn fra myndighederne, hvorfor alle positive resultater i budgetteringsperioden benyttes til opbyggelse af kapitalgrundlaget samtidig med, at udlånsvæksten sættes på hold indtil kapitalgrundlaget i terminalåret igen er opbygget til at klare kapitalkravene.

Modsat Vinderup Bank udgjorde Sparbanks kapital forinden fusionen udover ikke hybrid kernekapital også hybrid kernekapital¹³⁹. Det forudsættes i værdiansættelsen, at Sparbank i budgetteringsperioden tilpasser deres kapitalsammensætning efter de nye kapitalkrav, hvorfor kapitalfordelingen ikke bliver undersøgt nærmere her.

¹³⁶ Note: Samtlige beregninger til værdiansættelsen af Sparbank er på vedlagt USBstik - "Excel bilag" – ark "17-Værdiansættelse Sparbank"

¹³⁷ Egen udregning: $1.792.344/11.565.568 = 0,155$

¹³⁸ Andresen J.J. (2013) s. 321

¹³⁹ Sparbanks årsrapport 2011 s. 37

Tilbageiskonteres equity cash flow for terminalåret, bliver værdien af Sparbanks egenkapital t.kr. 209.309 svarende til kr. 35 pr. aktie. Udregningen ses i tabellen nedenfor.

Figur 47: Estimeret equity cash flow i Sparbank

(Beløb i t.DKK)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	T2022
Langsigtet vækst (g)	2,00%										
Diskonteringsrente % (ke)	4,55%										
Equity cash flow	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	8.699
NV årlig equity cash flow	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Samlet NV af equity cash flow	0										
NV terminalværdi	<u>209.309</u>										
Værdi af egenkapitalen	209.309										
Antal udestående aktier	6.026.655										
Værdi pr. aktie (DKK)	35										

Kilde 2: Egen tilvirkning

Sparbanks beregnede aktiekurs ligger på kr. 35 og dermed noget lavere end den faktiske aktiekurs, der forinden fusionsplanerne lå på kr. 40,8¹⁴⁰. I forbindelse med fusionsplanerne steg Sparbanks aktie drastisk med 31% på ganske få minutter. Samtidig steg Spar Nords aktie mere begrænset med 0,7%¹⁴¹. Værdiansættelsen af Sparbank ligger dermed langt under markedsværdien inden fusionen, og ud fra ovenstående beregninger var aktien overvurderet inden fusionen. På fusionsdagen d. 16. november 2012 lukkede Spar Nords aktie i kurs 23,3¹⁴² svarende til at Sparbanks aktionærer fik kr. 46,6¹⁴³ pr. aktie, idet betalingen skete via et ombyttingsforhold på 1:2¹⁴⁴. Dette betyder, at Sparbanks aktionærer for hver aktie modtager 2 aktier i Spar Nord.

Spar Nord har dermed leveret 12.053.310 aktier¹⁴⁵ til aktionærerne i Sparbank, hvilket kan omregnes til en samlet pris for Sparbank på i alt kr. 280.842.123¹⁴⁶. Værdiansættelsen af Sparbank beregnede værdien af Sparbanks egenkapital til mio. kr. 209 og den faktiske pris som Spar Nord betalte, er som udregnet ovenfor ca. mio. kr. 281 svarende til en "overpris" på ca. mio. kr. 72 i forhold til værdiansættelsen.

Spar Nords aktionærer kan ud fra denne værdiansættelse ikke være tilfredse med fusionen, idet Spar Nord set ud fra denne beregning har købt Sparbank for dyrt.

¹⁴⁰ www.penge.borsen.dk og egen udregning: $53,5/1,31 = 40,8$

¹⁴¹ www.penge.borsen.dk

¹⁴² www.euroinvestor.dk (2)

¹⁴³ Egen udregning: $2 * 23,8 = 47,6$

¹⁴⁴ www.spamord.dk (1)

¹⁴⁵ Egen udregning: $6.026.655 \text{ aktier} * 2 = 12.053.310 \text{ stk. aktier}$ – se vedlagt USBstik under "Excel-bilag" - "18 - Aktier for Sparbank"

¹⁴⁶ Egen udregning: $12.053.310 * 23,3 \text{ DKK} = 280.842.123 \text{ DKK}$ se vedlagt USBstik under "Excel-bilag" - "18 - Aktier for Sparbank"

Fra offentliggørelsen af fusionen og frem til fusionsdatoen faldt Spar Nords aktie med 16%¹⁴⁷, hvilket kan indikere Spar Banks aktionærers bekymring, og måske utilfredshed med fusionen. De 16% ligger meget tæt på den overvurdering værdiansættelsen kommer frem til på 1,6%¹⁴⁸.

Som det fremgår af sensitivitetsanalysen af Vinderup Bank, kan selv små ændringer i forudsætningerne have stor betydning for værdiansættelsen. Det vurderes derfor ikke at skabe værdi for opgaven at lave sammen sensitivitetsanalyse af Sparbank.

4.4. Delkonklusion på værdiansættelserne

Ved hjælp af en modificeret DCF-model, hvor der ses på equity cash flowet, var det muligt at udregne den maksimale dividende udbetaling til aktionærerne i den 10-årig budgetteringsperiode. Afslutningsvis beregnes nutidsværdien af terminalværdien, hvorefter en beregnet værdi af Vinderup Bank og Salling Bank var mulig.

Den beregnede værdiansættelse af Vinderup Bank viste, at Salling Bank ved fusionen har fået en ”rabat” på ca. mio. kr. 26. Modsat viste værdiansættelsen af Sparbank at Spar Nord umiddelbart har betalt en ”overpris” på ca. mio. kr. 72.

Sammenlignes de to værdiansættelser ud fra aktionærernes synspunkt, var købet af Vinderup Bank den mest succesfulde, da den alt andet lige skabte mest værdi for aktionærerne i det opkøbte pengeinstitut.

Sensitivitetsanalysen påviste dog, at selv små ændringer i forudsætningerne kan have væsentlig indflydelse på værdiansættelserne.

¹⁴⁷ www.euroinvestor.dk (2) samt egen udregning: $(23,8 - 28,3)/23,8 = 0,159$

¹⁴⁸ Egen udregning: $(40,8-35)/35 = 0,166$

5. Kulturanalyse

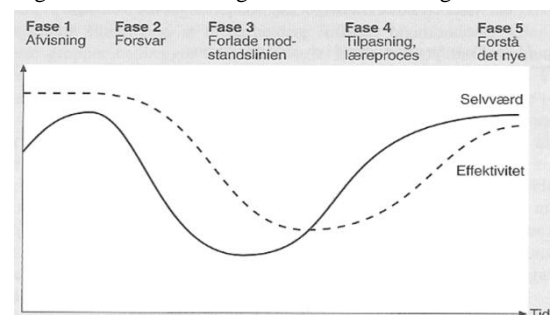
Problemformuleringens 3. underpunkt vil jf. afsnit 1.3.3 blive analyseret ved brug af Edgar Scheins¹⁴⁹ teori om forskellige kulturniveauer, og efterfølgende Trompenaars og Hampden Turners fire forskellige organisationskulturtyper. Det bliver dermed belyst, om fusionerne har medført forandringer af såvel synlige som mindre synlige kulturelementer. Endvidere bliver det afklaret, om ledernes fokus på opgaven kontra medarbejderne og medarbejdernes forhold til ledelsen er forandret.

Den engelske antropolog Edward B. Tylor definerede i 1871 det generelle kulturbegreb; ”Den komplekse helhed, der omfatter viden, tro, kunst, moral, lov, skik og brug og alle andre former for evner og vaner, som et menneske tilegner sig som medlem af samfundet”¹⁵⁰. Selvom definitionen er knap 150 år gammel, er analysen af kulturen forsat vigtig i henhold til problemstillingen af flere årsager. Ifølge den benyttede, anerkendte og en af forgangsmændene i arbejdet med organisationskultur, teoretikeren Edgar Schein, kan organisationsforandringer ikke gennemføres foruden, at der samtidig tages højde for kulturen¹⁵¹. Edgar Schein mener samtidig, at organisationsforandringer kan forekomme uden de grundlæggende antagelser i organisationen behøver at ændres. Resultatet af hans forskning viser, at ændringer baseret på eksisterende kulturelle antagelser ofte har størst succes.¹⁵²

Great Place To Work, som i samarbejde med Fortune Magazine årligt offentliggør en liste over USA's 100 bedste arbejdspladser, fastholder i en artikel fra 2014, at en stærk virksomhedskultur er afgørende for at skille sig ud i et konkurrencepræget marked og fastholdelse af nøglemedarbejdere¹⁵³. Det kan altså fastslås, at kulturen er vigtigt for pengeinstitutternes succes og dermed aktionærernes værdi af flere årsager.

Uanset hvor meget kulturen i de fusionerede pengeinstitutter minder om hinanden, vil der være forandringer af en vis grad for medarbejderne.

Figur 48: Effektivitet og selvværd i udviklingsfaserne



Kilde: Bakka J.F. & Fivelsdal E. (2014), s.339

¹⁴⁹ Note: Edgar Schein er professor i Management, Master of Arts & Doctor of Philosophy. Kilde: Schein E.H. (2000), s. 9

¹⁵⁰ Bakka J.F. & Fivelsdal E. (2014), s. 141

¹⁵¹ www.net2change.dk (1)

¹⁵² Schein E.H. (1994), s. 275

¹⁵³ www.greatplacetowork.dk (1)

Eventuelle utilfredsheder med disse forandringer gennemgår jf. teoretikeren Carnall et faseforløb, hvor faserne i ændringsprocessen hænger sammen med medarbejdernes effektivitet og selvværd¹⁵⁴. Forløbet ses på forrige side nederst til højre.

Desto færre og mindre forandringer medarbejderne oplever, desto fladere vil kurven være. Aktionærerne i de opkøbende pengeinstitutter er altså interesseret i så få kulturforandringer som muligt, da det opretholder medarbejdernes effektivitet og selvværd bedst muligt.

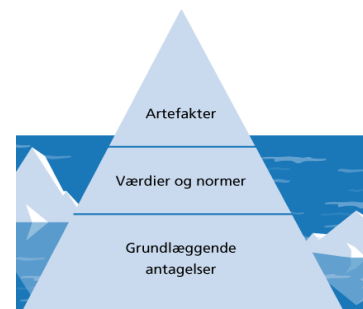
5.1. Præsentation af de anvendte teorier

Forinden selve kulturanalysen vil de anvendte kulturteorier her kort blive præsenteret.

5.1.1. Edgar Scheins forskellige kulturniveauer

Edgar Schein deler kulturen op i 3 dele: Artefakter, værdier og grundlæggende antagelser, som er illustreret på billedet til højre.

Figur 49: Scheins 3 kulturniveauer



Indholdet i de 3 niveauer er som følgende:

- Artefakter: Synlige kulturelementer der umiddelbart kan observeres fysisk, men er vanskelige at tyde.
- Værdierne og normer: Formulerede værdigrundlag
- De grundlæggende antagelser: Værdier, der indgår i ubevidstheden og tages for givet¹⁵⁵.

Kilde: www.afs2.systeme.dk (1)

Anvendelse af modellen giver et grundlæggende indtryk af pengeinstitutternes kultur. Modelens svaghed er, at der ikke defineres en rangorden af faktorerne. Samtidig er det i den virkelige verden ikke i alle kulturforandringer, at det både er synlig og usynlige faktorer, der har indflydelse. Det er vanskeligt og tilnærmelsesvist umuligt at komme til bunds i analysen, hvorfor der alene jf. afgrænsningen, vil blive analyseret på artefakter og værdier med udgangspunkt i pengeinstitutternes årsrapporter primært fra 2011 – 2012.

5.1.2. Trompenaars og Hampden Turners fire organisationskulturtyper

Trompenaars og Hampden Turners teori bygger på, at der eksisterer fire kulturtyper der bestemmes ud fra 2 dimensioner: Dels medarbejdernes forhold til lederen samt hvorvidt lederen

¹⁵⁴ Bakka J.F. & Fivelsdal E. (2014) s. 338

¹⁵⁵ Schein E.H. (1994), s. 24 - 34

orienterer sig primært til medarbejderne eller til opgaven¹⁵⁶. Billedet på næste side illustrerer teorien.

Figur 50: Trompenaars og Hampden Turners kulturtyper

		Forhold til lederen	
		Lighed	Hierarkisk
Lederens orientering mod	Personen	Kuvøsen Udfoldelsesorienteret kultur	Familien Personorienteret kultur
	Opgaven	Styret missil Projektorienteret kultur	Eiffeltårnet Rolleorienteret kultur

Kilde: www.itrojka.dk (1)

Teorien benyttes for at klarlægge, om fusionerne eventuelt har medførte forandringer i såvel medarbejdernes forhold til lederen samt lederens orientering. Teoriens styrke er, at der tages højde for flere elementer om end kulturen bliver fastlåst i kasser.

5.2. Kultur - fusion 1

I det følgende vil Salling Banks artefakter, værdier og sluttelig kulturtype i 2011 og 2012 blive belyst for at finde frem til eventuelle kulturforandringer i forbindelse med fusionen med Vinderup Bank.

5.2.1. Artefakter

Både Vinderup Bank og Salling Banks historie rækker jf. beskrivelsen af pengeinstitutterne mere end 100 år tilbage. Begge var lokalt forankret i samme område – Vinderup Bank dog lidt sydvestligt for Salling Bank. Årsrapporterne fra de 2 fusionerede pengeinstitutter minder overordnet set om hinanden ved at have lokale billeder på forsiden, en meget beskrivende ledelsesberetning uden tabeller, grafer og lignende. De respektive regnskaber er endvidere opstillet meget simpelt. Gennemsnitsalderen hos Salling Banks ansatte steg fra 43,8 år i 2011 til 44,7 år i 2012 og samtidig steg ancienniteten ubetydeligt fra 12 år til 12,1 år¹⁵⁷.

Pengeinstitutterne har ud fra historie, markedsområde, opbygning af årsrapporterne og medarbejdersammensætning samme udgangspunkt for deres kultur.

¹⁵⁶ Kjær H., Skriver H.J. & Staunstrup E. (2010) s. 301

¹⁵⁷ Salling Banks årsrapport 2011 og 2012 s. 18

Sprogbruget i de to fusionerede pengeinstitutters årsrapporter er dog vidt forskellige. Vinderup Bank bruger mange metaforer samt jyske- og dagligdagsudtryk eksempelvis: *"Et bøvlet år"*¹⁵⁸ og *"Priserne på fast ejendom steg hurtigere end nytårsraketterne farer mod nattehimmelen"*¹⁵⁹ etc. Sprogbruget giver et indtryk af en meget afslappet, lokal forankret og jordnær kultur. Vinderup Banks meget farverige sprogbrug er dog ikke at spore i Salling Banks årsrapport fra 2011 og 2012.

Salling Banks sprogbrug og layout er mere stift og formelt, hvilket eksempelvis kommer til udtryk ved brug af tiltalen: "Dem" i sætningen *"Vi ønsker Dem god fornøjelse med læsningen"*¹⁶⁰. Umiddelbart har Vinderup Banks mere afslappede stil ikke vundet indpas i Salling Bank årsrapport fra 2012, hvilket dog ikke nødvendigvis betyder at medarbejderne fra Vinderup Bank har glemt den gamle mere afslappede kultur.

Salling Banks årsrapporter viser både før og efter fusionen lokale motiver, hvilket understøtter deres lokale engagement.

5.2.2. Værdier

Værdisættet Salling Bank arbejder efter, fremstår uændret i forbindelse med fusionen med Vinderup Bank og består i 2012 fortsat af følgende 5 værdier: Troværdighed, nærvær, ansvarlighed, rentabilitet og handlekraft¹⁶¹. Af afsnit 2 fremgår det at pengeinstituttet siden hen har reduceret disse 5 værdier til 3, men da dette først sker i 2014¹⁶² vurderes det ikke at have en sammenhæng med fusionen. Vinderup Bank arbejdede efter følgende 5 værdier: Ordentlighed, engagement, tilgængelighed, kompetence og værdiskabende¹⁶³. Ingen af de 2 pengeinstitutters i alt 10 værdier er identiske, men der er dog visse ligheder som eksempelvis rentabilitet – værdiskabende og troværdighed – ordentlighed. Ud fra, at værdierne hos Salling Bank er uændret, og det at de to pengeinstitutters værdier ikke vurderes at være modstridende, har Salling Banks aktionærer altså fortsat deres penge investeret i et pengeinstitut med de samme værdier som forinden fusionen.

¹⁵⁸ Vinderup Banks årsrapport 2011 s. 6

¹⁵⁹ Vinderup Banks årsrapport 2011 s. 7

¹⁶⁰ Salling Banks årsrapport 2012 s. 5

¹⁶¹ Salling Banks årsrapport 2012 s. 4

¹⁶² Salling Banks årsrapport 2014

¹⁶³ Vinderup Banks årsrapport 2011 s. 14

5.2.3. Kulturtype

Faktorer som, at der ikke er sket medarbejderreduktioner i forbindelse med fusionen¹⁶⁴, og det meget simple layout i årsrapporten taler for, at ledelsens orientering primært er rettet mod medarbejderne frem for opgaven.

Generelt vurderes det dog, at ledelsen i Salling Bank efter fusionen i højere grad retter fokus mod opgaven frem for medarbejderne. Ud fra årsrapporten vurderes det tydeligt, at fokus er rettet mod medarbejderne og har til formål at tilfredsstille aktionærerne. Dette antages eksempelvis ud fra idégrundlaget, som umiddelbart er uændret bortset fra, at aktionærerne i 2012 bliver nævnt først, hvor de i 2011 blev nævnt sidst¹⁶⁵.

I 2011 var det kunderne der blev nævnt først, herefter medarbejderne og sluttelig aktionærerne. Desuden bliver det fastlagt at fusionen med Vinderup Bank har fundet sted for at sikre et vækstgrundlag i fremtiden¹⁶⁶.

Medarbejdernes forhold til lederen er mest baseret på lighed frem for hierarki. Naturligvis har langt de fleste medarbejdere én overordnet og der eksisterer derfor en form for hierarki. Organisationsopbygningen er dog flad, hvilket kommer til udtryk i årsrapporten i sætningen: *”Banken prioriterer den personlige kontakt til kunderne højt og er organiseret i en flad organisation for at sikre, at ansvar, kompetence og beføjelser følges ad.”*¹⁶⁷

Ud fra, at ledernes orientering primært vurderes til at være rettet mod opgaven og medarbejdernes forhold til ledelsen hovedsageligt bygger på lighed er Salling Banks kulturtype jf. Trompenaars og Hampden Turners teori ”Styret missil”. Fusionen vurderes ikke at have ændret kulturtypen, men ledelsens orientering mod opgaver frem for medarbejderne, er blevet tydeligere jf. idégrundlaget, hvilket er en fordel for Salling Banks aktionærer.

5.3. Kultur - fusion 2

Efter samme fremgangsmåde som ved Salling Bank vil Spar Nords artefakter, værdier og kulturtype i 2011 og 2012 blive belyst, for at finde frem til eventuelle kulturforandringer i forbindelse med fusionen med Sparbank.

¹⁶⁴ Salling Banks årsrapport 2014 s. 18

¹⁶⁵ Salling Banks årsrapport 2011 og 2012 s. 4

¹⁶⁶ Salling Banks årsrapport 2012 s. 10

¹⁶⁷ Salling Banks årsrapport 2012 s. 5

5.3.1. Artefakter

Historien om Sparbank og Spar Nord rækker for begges vedkommende jf. beskrivelsen af pengeinstitutterne mere end 150 år tilbage. Sparbank er startet i Skive og Spar Nord i Aalborg og begge har siden hen udbygget deres filialnet til hele landet, dog med hovedparten i Nordjylland. Begge pengeinstitutter starter deres årsrapporter ud med hovedtal for deres regnskabsmæssige præstationer, og deres årsrapporter er generelt meget faktuelle med mange tabeller, grafer etc. Løbende benytter de begge billeder af rådgivningssituationer. Gennemsnitsalder hos Spar Nords ansatte er uændret fra 2011 til 2012 og ligger begge år på 45, 2 år den gennemsnitlige anciennitet falder ubetydeligt fra 13,2 til 13,1 år¹⁶⁸. Ud fra historie, markedsområde, udtryk i årsrapporterne og personalesammensætning har pengeinstitutterne samme kulturafset, hvilket også understøttes i Spar Nords årsrapport fra 2012 i sætningen; ”Sparbank var det rigtige strategiske match bl.a. grundet fælles kulturelt ståsted”¹⁶⁹.

Spar Nords mission lød i 2011 ”sammen skaber vi økonomisk frihed”¹⁷⁰ i 2012 er følgende tilføjet; ”Det gør vi gennem individuelle løsninger baseret på kompetent rådgivning og lokal kendskab.”¹⁷¹ Denne tilføjelse kan være lavet for at fastslå en fortsat lokal kultur på trods af fusionen i løbet af året.

Forsiden af Spar Nords årsrapport ændrer sig fra i 2011 at vise; solstråler fra en skyfyldt himmel til i 2012 at være; et team på 3 sportsudøvere, der ror i fuld fremdrift¹⁷². Denne forandring udtrykker pengeinstituttets opmærksomhed og fokus på, at sammenhold er vigtigt for fremdrift og succes.

5.3.2. Værdier

Sparbank arbejdede inden fusionen efter værdierne; kompetent, engageret og fleksibel¹⁷³, men de har dog ikke haft indflydelse på Spar Nords værdier, der både før og efter fusionen tæller; nærværende, ambitiøs og uhøjtidelig¹⁷⁴. Værdisættene har ingen gengangere, men der kan argumenteres for, at Spar Nords værdi ”ambitiøs” ligger implicit i Sparbanks værdisæt. Ingen af værdierne vurderes at være modstridende.

¹⁶⁸ Spar Nords årsrapport 2012 s. 42

¹⁶⁹ Spar Nords årsrapport 2012 s. 6

¹⁷⁰ Spar Nords årsrapport 2011 og 2012 s. 2

¹⁷¹ Spar Nords årsrapport 2011 og 2012 s. 2

¹⁷² Spar Nords årsrapport 2011 og 2012 s. 1

¹⁷³ Sparbanks årsrapport 2011 s. 17

¹⁷⁴ Spar Nords årsrapport 2011 og 2012 s. 2

5.3.3. Kulturtyper

I forhold til Trompenaars og Hampden Turners kulturtyper, vurderes ledelsen i Spar Nord at have deres primære fokus på opgaven frem for personerne. Det vurderes ud fra årsrapporternes meget visuelle udtryk, og at tallene hurtigt bliver lagt på bordet, samtidig med at fusionen har medført 100 nedlagte stillinger og forventer synergier på 130 mio. DKK¹⁷⁵.

De fleste ansatte i Spar Nord har en overordnet, som de hierarkisk er under. Ud fra pengeinstituttets egen udlægning af deres ansattes forhold, så bliver de udnævnt til ”*direktør for eget skrivebord*”¹⁷⁶. Ud fra dette formodes det, at medarbejdernes forhold til ledelsen bygger på lighed frem for hierarki. Kulturtypen i Spar Nord bliver herved jf. Trompenaars og Turners teori efter ”Styret missil”, der er ikke fundet indicier på, at fusionen med Sparbank har forandret dette. Fusionen har ud fra ovenstående ikke ændret kulturtypen, men dog kan Spar Nords aktionærer være tilfredse med, at fusionen sker med fokus på opgaven.

5.4. Delkonklusion kulturanalyse

Kulturanalysen af Salling Bank og Spar Nord før og efter deres individuelle fusioner i 2012 viste, at kulturen er stort set upåvirket. Det blev alene fundet få forandringer som tilpasning af idégrundlaget hos Salling Bank og missionen hos Spar Nord.

Det faktum, at kulturen generelt er uforandret, er som nævnt i indledningen til afsnittet godt for aktionærerne, da ændringer baseret på eksisterende kulturelle antagelser jf. Edgar Schein ofte har mest succes og få forandringer mindsker jf. Carnall faldet i effektiviteten og selvværdet hos de ansatte.

¹⁷⁵ Spar Nords Årsrapport 2012 s. 10

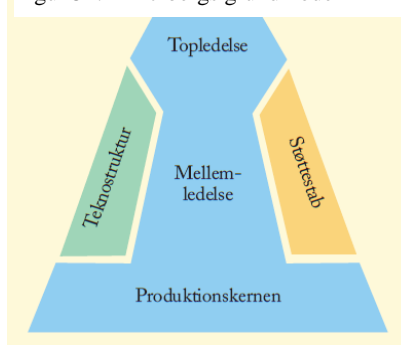
¹⁷⁶ www.sparnord.dk (3)

6. Organisationsanalyse

Organisationsanalysen af Vinderup Bank og Salling Bank, samt Spar Bank og Spar Nord vil før og efter fusionerne blive analyseret ud fra Mintzbergs teori om idealtyper for opbygningen af organisationer – særligt med fokus på forandringer i ledelses- og bestyrelsessammensætningen. Det er et enormt vigtigt aspekt over for aktionærerne i pengeinstitutterne, at organisationen og den øverste ledelse fungerer og har en fælles holdning og vision for pengeinstituttet. Bag teorien om organisationsformer står situationsteoretikeren Henry Mintzberg¹⁷⁷, der har en vigtig rolle i forskningen om organisationsformer.

Mintzberg fokuserer på, hvorledes omverdenens faktorer præger organisationsformen og problemerne. Teorien er god, da den tager højde for mange forskellige variable. Organisationer udvikler sig løbende, hvorfor analysen primært vil give et indblik i, hvordan pengeinstitutterne har forandret sig fra regnskabsåret 2011 til regnskabsåret 2015. Til højre ses Mintzbergs grundmodel for opbygning af organisationsformer¹⁷⁸:

Figur 51: Mintzbergs grundmodel



Kilde:

http://www.itrojka.dk/organisation2007/kap_1.pdf side 77

6.1. Organisation - fusion 1

Forinden fusionen kan både Vinderup Bank og Salling Banks organisationsform karakteriseres ud fra Mintzbergs model Maskinbureaukrati¹⁷⁹. Denne organisationsform er præget af formalisering og specialisering, og findes ofte i store arbejdsenheder, hvor koordineringen sker ved standardisering af de respektive arbejdsprocesser.

Maskinbureaukrati er desuden den organisationsform, der gør sig gældende hos de fleste pengeinstitutter i Danmark¹⁸⁰, og er endvidere kendetegnet ved en hierarkisk opbygning af organisationen. Til højre ses opbygningen af maskinbureaukrati¹⁸¹:

Figur 22: Maskinbureaukrati



Kilde:

http://www.itrojka.dk/organisation2007/kap_1.pdf side 79

¹⁷⁷ Bakka J.F. & Fivelsdal E. (2014), s. 73

¹⁷⁸ www.itrojka.dk(1) s. 77

¹⁷⁹ Bakka J.F. & Fivelsdal E. (2014), s. 96

¹⁸⁰ Bakka J.F. & Fivelsdal E. (2014), s. 95

¹⁸¹ www.itrojka.dk (1) s. 79

Denne opbygning ses tydeligt i Vinderup Bank, da der i 2011 var én mand i direktionen, bankdirektør Jens Nipper, dernæst en bestyrelse bestående af 7 mandlige repræsentanter og afslutningsvis 13 medarbejdere¹⁸². Salling Bank har den samme organisationsopbygning både før og efter fusionen, hvor der ligeledes er en direktion, en bestyrelse og medarbejderne. Salling Bank har dog også et repræsentantskab, der vælges på bankens generalforsamling, og udgør den øverste myndighed i Salling Bank¹⁸³.

Salling Bank udtaler ligeledes, at de har en flad struktur og klare beslutningsveje¹⁸⁴. Der er ikke langt fra ”top til bund”, og den flade struktur er et fundament for organisationen. På den måde sikrer Salling Bank, at deres kerneværdi handlekraft efterleves. Ligeledes er der klare beslutningsveje, hvor ansvar og kompetence er afstemt¹⁸⁵, således at medarbejderne har frihed under ansvar. Da Vinderup Bank var et væsentlig mindre pengeinstitut end Salling Bank, kan det formodes, at medarbejderne i Vinderup Bank måske havde højere beføjelser og mere ansvar end medarbejderne i Salling Bank, der alt andet lige er mere topstyret end Vinderup Bank.

Formanden for den tidligere bestyrelse i Vinderup Bank, Jan Pedersen, samt næstformand Keld Frederiksen¹⁸⁶, blev i forbindelse med fusionen valgt ind i Salling Banks bestyrelse¹⁸⁷. Jens Nipper, der var bankdirektør for Vinderup Bank, har indtil d.29. september 2015 været områdedirektør for Salling Bank, men har dog valgt at gå på pension¹⁸⁸.

Det ses, at ledelsen i Vinderup Bank og Salling bank efter fusionen har været enige om den ledelsesmæssige strategi, hvilket alt andet lige er positivt for aktionærene i Salling Bank. Salling Bank ønsker desuden at være en meget nærværende¹⁸⁹ bank over for deres ca. 9.000 aktionærer¹⁹⁰, hvilket de ønsker at vise ved at drive en lønsom forretningen og derved være værdiskabende over for deres aktionærer¹⁹¹, samt være synlig i det daglige, hvilket den ledelsesmæssige fordeling understøtter.

¹⁸² Vinderup Banks Årsrapport 2011, s. 46

¹⁸³ Salling Banks Årsrapport 2015, s. 31

¹⁸⁴ Salling Banks Årsrapport 2015, s. 5

¹⁸⁵ Salling Banks Årsrapport 2015, s. 5

¹⁸⁶ Vinderup Banks Årsrapport 2011, s. 46

¹⁸⁷ Salling Banks Årsrapport 2012, s. 3

¹⁸⁸ www.dagbladet-holstebro-struer.dk

¹⁸⁹ Salling Banks Årsrapport 2015, s. 4

¹⁹⁰ Salling Banks Årsrapport 2015, s. 5

¹⁹¹ Salling Banks Årsrapport 2015, s. 5

6.2. Organisation - fusion 2

Organisationsformen i Sparbank inden fusionen og Spar Nord kan ligeledes karakteriseres som maskinbureaukrati. Der er en udpræget kompleksitet, men stadig en vis standardisering af de ting der laves. Selve Spar Bank koncernen kan dog også betegnes som den divisionaliserede form¹⁹², der ofte opstår ved en udvikling af maskinbureaukratiet. Hovedledelsen, eller i Spar Banks tilfælde, direktionen og bestyrelsen, har hovedansvaret over de forskellige divisioner/afdelinger, hvor der kan opstå en høj grad af autonomi. Koordineringen af de forskellige resultater sker ved en standardisering, hvor mellemlidelsen – de respektive filialledere – får stor indflydelse på medarbejdernes resultat. Hovedledelsen – direktionen og bestyrelsen – lægger ligeledes stor vægt på resultaterne og kontrol heraf¹⁹³. Den divisionaliserede form ses ofte i store pengeinstitutter, hvor eksempelvis Danske Bank som bank ligeledes har en organisationsform som maskinbureaukrati, hvorimod Danske Bank koncernen tangerer mod den divisionaliserede form. Opbygningen i Spar Nord er ligesom Salling Bank hierarkisk. Direktionen består af den administrerende direktør Lasse Nyby, bankdirektør John Lundsgaard og bankdirektør Lars Møller¹⁹⁴. Dernæst er der en bestyrelse bestående af 9 bestyrelsesmedlemmer¹⁹⁵ og afslutningsvis 1.538 medarbejder¹⁹⁶.

Spar Nord har desuden en tostrengt ledelsesstruktur med den førnævnte bestyrelse og direktionen. De overordnede beslutninger om vision, mission, strategier og politikker træffes af bestyrelsen, mens direktionen varetager den øverste daglige ledelse¹⁹⁷.

Torben Frstrup, som er bestyrelsesformand i Spar Nord, udtalte i forbindelse med fusionen med Sparbank d.18/9-2012, at Bent Jensen, bankdirektør i Sparbank, skulle rykke med over i Spar Nords nye direktion¹⁹⁸. Ligeledes var det Bent Jensens opgave, at hele fusionen mellem de to pengeinstitutter skulle smeltes sammen, og samtidig en garanti for Sparbanks aktionærer, at det rent organisatorisk blev en ligeværdig fusion.

¹⁹² Bakka J.F. & Fivelsdal E. (2014), s. 97

¹⁹³ Bakka J.F. & Fivelsdal E. (2014), s. 97

¹⁹⁴ Spar Nords Årsrapport 2015, s. 28

¹⁹⁵ Spar Nords Årsrapport 2015, s. 25, 26 og 27

¹⁹⁶ Spar Nords Årsrapport 2015, s. 3

¹⁹⁷ Spar Nords Årsrapport 2015, s. 22

¹⁹⁸ www.finanswatch.dk

Lasse Nyby udtalte ligeledes få dage efter, d. 21/9-2012, at der vitterligt var tale om en ligeværdig fusion, hvilket dermed gerne skulle overbevise aktionærene i Sparbank om, at fusionen var jævnbyrdig¹⁹⁹. Disse organisatoriske og ledelsesmæssige beslutninger er alt andet lige med til at understøtte aktionærene i Sparbank i forbindelse med fusionen.

Aktionærene i Sparbank reagerede også positivt på nyheden og baggrunden for fusionsplanerne, hvilket kom til udtryk ved, at aktien steg med 31% fra morgenstunden d.18/9-2012²⁰⁰.

Der ses dog nogle ledelsesmæssige udfordringer i Spar Nord nogle år efter fusionen, da der d. 20/5-2015 blev meddelt i Børsen, at selvsamme bestyrelse havde valgt at skille sig af med bankdirektør Bent Jensen²⁰¹. Baggrunden for fyringen blev begrundet i, at samarbejdet i direktionen ikke fungerede optimalt, og at der manglede kemi med den tidligere Sparbank direktør.

Denne udmelding kunne sagtens have påvirket aktionærene og aktiekursen i negativ retning, men der skete ikke nogle ændringer i kursen, der d. 21/5-2015 lå på kr. 71,5²⁰², hvor den dagen forinden lå i samme kurs.

Det ses, at Spar Nord efter fusionen ikke har haft denne samme enighed om den ledelsesmæssige strategi, som ved fusionen mellem Vinderup Bank og Salling Bank. De ledelsesmæssige udfordringer burde alt andet lige have en negativ effekt for aktionærene i Spar Bank. Dog skete der ikke nogle ændringer i aktiekursen, hvilket tyder på, at de langsigtede aktionærer måske var enige i denne ledelsesmæssige beslutning.

¹⁹⁹ www.borsen.dk

²⁰⁰ www.penge.borsen.dk

²⁰¹ www.finans.borsen.dk

²⁰² www.euroinvestor.dk (2)

7. Vurdering

Resultatet af ovenstående analyse vil i dette afsnit blive brugt til at vurdere, hvilken af de 2 fusioner, der har skabt mest værdi for aktionærene i de opkøbende pengeinstitutter.

Beskrivelsen af fusionerne tilkendegav, at Salling Banks aktie er steget med 5,4% siden offentliggørelsen af deres fusion med Vinderup Bank, mens Spar Nords aktie er steget 122% siden offentliggørelsen af deres fusion med Sparbank. Ud fra dette har de kortsigtede investorer fået mest værdi af Spar Nords fusion.

Tabellen nedenfor viser de to fusioners individuelle procentvise udvikling på nøgletallene fra fusionen og frem til den nyeste årsrapport fra 2015.

Figur 53: Procentvis udvikling på nøgletal fra fusionen og frem (2012 - 2015)

	Fusion 1	Fusion 2
ROE	106 %	204 %
ROA	154 %	315 %
ICGR	106 %	-9 %
WACC	-8 %	6 %

Kilde: Egen tilvirkning ud fra foregående performanceanalyse

Af tabellen fremgår det, at begge de opkøbende pengeinstitutter har haft en positiv udvikling på ROE og ROA siden fusionen. Fusion 2 stiger dog procentvis ca. dobbelt så meget som fusion 1 og har dermed klaret sig bedst. For begges vedkommende har fusionerne været medvirkende til den positive udvikling.

På de to sidste nøgletal udvikler de to opkøbende pengeinstitutter sig modsatrettet hinanden. Ved fusion 1 ses en stigende ICGR samt en faldende WACC, og modsat ved fusion 2. Idet WACC udtrykker de gennemsnitlige kapitalomkostninger performer fusion 1 sig altså umiddelbart bedst på de to sidstnævnte nøgletal. Faldet på ICGR hos fusion 2 skyldes jf. performance analysen alene, at Spar Nord har udbetalt udbytte til deres aktionærer. Havde dette ikke fundet sted, var deres ICGR steget med godt 300% siden fusionen. Udviklingen på WACC er hos begge opkøbende pengeinstitutter stort set uændret, hvor fusion 1 klarer sig minimalt bedre end fusion 2.

Ud fra performanceanalysen vurderes det at være aktionærene i Spar Nord, der kan være mest tilfredse med fusionen.

Værdiansættelsen af de opkøbte pengeinstitutter viste, at Salling Bank ved købet af Vinderup Bank fik en "rabatt" på mio. kr. 26 svarende til 34%²⁰³. Omvendt viste værdiansættelsen af Sparbank, at Spar Nord betalte en overpris på mio. kr. 72 svarende til 34%²⁰⁴. Ud fra værdiansættelsen bør det dermed være aktionærerne i Salling Bank, der har fået mest værdi af deres fusion med Vinderup Bank.

Salling Banks og Spar Nord's aktionærgrupper kan være tilfredse med, at fusionerne alene har påvirket kulturen minimalt. De få kulturforandringer fusionerne har medført i form af øget fokus på opgaven ved tilpasning af idégrundlaget hos Salling Bank og missionen hos Spar Nord, er begge til aktionærernes fordel. I forhold til værdiskabelse for aktionærerne vurderes det derfor ud fra kulturanalysen, at fusionerne har skabt den samme værdi for de to aktionærgrupper.

Organisationsforandringerne er få. Den primære forskel på de to fusioner er, at Spar Nord fik Bent Jensen fra Sparbank med i deres direktion. Medflytningen af Bent Jensen vurderes at have påvirket Spar Nord's aktionærer negativt ud fra, at bestyrelsen grundet samarbejdsvanskeligheder fyrede ham 3 år senere.

Ud fra de foregående analyseafsnit og vurderinger ses det, at fusion 1 har skabt størst værdi for aktionærerne set i forhold til værdiansættelsen samt organisationsforandringer, hvor fusion 2 har skabt mest værdi for aktionærerne, hvis der fokuseres på aktiekursudvikling og performanceanalysen. Kulturforandringer vurderes at have påvirket fusionerne lige. På fusionstidspunktet var aktionærsammensætningen således, at begge de opkøbende pengeinstitutter primært havde langsigtede investorer.

Holdes analyserne oppe imod de opkøbende pengeinstitutters aktionærsammensætninger på fusionstidspunktet, vurderes det derfor at være fusion 2, der har skabt mest værdi for aktionærerne i det opkøbende pengeinstitut Spar Nord.

²⁰³ Egen udregning: "rabatten"/værdiansættelsen af Vinderup Bank: Mio. kr. 26/mio. kr.75,9 = 0,3425

²⁰⁴ Egen udregning: "overprisen"/værdiansættelsen af Sparbank: Mio. kr. 72/mio. kr.209 = 0,3445

8. Konklusion

I det foregående er problemstillingen: *"I hvilken grad har fusionen mellem Vinderup Bank og Salling Bank samt fusionen mellem Sparbank og Spar Nord skabt værdi for aktionærerne i de opkøbende pengeinstitutter?"* analyseret, og vil sammen med de 4 underpunkter blive besvaret. Problemstillingens 4 underpunkter vil blive besvaret kronologisk og sluttelig konkluderes der på hovedproblemstillingen.

1. Økonomisk analyse af fusionen mellem Vinderup Bank og Salling Bank.

Nøgletalsanalysen viste at særligt i det to sidste regnskabsår forinden fusionen i 2012, har det opkøbende pengeinstitut Salling Bank klaret sig bedre end Vinderup Bank på alle 4 analyserede nøgletal. Vinderup Bank adskiller sig på ROA, som i perioden 2007 – 2010 var betydeligt højere end hos Salling Bank, primært grundet en højere tabsprocent hos Salling Bank.

Efter fusionen mellem Vinderup Bank og Salling Bank i 2012, udvikler de 4 nøgletal sig alle meget positivt, særligt ROE, ROA og ICGR, som alle stiger med mere end 100%.

Værdiansættelsen af Vinderup Bank viste, at Salling Banks aktionærer ved fusionen fik en rabat på ca. mio. kr. 26. Sensitivitetsanalysen viste, at værdiansættelsen er meget følsom overfor selv minimale ændringer i de centrale forudsætninger.

2. Økonomisk analyse af fusionen mellem Sparbank og Spar Nord.

Ligesom ved fusion 1 viste nøgletalsanalysen, at det også ved fusion 2 er det opkøbende pengeinstitut, Spar Nord, der performer bedst på de 4 analyserede nøgletal forinden fusionen. Spar Nord klarer sig generelt bedre end Sparbank i hele perioden fra 2007 indtil fusionen i 2012, og ikke som ved fusion 1, udpræget i 2010 og 2011.

Spar Nords ROE og ROA stiger begge markant med over 200% fra fusionen og frem, omvendt udvikler ICGR og WACC sig lidt negativt. Faldet på ICGR skyldes dog alene udbyttebetaling og WACC stiger alene med små 6%.

Værdiansættelsen af Sparbank viste, at Spar Nords aktionærer ved fusionen betalte en overpris på ca. mio. kr. 72. Ligesom ved fusion 1 er værdiansættelsen følsom overfor små ændringer i de centrale forudsætninger.

3. *I hvilket omfang har fusionerne haft indflydelse på de opkøbende pengeinstitutters kultur og organisation.*

Fusionerne har haft minimal indflydelse på de opkøbende pengeinstitutters kultur og organisation. Artefakterne, værdierne og kulturtypen er tilnærmelsesvis uændret. Dog er ledelsens fokus hos både Salling Bank og Spar Nord efter fusionen mere fokuseret på ”opgaven” end tidligere, hvilket er en fordel for aktionærerne.

Begge pengeinstitutter er opbygget efter maskinbureaukratiet før og efter fusionen, dog skabte fusionerne forandringer i bestyrelserne og direktionerne. Salling Bank har taget 2 bestyrelsesmedlemmer med fra Vinderup Bank, og den tidligere bankdirektør er indtil hans pensionering i 2015 områdedirektør i Salling Bank. Sparbanks tidligere bankdirektør kom med til Spar Nord, hvor han var bankdirektør i 3 år indtil han blev fyret grundet samarbejdsvanskeligheder.

4. *Hvilken af de 2 fusioner har skabt mest værdi for aktionærerne i de opkøbende pengeinstitutter.*

Vurderingen af, hvilken af de 2 fusioner, der har skabt mest værdi for aktionærerne i de opkøbende pengeinstitutter viste, at fusionerne individuelt har performet bedst på forskellige parametre. Holdt op imod aktionærsammensætningen, er det aktionærerne i Spar Nord, der kan være mest tilfredse med fusionen med Sparbank i 2012. Dette skyldes primært aktiekursudviklingen og performanceanalysen.

”I hvilken grad har fusionen mellem Vinderup Bank og Salling Bank samt fusionen mellem Sparbank og Spar Nord skabt værdi for aktionærerne i de opkøbende pengeinstitutter?”

Foregående analyse viser, at begge fusioner har givet merværdi for aktionærerne omend i forskellig grad.

Fusion 1 var medvirkende til at skabe merværdi for aktionærerne i Salling Bank ved en aktiekursstigning på 5,4%, en positiv udvikling på nøgletallene ROA, ROE, ICGR og WACC, ”rabat” ved køb af Vinderup Bank på mio. kr. 26 samt få kultur- og organisationsforandringer

Fusion 2 var medvirkende til at skabe merværdi for aktionærerne i Spar Nord ved en aktiekursstigning på 122%, en positiv udvikling på nøgletallene ROA og ROE, udbyttebetaling fra 2013 og frem samt få kultur- og organisationsforandringer.

9. Perspektivering

I følgende afsnit belyses andre faktorer og overvejelser, der er væsentlige i relation til problemstillingen. Optimalt set kan analysen af kulturforandringerne som følge af fusioner laves dybere med mere intern viden og undersøgelser. Kulturanalysen i denne opgave er tillempet ud fra de data, der har været offentligt. Det ville skabe størst udbytte for kulturanalysen at lave et interview baseret på analyse før og efter en fusion. Medarbejderne kan alt andet lige ikke huske så lang tilbage ved en dataindsamling i eksempelvis 2016 på en fusion, der har fundet sted i 2012.

Til at skabe et mere nuanceret billede af, hvornår en fusion skaber værdi for aktionærene i de opkøbende pengeinstitutter, kan foregående analyse med fordel laves på flere fusioner. Outputet af sådanne analyser kan bruges til at finde fællestræk for, hvad der gør en fusion til en god idé for aktionærene. Disse fællestræk kan så med fordel inddrages i fremtidige fusionsovervejelser.

Uanset hvor dybdegående en kulturanalyse der laves, og hvor mange fusioner den fulde analyse laves på, er det altid relevant at have konjunktoren og andre strategiske beslutningers indflydelse for øje.

Årsagerne til, hvorfor nogle fusioner er mere vellykkede end andre, kan være mange. Et interessant eksempel herpå kan være lederens evne til projekthåndtering. Det kan derfor være interessant at analysere, hvordan ledelsernes personlighed, kvalifikationer, ledelsesstil etc. passer til håndtering af et omfattende projekt i form af en fusion.

Et andet aspekt i forhold til problemstillingen er, hvordan fremtidens bank bliver, og hvilke fusioner der ses i fremtiden. Hvad skal man som opkøbende pengeinstitut være opmærksom på? En interessant del kunne være at se på budgettering i forhold til den digitale udvikling. Fremtidens bankkunder vil alt andet lige kræve mere af deres bank, samt hurtig, let og tilgængelig service end den, der tilbydes i dag. Er det opkøbende pengeinstitut rustet til en udvikling i form af eksisterende IT-systemer, og er der med reguleringer i form af flere og flere lovkrav plads i budgettet til IT-udvikling? Mindre pengeinstitutter vil måske have svært ved at følge med denne udvikling, hvor imod større pengeinstitutter med flere medarbejdere, mere kapital mv. alt andet lige har bedre muligheder for at følge med udviklingen. Man kunne derfor forestille sig, at fremtidige fusioner hovedsageligt vil være mindre pengeinstitutter, der ikke kan blive ved med at leve op til skærpede krav i forhold til kapital, og dermed heller ikke kan følge med IT-udviklingen.

10. Litteraturliste

Bøger

- Andresen J.J. (2013); *Finansiell Risikostyring*; 1. udgave, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, København.
- Bakka J.F. & Fivelsdal E. (2014); *Organisationsteori - Struktur, kultur, processer*, 6. udgave, Handelshøjskolens Forlag, København.
- Christensen M. (2014); *Aktie Investering – Teori og praktisk anvendelse*, 4. udgave, Jurist- og Økonomiforbundets Forlag
- Christensen M. (2005); *Udviklingslinier i finansiering*, 1. udgave, Jurist- og Økonomiforbundets Forlag
- Ejendomsforeningen Danmark (2006); *Værdiansættelse af fast ejendom – en introduktion til DCF-modellen*, 1. udgave, Ejendomsforeningen Danmark, København
- Holm-Rasmussen S., Jensen J.O. & Hansen L. (2009); *Økonomisk styring og virksomhedsanalyse*, 4. udgave, Forfattere og Academica, Aarhus.
- Kjær H., Skriver H.J. & Staunstrup E. (2010); *Organisation*, 4. udgave, Gads Forlag A/S, København.
- Kolari J.W. & Gup B.E (2010).; *Commercial Banking – The management of Risk*, 3. udgave
- Schein E.H. (1994); *Organisationskultur og ledelse*; 2. udgave, Forlaget Valmuen, København.
- Koller T., Goedhart M. & Wessel D.; *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*
- Sørensen O. (2009); *Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang*, 3. udgave; Gjellerup, København
- Wooldrige J.M. (2002); *Introductory Econometrics - A Modern Approach*, South-Western

Finansielle rapporter

- Salling Banks årsrapporter 2007 – 2015
- Sparbanks årsrapporter 2007 – 2011
- Spar Nords årsrapporter 2007 – 2015
- Vinderup Banks årsrapporter 2007 - 2011

Internetsider

- www.afs2.systime.dk (1)
https://afs2.systime.dk/fileadmin/indhold/42_Scheins_3_kulturniveauer_isbjerget.png
- sidst anvendt d. 21/3-2016
- www.bespokepremium.com
<https://www.bespokepremium.com/think-big-blog/sp-500-sector-weightings/> - sidst anvendt d. 11/3-2016
- www.borsen.dk
<http://borsen.dk.zorac.aub.aau.dk/nyheder/avisen/artikel/11/31966/artikel.html> - sidst anvendt d. 20/4-2016
- www.business.dk (1)
<http://www.business.dk/global/lunkne-forventninger-til-oekonomisk-vaekst> - sidst anvendt d. 25/3-2016
- www.business.dk (2)
<http://www.business.dk/finans/banker-tjener-ekstra-milliarder-paa-gebyrer> - sidst anvendt d. 25/-2016
- www.dagbladet-holstebro-struer.dk
<http://dagbladet-holstebro-struer.dk/vinderup/jens-nipper-stopper-som-direktoer-i-vinderup> - sidst anvendt d. 20/3.
- www.euroinvestor.dk (1)
<http://www.euroinvestor.dk/boerser/nasdaq-omx-copenhagen/salling-bank-a-s/208414/historik> - sidst anvendt d. 24/3-2016
- www.euroinvestor.dk (2)
<http://www.euroinvestor.dk/boerser/nasdaq-omx-copenhagen/spar-nord-bank-a-s/206480/historik> - sidst anvendt d. 24/3-2016
- www.euroinvestor.dk (3)
<http://www.euroinvestor.dk/markeder/aktier/europa/danmark/omx-c20-cap/historik> - sidst anvendt d. 22/2-2016
- www.euroinvestor.dk (4)
<http://www.euroinvestor.dk/boerser/nasdaq-omx-copenhagen/vinderup-bank/208431/historik> - sidst anvendt d. 11/3-2016
- www.finans.dk (1)
<http://finans.dk/artikel/ECE5846058/Nedskrivninger-tynger-resultatet-i-Salling-Bank/?ctxref=ext> - sidst besøgt d. 21/2-2016
- www.finans.dk (2)
<http://finans.dk/artikel/ECE4361564/Færre-nedskrivninger-i-Salling-Bank-fremover/?ctxref=ext> - sidst besøgt d. 21/1-2016

-
- www.finans.borsen.dk
http://finans.borsen.dk/artikel/1/304300/spar_nord_fyrer_direktoer.html - sidst anvendt d. 24/1-2016
 - www.finansraadet.dk (1)
<http://www.finansraadet.dk/Tal--Fakta/Pages/fusioner-og-nye-navne/2011.aspx> sidst anvendt d.23/1-2016
 - www.finansraadet.dk (2)
<http://www.finansraadet.dk/Tal--Fakta/Pages/fusioner-og-nye-navne/2012.aspx> - sidst anvendt d.23/1-2016
 - www.finansraadet.dk (3)
<http://www.finansraadet.dk/tal--fakta/Pages/statistik-og-tal/pengeinstitutter,-filialer-og-ansatte.aspx> - sidst anvendt d.23/1-2016
 - www.finansraadet.dk (4)
<http://www.finansraadet.dk/tal--fakta/Pages/statistik-og-tal/de-stoerste-pengeinstitutter.aspx> - sidst anvendt d.31/1-2016
 - www.finansraadet.dk (5)
http://www.finansraadet.dk/Media/dokumenter/politik/horingssvar/solvensogkapitaldaekningforhold/lovforslag/h_vejledning%20krav%20til%20kapital%20til%20opfyldelse%20af%20solvensbehov.pdf - sidst anvendt d.13/2-2016
 - www.finansraadet.dk (6)
<http://www.finansraadet.dk/Tal--Fakta/Pages/statistik-og-tal/regnskabstal/hovedtal---resultatopgoerelse.aspx> - sidst anvendt d. 25/3-2016
 - www.finansraadet.dk (6)
http://www.finansraadet.dk/Media/dokumenter/omos/organisation/%C3%A5rsm%C3%B8de/%C3%A5rsm%C3%B8de2012/myter%20og%20fakta%20om%20bankerne_samlet.pdf – sidst anvendt d. 25/3-2016
 - www.finanstilsynet.dk (1)
<https://www.finanstilsynet.dk/da/tal-og-fakta/statistik-noegletal-analyser/statistik-om-sektoren/pengeinstitutternes-stoerrelsesgruppering.aspx> - sidst anvendt d. 4/2-2016
 - www.finanstilsynet.dk (2)
<https://www.finanstilsynet.dk/da/leksikon/risikovaegtede-poster.aspx> - sidst anvendt d. 3/3-2016
 - www.finanswatch.dk
http://finanswatch.dk/Navne_og_job/Karriere/article4844202.ece - sidst anvendt d.20/3
 - www.greatplacetowork.dk (1)
<http://www.greatplacetowork.dk/udgivelser/blog-a-nyheder/711-en-staerk-virksomhedskultur-er-afgorende-for-succes> - sidst anvendt d. 9/3-2016

-
- www.indexes.nasdaqomx.com
<https://indexes.nasdaqomx.com/Index/Breakdown/OMXC20> - sidst anvendt d.11/3-2016
 - www.infomedia.dk (1)
<http://apps.infomedia.dk.zorac.aau.dk/Ms3E/ShowArticle.aspx?outputFormat=Full&Duid=e368736e> – sidst anvendt d. 20/4-2016
 - www.infomedia.dk (2)
<http://apps.infomedia.dk.zorac.aau.dk/Ms3E/ShowArticle.aspx?outputFormat=Full&Duid=e0c88343> – sidst anvendt d. 22/2-2016
 - www.itrojka.dk (1)
http://www.itrojka.dk/organisation2007/kap_1.pdf - sidst anvendt d. 21/3-2016
 - www.jurition.dk
<http://www.jurition.dk/selskabsloven/paragraf.asp?Nr=55> – sidst anvendt d. 22/3-2016
 - www.lokalepengeinstitutter.dk
<http://www.lokalepengeinstitutter.dk/lpi/data.nsf/webDocuments/AEB9E20B0090E8EBC12576C400309CCD> - sidst anvendt d. 9/2-2016
 - www.modst.dk
<http://www.modst.dk/~media/Files/ØAV/Vejledninger/Regnskabsområdet/Retningslinjer%20for%20primokorrektioner%202007%20pdf.ashx> - sidst anvendt d.13/2-2016
 - www.nationalbanken.dk
<http://www.nationalbanken.dk/da/pengepolitik/Sider/Default.aspx> - senest anvendt d. 2/3-2016
 - www.net2change.dk (1)
http://net2change.dk/edgar-schein-organisationskultur/#.Vt_uVJb2b4g - sidst anvendt d. 9/3-2016
 - www.pages.stern.nyu.edu
http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html - sidst anvendt d.11/3-2016
 - www.penge.borsen.dk
http://penge.borsen.dk/artikel/1/241317/sparbank-aktier_pisker_i_vejret.html - sidst anvendt d. 8/3-2016
 - www.politiken.dk
<http://politiken.dk/oekonomi/privatoekonomi/ECE1881272/danskernes-renteudgifter-faldet-12500-kroner-siden-2008/> - sidst anvendt d.14/2-2016
 - www.sallingbank.dk (1)
https://www.sallingbank.dk/Files/Billeder/filer/Fondsbrsmedelelser/§_204_tilladelse_til_fusion_af_Salling_og_Vinderup.pdf – sidst anvendt d. 4/2-2016
 - www.sallingbank.dk (2)
[https://www.sallingbank.dk/Files/Billeder/filer/Fondsbrsmedelelser/Microsoft_Word_-_Nr_11_2012_Fusionsmeddelelse_3_\(2\).pdf](https://www.sallingbank.dk/Files/Billeder/filer/Fondsbrsmedelelser/Microsoft_Word_-_Nr_11_2012_Fusionsmeddelelse_3_(2).pdf) – sidst anvendt d. 4/2-2016
 - www.skat.dk (1)
<http://www.skat.dk/SKAT.aspx?oId=1813207> – sidst anvendt d. 29/2-2016

-
- www.skat.dk (2)
<http://www.skat.dk/SKAT.aspx?oId=1813218> - sidst anvendt d. 11/3-2016
 - www.skm.dk
<http://www.skm.dk/skattetal/statistik/generel-skattestatistik/selskabsskattesatser-i-eu-landene-1995-2015> - sidst anvendt d. 25/3-2016
 - www.sparnord.dk (1)
<https://www.sparnord.dk/media/434193/Endelig-godkendelse-af-fusion-mellem-Spar-Nord-Bank-A-S-og-Sparbank-A-S.pdf> - sidst anvendt d. 31/1-2016
 - www.sparnord.dk (2)
<https://www.sparnord.dk/om-spar-nord/investor/regnskaber/2013/4-kvartal-2013.aspx>
- sidst anvendt d. 18/2 -2016
 - www.sparnord.dk (3)
<https://www.sparnord.dk/om-spar-nord/job/overblik.aspx> - sidst anvendt d. 17/3-2016
 - www.statistikbanken.dk
<http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/SelectVarVal/saveelections.asp> - sidst anvendt d. 28/2-2016
 - www.wikipedia.org
https://da.wikipedia.org/wiki/S%26P_500 - sidst anvendt d. 11/3-2016

Rapporter

- Damodaran A. (2009); *Valuing Financial Service Firms* – se vedlagt USBstik
- Carnegie WorldWide (11/3 2008); *Beskrivelse af nøgletal*
- se vedlagt USBstik samt anvendt side i bilag 2
- Industrigruppe Finans (september 2013); *Nye kapitalkrav til pengeinstitutter*, Deloitte
– se vedlagt USBstik samt anvendt side i bilag 1

11. Figuroversigt

Figur 1: Disposition over opgaven.....	7
Figur 2: Præsentation af pengeinstitutterne	10
Figur 3: Placering af Vinderup Banks og Salling Banks filialer	12
Figur 4: Placering af Sparbank og Spar Nord's filialer	13
Figur 5: ROE - fusion 1	16
Figur 6: ROE - fusion 2	19
Figur 7: ROA - fusion 1.....	23
Figur 8: Nettorenteindtægter i forhold til udlån – Fusion 1.....	24
Figur 9: Tab i % af udlån – Fusion 1.....	25
Figur 10: Udlånsfordeling Salling Bank.....	26
Figur 11: Nedskrivninger fordelt på brancher	27
Figur 12: Nettorente- og gebyrindtægter i forhold til lønudgifter – Fusion 1.....	28
Figur 13: Nettorenteindtægter i forhold til lønudgifter – Fusion 1	29
Figur 14: Nettogebyrindtægter i forhold til lønudgifter – Fusion 1	29
Figur 15: ROA - fusion 2.....	30
Figur 16: Nettorenteindtægter i forhold til udlån – Fusion 2.....	31
Figur 17: Tab i % af udlån – Fusion 2	32
Figur 18: Udlånsfordeling Sparbank (2011) og Spar Nord (2011-2015).....	33
Figur 19: Nettorente- og gebyrindtægter i forhold til lønudgifter – Fusion 2.....	34
Figur 20: Nettorenteindtægter i forhold til lønudgifter – Fusion 2	35
Figur 21: Nettogebyrindtægter i forhold til lønudgifter – Fusion 2	36
Figur 22: ICGR – Fusion 1.....	38
Figur 23: ICGR – Fusion 2.....	39
Figur 24: WACC – Fusion 1	42
Figur 25: Kd – Fusion 1.....	42
Figur 26: WACC – Fusion 2	43
Figur 27: Kd – Fusion 2.....	44
Figur 28: DCF-modellen inddelt i faser.....	47
Figur 29: Estimeret udvikling i Vinderup Banks ind- og udlån.....	49
Figur 30: Vinderup Banks rentemarginal de 2 sidste år inden fusionen.....	50
Figur 31: Estimeret udvikling i Vinderup Banks renteindtægter og -udgifter samt rentemarginal	51

Figur 32: Estimeret udvikling i Vinderup Banks gebyr- og provisionsindtægter og –udgifter	52
Figur 33: Estimeret udvikling i Vinderup Banks udgifter til personale og administration	53
Figur 34: Vinderup Banks nedskrivninger i perioden 2007-2011	53
Figur 35: Estimeret udvikling i Vinderup Banks nedskrivninger	53
Figur 36: Aktuel samt effektiv skatteprocent for Vinderup Bank i perioden 2007 – 2011	54
Figur 37: Estimeret skatteprocent for Vinderup Bank	55
Figur 38: Estimeret resultatopgørelse for Vinderup Bank i budgetteringsperioden	55
Figur 39: Estimeret terminalår for Vinderup Bank	57
Figur 40: Risikovægtede poster i forhold til udlån i Vinderup Bank i perioden 2007 – 2011	58
Figur 41: Estimeret solvensbehov	58
Figur 42: Estimeret maksimal mulig dividendeudbetaling i Vinderup Bank	59
Figur 43: Udregning af CAPM	60
Figur 44: Estimeret equity cash flow i Vinderup Bank	63
Figur 45: Sensitivitetsanalyse	64
Figur 46: Estimeret maksimal dividendeudbetaling i Sparbank	66
Figur 47: Estimeret equity cash flow i Sparbank	67
Figur 48: Effektivitet og selvværd i udviklingsfaseme	69
Figur 49: Scheins 3 kulturniveauer	70
Figur 50: Trompenaars og Hampden Turners kulturtyper	71
Figur 51: Mintzbergs grundmodel	76
Figur 52: Maskinbureaukratiet	76
Figur 53: Procentvis udvikling på nøgletal fra fusionen og frem (2012 – 2015)	80
11.2. Bilagsoversigt	
Dokument: "Nye kapitalkrav til pengeinstitutter" anvendt side	Bilag 1
Dokument: "Beskrivelse af nøgletal" anvendt side	Bilag 2
11.3. Vedlagt USB stik	
Artikler: "Det gør mig ondt" og "Godt spin af Lasse Nyby"	Vedlagt USB
Dokument: "Beskrivelse af nøgletal"	Vedlagt USB
Dokument: "Introduktion til DCF-modellen"	Vedlagt USB
Dokument: "Nye kapitalkrav til pengeinstitutter"	Vedlagt USB
Dokument: "Valuing Financial Service Firms"	Vedlagt USB
Salling Banks selskabsmeddelelse	Vedlagt USB
Årsrapporter	Vedlagt USB
Excel	Vedlagt USB