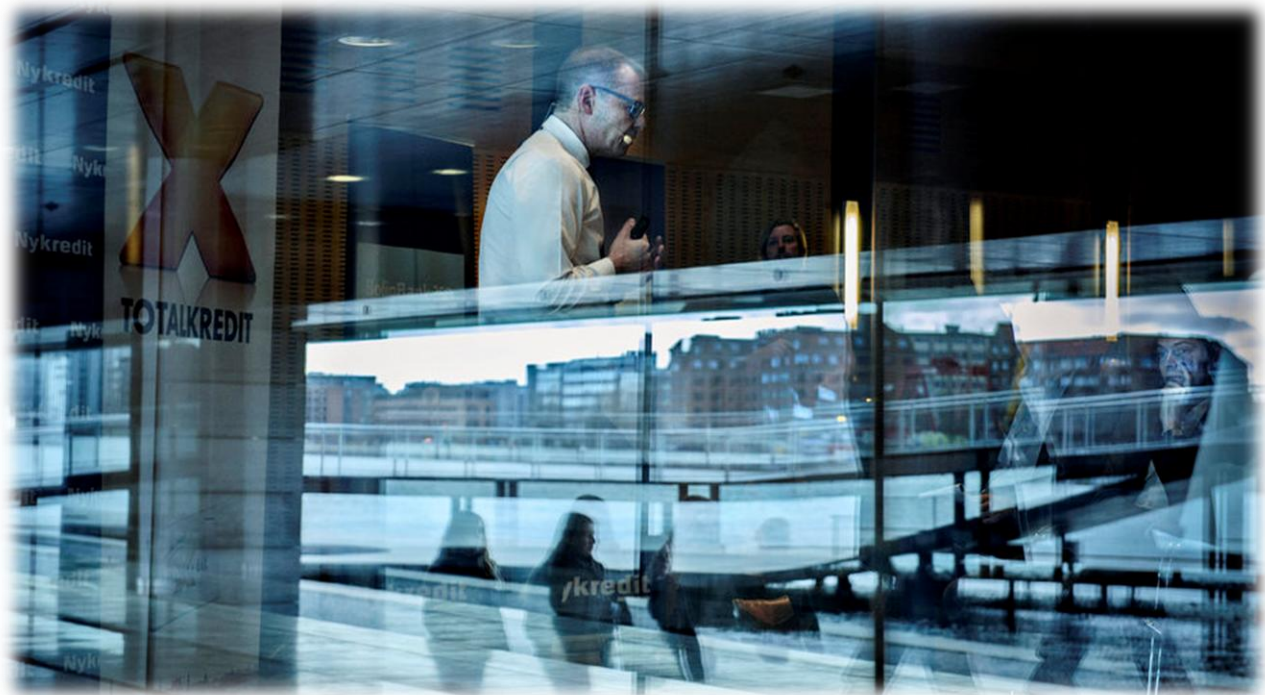


Nykredit

Hvordan står de op til en børsnotering?



Forfattere: Sandie Jespersen og Michelle Nørkjær

Studienumre: 20157290 og 20157295

Vejleder: Christian Farø

Afleveringsdato: 28. april 2017

Uddannelsessted: Aalborg Universitet

Holdnumre: HDFR-17 (Aarhus)

Indholdsfortegnelse

1. Indledende afsnit	4
1.1 English summary	4
1.2 Indledning	5
1.3 Problemformulering	6
1.4 Problemidentifikation	6
1.5 Afgrænsning	7
1.6 Metode	8
2. Nykredit Realkredit-koncern	10
2.1. Nykredits blåbog	10
2.2 Ønsket om en børsnotering	12
2.2.1 Nykredits strategi	13
3. Basel III og Basel IV	15
4. Strategisk analyse	18
4.1 PESTEL	18
4.1.1 Delkonklusion	20
4.2 Porters five forces	20
4.2.1 Delkonklusion	23
4.3 SWOT	23
4.3.1 Delkonklusion	25
5. Regnskabsanalyse	26
5.1 Nøgletal	26
5.1.1 ROA - Return on assets	26
5.1.2 ROE - Return on equity	27
5.1.3 ICGR - Internal capital generation rate	29
5.1.4 WACC - Weighted average cost of capital	30
5.1.5 Nettoresultat pr. medarbejder	34
5.2 Samlet delkonklusion	35
6. Drivkraften bag Nykredit	37
6.1 Hvordan tjener Nykredit penge?	37
6.1.1 Delkonklusion	43
6.2 Værdiforøgende tiltag	44
6.2.1 Delkonklusion	49

7. Værdiansættelse af Nykredit	51
7.1.1 Delkonklusion	57
8. Værdiansættelse ud fra børsnøgletal	59
8.1 K/I	60
8.2 P/E	61
8.3.1 Delkonklusion	62
Konklusion	64
Litteraturliste	67

1. Indledende afsnit

1.1 English summary

Nykredit is Denmark's largest mortgage lender, which due to increased capital requirements is planning an IPO of the company. Nykredit is currently jointly owned, and they has contributed positively to price formation in the mortgage market in relation to contribution rates. This paper aims to identify how Nykredit is approaching the IPO. The paper starts with a strategic analysis of internal and external conditions followed by an analysis of their historical financial statements from 2006 to 2016. The main goal here is to shed light on Nykredit's financial situation. At the same time, the aim is to discover how Nykredit generates revenue. Nykredit is currently preparing the IPO through efficiency improvements and cost reductions. Possible value generating activities will be analyzed as these can add value to Nykredit's positioning in regards to the IPO. In conclusion this paper ends with a price setting of Nykredit with the use of Damodarans valuation model. This analysis includes different parameters in the process of the estimation of Nykredit's market value. Nykredit's market value will be compared to other SIFI institutions, in order to have a basis for the assessment. The comparison will include screenings of multiples in the search for a broader view.

Nykredit Bank is responsible for the biggest part of the total risk in the group because their income statement is very sensitive to changes in the interest, as their interest swaps have a big impact on the their business. With this in mind the group though don't have any plans to liquidate Nykredit Bank and want to continue their bank adventure, which is stated in their strategy winning the double. Nykredit is market leader in their mortgage business and in 2016 they had their best financial year ever, which primarily was driven by cost reductions, sales of domicile related buildings, higher contribution rates and lower depreciation. The wish for an IPO is justified by the future unknown capital requirements which maybe can result in a higher reservation of capital. As the current negotiations in the Basel committee about this matter has not yet resulted in an agreement, Nykredit currently don't know how long time they have to prepare themselves to the IPO.

1.2 Indledning

Nykredit har annonceret et ønske om at gå på børsen, begrundet med stigende kapitalkrav fra myndighederne, samt frygten for et skrappt gulvkrav fra Basel komitéen. Nykredit har i dag ikke de samme muligheder, som andre finansielle institutioner, for at skaffe kapital i markedet, da de ikke er børsnoteret og derfor ikke kan hente mere kapital i markedet i gennem salg af aktier. Nykredit er i Europas største private udsteder af obligationer, og i Danmark sidder Nykredit på knap halvdelen af realkreditmarkedet. Nykredit har derfor en finansiell vigtig rolle i Danmark og de sikrer billig boligfinansiering til alle dele af Danmark. Nykredit er foreningsejet og det har hidtil været deres fornemmeste opgave, at have en stabil virksomhed, som kommer boligejerne til gavn. Grundet ejerstrukturen har Nykredit ikke, som de andre realkreditinstitutter i Danmark, haft store forventninger fra deres aktionærer om udbyttebetalinger og høj forrentning af den investerede kapital. Ejerstrukturen kan derfor have en dæmpende effekt på prisen på realkreditlån.

Kampen omkring markedsandele og indtjening er hård, både på realkreditdelen og på bankdelen. Sektoren er generelt presset på de traditionelle indtægtskilder, indlån og udlån, som i mange år har sikret overskud. I et marked med negative renter, stigende krav fra myndighederne, reguleringer, lav inflation og en opsparingstendens er sektoren nødt til at søge alternativer og se på andre mulige indtægtskilder, for fortsat at tjene penge og øge soliditeten i sektoren generelt. Flere måtte dreje nøglen om under og efter finanskrisen, og myndighederne vil gøre meget for, at sådan en krise ikke gentager sig. Derfor skal kistebunden bestå af flere slags kapital, så sektoren er polstret, hvis et nyt stormvejr skulle vise sig. Nykredit er i gang med at se indad og gøre virksomheden klar, til det største i dens historie.

Opgaven søger at svare på hvordan Nykredit egentlig tager sig ud op til børsnoteringen, samt hvilken værdi Nykredit kan forvente at gå på børsen med. Opgaven starter med problemformuleringen, hvorefter der vil være en gennemgang af Nykredit som virksomhed. Derefter vil Basel III og Basel IV blive beskrevet, for at give en indledende forståelse af hvordan kravene kan komme til at påvirke Nykredit. Analysen vil begynde med en strategisk analyse, af Nykredits interne og eksterne forhold. Herefter vil der blive udarbejdet en regnskabsanalyse af Nykredit. Når disse to analyser er

udarbejdet, så kommenteres der på hvilke faktorer der driver Nykredit. I slutningen af analysen vil der blive beregnet en værdiansættelse af Nykredit og derefter en værdiansættelse ud fra børsnøgletal. Opgaven afsluttes med en konklusion som svarer på problemformuleringen.

1.3 Problemformulering

Hvordan ser Nykredit ud, før en kommende børsnotering?

- Hvilken strategisk position har Nykredit?
- Hvordan har regnskaberne i Nykredit Realkredit-koncernen udviklet sig i regnskabsårene 2006 til 2016?
- Hvordan genererer Nykredit sin indtjening?
- Hvilke faktorer kan påvirke værdiansættelsen af Nykredit Realkredit-koncernen?

1.4 Problemidentifikation



Kilde: Egen tilvirkning

1.5 Afgrænsning

Vi har valgt at undersøge, hvordan Nykredit-koncernens position er op til en eventuel børsnotering og derefter værdiansætte Nykredit-koncernen, ud fra nogle forskellige parametre. De parametre som er brugt til at værdiansætte Nykredit-koncernen, er valgt ud fra hvordan Nykredit-koncernen historisk har præsteret, samt de mulige reguleringer som Nykredit-koncernen eventuelt stilles overfor i form af de nye Basel krav. I opgaven vil der kun kort blive beskrevet basel kravene og der vil i mindre grad kommenteres på deres risikoeksponeringer, hvilket skyldes at vi på 6. semester af HD(FR) udarbejdede en opgave som handlede om hvorvidt Nykredit-koncernen kunne leve op til de kommende basel krav.

Alle de beregninger som bliver foretaget i denne opgave vil tage afsæt i Nykredit-koncernens årsrapporter fra 2006 til 2016, samt risiko- og kapitalstyringsrapporterne. Alle beregninger af nøgletal sker ud fra standard formler. Vi er opmærksomme på at Finanstilsynet kan have andre beregningsmodeller.

Når værdiansættelsen udarbejdes vil der alene blive brugt Damodarans værdiansættelsesmodel, da Nykredit-koncernen er en finansiel virksomhed. Det vil derfor ikke give mening at tage udgangspunkt i de andre værdiansættelsesmodeller der findes, da de er egnede til ikke finansielle virksomheder.

I opgaven konkluderes der på hvor lav en ROE, som Nykredit-koncernen kan klare sig med, her tages der ikke højde for skat. Det samme gælder når værdiansættelsen udarbejdes, her tages heller ikke højde for skattemæssige konsekvenser. I forbindelse med værdiansættelsen tager vi udgangspunkt i den nuværende aktiebeholdning samt den nuværende aktionærsammensætning. Vi er opmærksomme på at disse forhold muligvis vil ændre sig i forbindelse med en børsnotering af koncernen. Efter værdiansættelsen kigger vi på børsnøgletal, når der kigges på dette, sammenligner vi med: Danske Bank, Nordea, Jyske Bank og Sydbank. Denne sammenligning er valgt, da det er de SIFI institutter som er børsnoteret, og derfor er de underlagt de samme lovgivningsmæssige krav. Kursdataene som er brugt, er fra den 9. april 2017, kursen for Nykredit-koncernen, til anvendelse i beregningen af børsnøgletallene, er taget ud fra vores værdiansættelse.

Alt dataindsamling er stoppet den 22. april 2017, så eventuelle nye kilder efter denne dato vil ikke blive behandlet i opgaven.

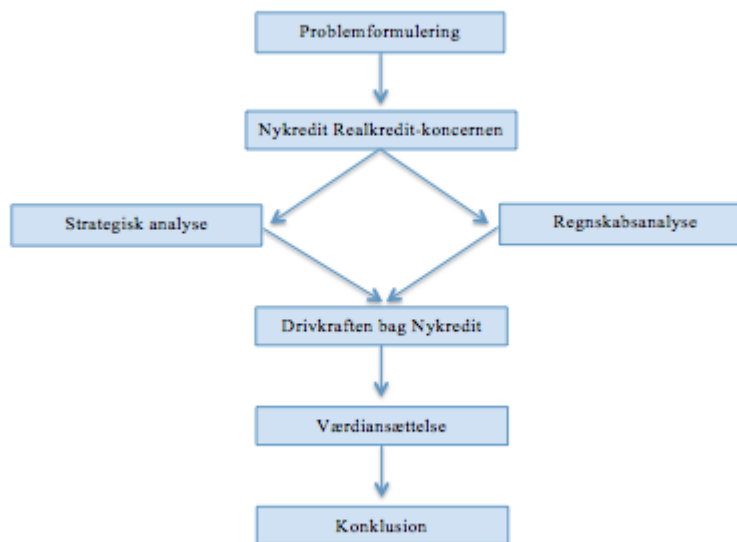
1.6 Metode

Opgavens delemner vil svare på hvert af underspørgsmålene i problemformuleringen, for slutteligt at sammenkoble delkonklusionerne til en konklusion, som vil give et overordnet svar på hovedproblemformuleringen. Opgaven vil blive bygget op omkring analyse og diskussion, for at belyse problemstillingen fra flere vinkler.

Nedenfor i figur 1 ses en model, som viser hvordan opgaven vil være stillet op.

Opgavens udgangspunkt starter i problemformuleringen, det er her problemet opstår og dette vil blive belyst gennem hele opgaven. Efterfølgende vil der blive et beskrivende afsnit af Nykredit som koncern, for på den måde at give et indblik i, hvilken virksomhed Nykredit er. Kravene fra Basel III og Basel IV vil også blive beskrevet, samt det vurderes hvorvidt Nykredit lever op til kravene. Analysen vil starte med en strategisk analyse, efterfulgt af en regnskabsanalyse, som tager afsæt i Nykredits årsrapport fra 2006 til og med 2016. Grunden til at der er valgt en længere periode end blot fem år, er for at kunne analysere den historiske udvikling. Når disse to analyser er udarbejdet, vil drivkraften bag Nykredit blive diskuteret. Afslutningsvist vil analysen munde ud i en værdiansættelse af Nykredit Realkredit-koncernen. Derefter vil der blive lavet en analyse af børsnøgletal, som bliver regnet på Nykredit og SIFI institutterne. Til slut vil der blive udarbejdet en konklusion.

Figur 1: Opgavens struktur



Kilde: Egen tilvirkning

Opgavens dataindsamling vil udelukkende være på baggrund af sekundære eksterne datakilder i form af artikler/analyser fra færdige rapporter, andre databaser på nettet, skriftlige officiøse datakilder som Nykredits årsrapport og bøger. Da det ikke har været muligt at fremskaffe interne dokumenter, har det således ikke været muligt at anvende interne datakilder (Andersen, F. R et, al., 2012: s. 250). Alle kilder i opgaven betragtes som pålidelige kilder. I opgaven vil der ikke blive brugt kvalitative- og kvantitative datakilder, såsom interview eller spørgeskema i forbindelse med værdiansættelsen af Nykredit. Opgaven illustreres med tabeller og figurer, for at underbygge analysen af Nykredit.

2. Nykredit Realkredit-koncern

Nykredit er et foreningsejet selskab, hvis hovedformål er at yde lån til danske boligejere, samt dansk erhvervsliv (Vores virksomhed. Nykredit, u.å.). Nykredit er det eneste institut i sin størrelse i Norden, der drives på forenings basis samt den største private udsteder af obligationer i hele Europa. Nykredit planlægger dog en børsnotering af selskabet Nykredit Holding A/S, inden for de kommende år.

2.1. Nykredits blåbog

Nykredit blev etableret i 1985, ved en fusion mellem Forenede Kreditforeninger og Jyllands Kreditforening, men trådene kan trækkes helt tilbage til 1851, hvor de første kreditforeninger blev etableret (Historie. Nykredit, u.å.). Nykredit drives i dag som en foreningsejet koncern med ca. 3.648 ansatte (Nykredit Realkredit-koncern. Årsrapport 2016: s. 11) sørger for rådgivning af private- og erhvervskunder på Nykredits i alt 43 centre i Danmark (ibid: s. 8), samt andre funktioner i Nykredits Hovedkontor. Nykredit tilbyder forretninger indenfor bank, realkredit, leasing, forsikring, mægling, pension og investering. Hvor kerneforretningerne dog ligger på bank og realkredit.

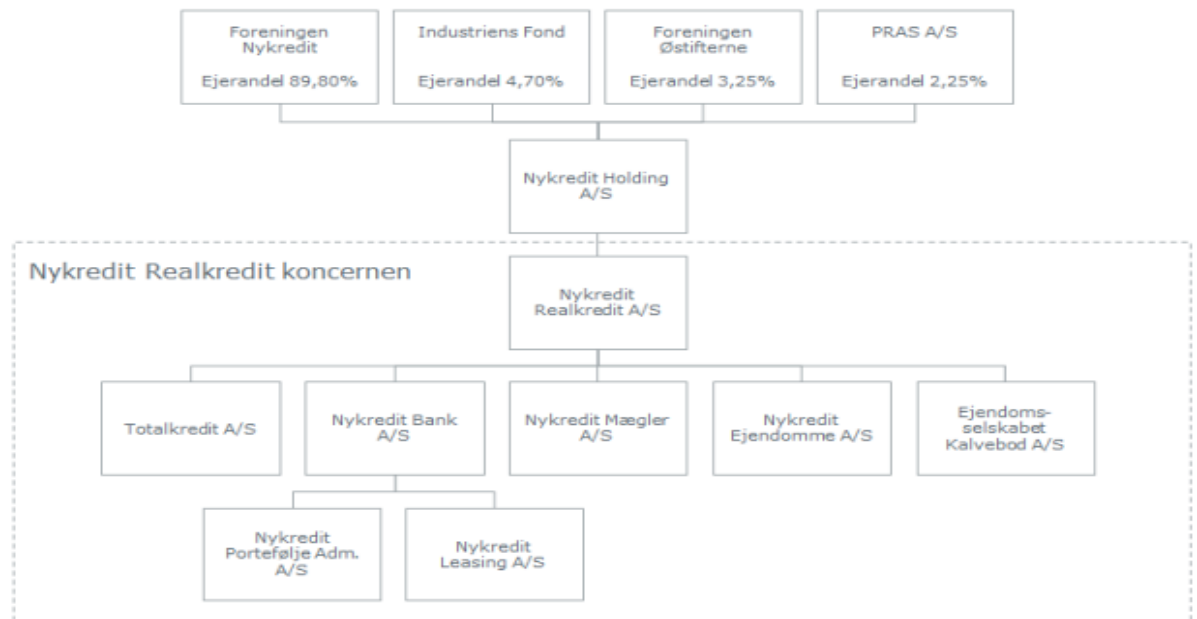
Nykredit købte i 2003 Totalkredit og blev dermed markedsleder på realkreditmarkedet (Historie. Nykredit u.å.). Totalkredit formidler realkreditlån til danske boligejere gennem 59 medlemsbanker (Nykredit kort fortalt. Nykredit u.å.). Fusionen med Totalkredit betød, at Nykredit kom til at sidde på mere end 40% af realkreditmarkedet, hvorfor der var betingelser fra Konkurrencerådets side i forbindelse med den endelige godkendelse. En af betingelserne var bl.a. at Nykredits bidragssats på en række lån skulle nedsættes til 0,5%, en sats Nykredit ikke siden har fået lov at sætte op (Højesterets dom, sag 351/2012, 2014) . Kunder der har optaget lån hos Nykredit efter 1. april 2012 eller lagt deres lån om efter denne dato, er ikke omfattet af den fastfrosne bidragssats, da lånene nu ydes gennem Totalkredit, hvor der ikke er et loft over bidragssatserne.

I 1995 blev Nykredit Bank oprettet og i 2008 købte Nykredit Forstædernes Bank, som blev fusioneret ind i Nykredit Bank (ibid). Nykredit betalte 1,8 mia. kroner for Forstædernes Bank, hvor Nykredit inden fusionen med Nykredit Bank blev tvunget til

at nedskrive udlånene markant. I 2009 blev 21% af udlånet i Forstædernes Bank nedskrevet (Pedersen, T. B. 2010). Nykredits satsning på bankbenet har kostet Nykredit dyrt, hvorfor de flere gange har måtte tilføre yderligere kapital til deres bankforretning, for at sikre dens overlevelse, penge som hentes fra Nykredits øvrige indtjening fx indtjening fra bidragssatserne (Iversen, C. & Brahm, K. 2015a). Nykredit fastholder dog at banken er nødvendig, hvilket også ses med lancering af konceptet Nykredit Boligbank i 2015, med det formål at skaffe flere helkunder til banken (Fremmen, M. B. 2015).

I dag består Nykredit realkredit koncernen af 8 selskaber som alle er ejet af Nykredit Holding A/S, hvilket også er det selskab, Nykredit påtænker at børsnotere. Majoritetssejeren af Nykredit Holding A/S er Foreningen Nykredit, som ejer 89,80% af Nykredit Holding A/S. Industriens Fond ejer 4,70% og Foreningen Østifterne, som er Nykredits forsikringskunder, ejer 3,25% og PRAS A/S ejer 2,25%. PRAS A/S var det selskab der blev stiftet i forbindelse med fusion med Totalkredit, således at samarbejdsbankerne i Totalkredit også ejer en del af Nykredit koncernen. Nedenfor i figur 2 er vist selskabsstrukturen for Nykredit.

Figur 2: Nykredits selskabsstruktur



Kilde: (u.å.). Selskabsstruktur. Nykredit.

2.2 Ønsket om en børsnotering

Nykredit annoncerede planerne om en kommende børsnotering i februar 2016, samtidig med endnu en bidragsstigning (Nykredit pressemeddelelse, 2016). Baggrunden for børsnoteringen begrundes i de skærpede krav til polstring, som sektoren bliver mødt med. Her er det særligt frygten for Basel Komitéens udspil, hvor Basel IV bl.a. omhandler de kommende gulv krav (floor), som der lægges særlig vægt på, når Nykredit opgør hvor mange ekstra mia. de skal have i egentlig kernekapital. Alt i mellem 15 mia. kroner til 30 mia. kroner ekstra i egentlig kernekapital, er tallene der har været fremme i medierne, i forhold til Nykredits opfyldelse af de kommende krav fra kapitalkravsdirektivet, CRD IV og kapitalkravsforordningen, CRR samt Basel IV (Hjortshøj-Nielsen, H. & Sørensen, D. 2016). Penge, som Nykredit ikke selv mener, de kan nå at tjene og lægge til side.

Der er dog endnu ikke klarhed over hvornår kravene indtræder, samt hvordan de kommende krav kommer til at tage form. Der har været spekuleret i flere forskellige krav til minimums risikovægte af boligudlån i regnskaberne, samt om IRB-modellen fortsat må anvendes, af de institutter der på baggrund af egne data er godkendt til at

anvende den, for på den måde at kunne vægte lånene ind med deres egen beregning, hvilket typisk er en lavere procentsats (ibid). Argumentationen har været stor i forhold til hvorfor dansk realkredit ikke skal opgøre deres boligudlån efter meget strenge krav, set i lyset af dansk realkredits historie, samt sammensætningen af boligudlån i Danmark.

Når Nykredit ikke er børsnoteret betyder det, at de ikke har den samme adgang til at hente kapital på markedet, som andre selskaber, hvorfor det kan være vanskeligt for Nykredit at opfylde de kommende krav fra myndighederne. Nykredit mener derfor, at de er nødt til at være på forkant og forberede sig til en børsnotering ved bl.a. at øge indtægterne igennem bidragsstigninger, reducere omkostningerne bl.a. ved en nedskæring i medarbejderstaben samt frasalg af nogle af deres store kapitalbindinger i form af deres store hovedsæde (Houmann, A. L. 2016a). Nykredits planer om en børsnotering bakkes umiddelbart op af Nationalbankdirektøren Lars Rohde (Bentow, D. & Mandrup, M. 2016) samt den tidligere erhvervs- og vækstminister Troels Lund Poulsen (V) (Sehested, C. 2016).

2.2.1 Nykredits strategi

Nykredit har siden annonceringen af den kommende børsnotering givet deres hjemmeside et nyt udseende, hvor de bl.a. præsenterer baggrunden for børsnoteringen. Deres strategi fremgår bemærkelsesværdigt ikke tydeligt af hjemmesiden, men den kan læses om i medierne eller i Nykredits årsrapporter. Strategien for fremtidens Nykredit, under navnet "Winning the double", blev præsenteret i juli 2014 (Rasmussen, C. 2015) og går ud på, at få boligejerne som helkunder og løfte Totalkredit samarbejdet til næste niveau bl.a. ved lancering af Totalkredit Erhverv og Bolighed (Nykredit realkredit koncernens årsrapport 2015. 2016: s. 6). Derudover vil Nykredit levere en egenkapitalforrentning på 11% før skat inden udgangen af 2018, ved udgangen af 2016 lå forrentningen af egenkapitalen på 7,51% efter skat, svarende til ca. 9,45% før skat, samt forbedre indtægterne af Nykredits kerneforretninger med yderligere 1,5 mia. kroner oveni de 1,5 mia. kroner fra 2015 planen. der skal derfor ske digitalisering, effektivisering og omkostningsreducering.

Nykredit bevæger sig dog i en gråzone i forhold til ambitionerne om at skaffe boligkunderne som helkunder, idet de også lever af at sælge produkter til samarbejdsbankernes kunder. Nykredit Bank har en markedsandel i niveauet 5-6% (Hansen, J. C. 2013). Nykredit gør dog meget ud af at pointere, at det ikke er de kunder som Nykredit går efter, men kunderne hos bl.a. Nordea, Danske Bank og Jyske Bank.

Foreningen Nykredit, som er majoritetsejer af Nykredit og som også forventes at blive den største aktionær efter den forventelige børsnotering, skal varetage kundernes interesse, således Nykredit kan sende KundeKroner tilbage til låntagerne og derigennem kompensere for bidragsstigningerne (Sådan fungerer KundeKroner. Nykredit, u.å.).

3. Basel III og Basel IV

Nykredit er ligesom andre finansielle institutioner underlagt en række kapitalkrav fra myndighedernes side. Kapitalkrav der især er opstået i kølvandet på finanskrisen, for at sikre at de finansielle institutter har noget at stå imod med, når der opstår en ny krise. Myndighederne stiller krav til hvilken slags kapital institutterne skal ligge inde med, for at det kan godkendes, som opfyldelse af lovgivningen. I Basel III fokuseres særligt på hvilken type og hvilken kvalitet kapitalen har, hvor mere kapital end hidtil skal bestå af egentlig kernekapital, som er den mest sikre form for kapital et institut kan ligge inde med.

Derudover indføres en række buffere, som gør at kapitaliseringen af sektoren øges (Deloitte, 2013). Bufferne indføres gradvist og det drejer sig om fire buffere, som alle skal bestå af egentlig kernekapital (Just Andersen, J. 2015: s. 320-324): Kapitalbuffer, konjunkturbuffer, komfortbuffer og SIFI buffer. Kapitalbufferen indføres gradvist fra 2016 til 2019 med et endeligt bufferkrav på 2,5%. Institutterne kan ligge under grænsen, men det får betydning for deres mulighed for udbetaling af bonusser og udbytte til aktionærene. Konjunkturbuffer kan finanstilsynet aktivere, hvilket har til formål at få institutterne til at polstre sig i en periode med højkonjunktur, så de har noget at tære på i en lavkonjunktur. Komfortbuffer kan indføres ved en systemisk forhøjet risiko og kan max udgøre 3%. SIFI bufferen ligger på et krav mellem 1-3% afhængig af hvilken kategori instituttet ligger i. Nykredit ligger i kategori 3, hvorfor deres buffer skal være 2% (Erhvervsministeriet. 2015). Her vurderes det at afviklingen af et SIFI institut kan påvirke hele den finansielle sektor, hvor kapitalkravene til SIFI institutterne er højere. Kravene til kapitalen findes i CRD IV kapitalkravsdirektivet og CRR forordningen, hvor følgende gælder i en indfasningsperiode frem mod 1. januar 2019:

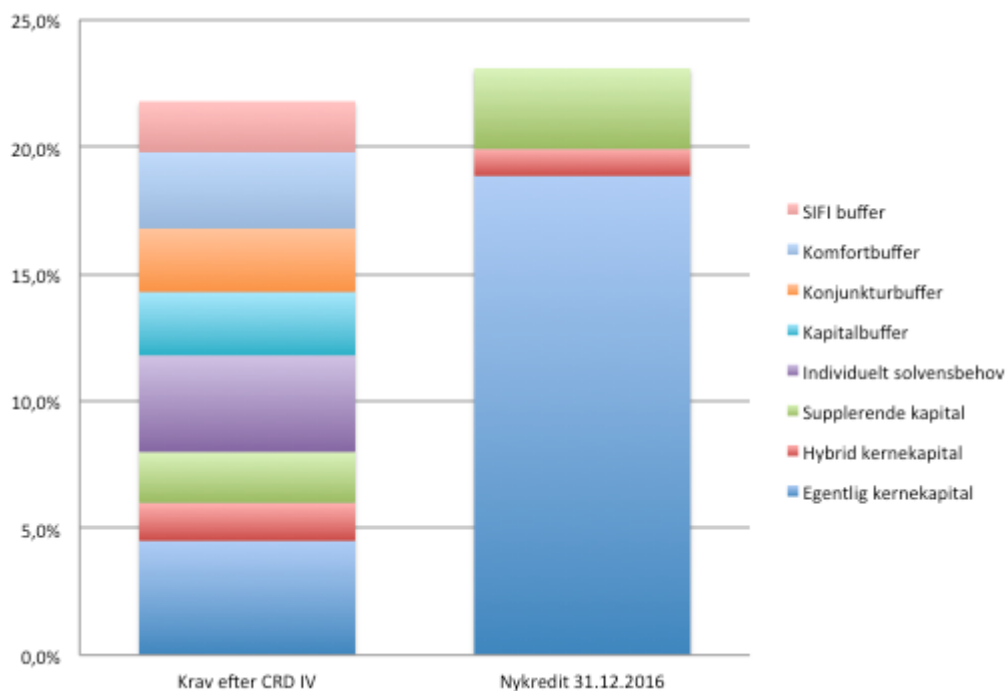
Tabel 1: Indfasning af CRD IV

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
SIFI buffer				0,4%	0,8%	1,2%	1,6%	2,0%
Komfortbuffer					0-3%	0-3%	0-3%	0-3%
Konjunkturbuffer					0,625%	1,25%	1,875%	2,5%
Kapitalbuffer					0,625%	1,25%	1,875%	2,5%
Individuelt solvensbehov				3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
Supplerende kapital	4,0%	3,5%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Hybrid kernekapital	2,0%	1,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Egentlig kernekapital	2,0%	3,5%	4,0%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%

Kilde: Egen tilvirkning pga. Just Andersen, J. 2015, s. 321-323.

Nykredit lever allerede i dag op til kravene i CRD IV, hvilket ses af figur 3, hvor Nykredit har en høj grad af egentlig kernekapital til opfyldelse af kravene også i tilfældet af at alle bufferne aktiveres ud fra Nykredits nuværende risikoeksponeringer. Nykredit har lige nu en overdækning på deres solvensmæssige behov på ca. 9% ud fra indfasningskravene, som fremgår af tabel 1. Såfremt Nykredit fortsat skal vokse eller deres risikoeksponeringer ændre sig væsentligt, så vil det kræve at Nykredit fremskaffer mere kapital, for fortsat at opfylde kravene.

Figur 3: Nykredits opfyldelse af CRD IV



Kilde: Egen tilvirkning pba. Risiko- og kapitalstyring 2016. Nykredit, 2016: s.7

Derudover er der i skrivende stund planer om yderligere kapitalkrav i form af Basel IV, som vil indføre et gulvkrav (Risiko- og kapitalstyring 2016. Nykredit, 2016: s.15).

Hvornår det endelige udspil forventes, er der lige nu ikke nogen klarhed over. Gulvkravet skal regulere hvad forskellige eksponeringer skal vægtes med i opgørelsen af risikoeksponeringerne. Basel Komitéen vurderer at der efter indførelsen af IRB-modellen er for store forskelle på hvordan institutterne opgøre deres eksponeringer, så Basel Komitéen ønsker at indføre nogle minimumskrav til opgørelsen af risikoeksponeringerne, for på den måde at opnå en ensartethed, imellem institutter og landene imellem.

Det nuværende forslag lyder på mellem 60-90% af den samlede kreditrisiko opgjort efter standard modellen. Hvis der bliver fastsat et gulvkrav på 70-80% af standardmetoden, så vil det betyde at realkreditudlån skal vægtes med 25% (Bentow, D. & Houmann, A. L. 2016), hvor Nykredit i dag vægter deres realkreditudlån med ca. 12,6% når risikoeksponeringerne skal gøres op (Risiko- og kapitalstyring 2016. Nykredit, 2016: s. 66). I Sverige og Norge er der allerede indført lignende gulvkrav for deres institutter. Nykredit, som den største realkreditudlåner i Danmark, har realkreditudlån for 1.124.693 mio. kr. Derfor vil det ramme Nykredit særdeles hårdt, hvis gulvkravet bliver indført ens i alle lande.

4. Strategisk analyse

Den strategiske analyse, bruges til at skabe et overblik over Nykredits interne og eksterne forhold, da alle disse forhold er med til at påvirke Nykredit positivt eller negativt. Det kan både være noget som Nykredit selv er herre over, men det kan også være noget udefrakommende, som de ikke selv kan påvirke. Derfor er det vigtigt at Nykredit er opmærksom på, hvad der sker i markedet, så de hele tiden kan følge med.

4.1 PESTEL

PESTEL-analysen er en analyse af makromiljøet, som tager højde for den påvirkning som omverdenen har på virksomhedens værdiskabelse, hvilket enten kan have en negativ eller positiv påvirkning. Modellen belyser de krav som branchen stilles over for, på denne måde vil man være bedre rustet til at møde udfordringerne hvis de opstår (Sørensen, 2012: s. 67).

Politisk:

Politikerne, både i Danmark og i EU ønsker en langt højere forbrugerbeskyttelse efter finanskrisen i 2008. Der stilles derfor store krav til bankernes dokumentation samt rådgivning af privatkunder, for at sikre kunderne træffer beslutningerne på et velinformeret grundlag, samt for at sikre et mere stabilt bankvæsen.

Økonomisk:

Banksektoren generelt har været under stigende pres siden finanskrisen, for at generere et tilfredsstillende afkast til investorerne i et marked der byder på et historisk lavt renteniveau, negative renter samt svingende konjunkturer. Bankerne er derfor nødt til at tjene deres penge på andre måder end hvad de "plejer". Det ses i form af bidragsstigninger, gebyrstigninger og andre omkostninger, hvilket er alle er priser som institutterne selv fastsætter.

Socialt/kulturelt:

Banksektoren spiller en stor rolle i samfundet for at sikre en stabilitet og tillid til økonomien. Derfor ses der meget på bankernes ageren overfor kunderne samt at alle borgere i forbindelse med den digitale udvikling skal have en nemkonto. Derudover så

stiller de stigende krav til bankerne og de ansattes kompetencer, større krav til uddannelsesniveaut i sektoren generelt samt at niveauet løbende fastholdes gennem kurser og opkvalificering. Sektoren er også nødt til at følge med den generelle udvikling i samfundet i forhold til at mere og mere bliver digitalt, således at det er andre produkter og services de kommende generationer vil efterspørge. Selvbetjeningsløsninger målrettet bestemte målgrupper vil alt andet lige vinde mere og mere frem i en verden hvor tid er en knap faktor.

Teknologi:

Den teknologiske udvikling i samfundet går meget stærkt. Mere og mere løses af computeren, hvorfor det er vigtigt for sektoren at systemerne giver dem mulighed for at agerere agilt i et marked der konstant er i forandring. Det drejer sig om at komme først med et produkt, hvis man ønsker at erobre markedet. Derfor må det forventes at sektoren i højere grad vil samarbejde med fintech virksomheder i fremtiden, for at levere de nytænkende løsninger.

Miljø:

I banksektoren er der ikke mange former for miljøkrav, men større danske virksomheder har pligt til at rapportere, deres arbejde med samfundsansvar (Lovgivning om CSR: Dansk Erhverv, u.å.), det kaldes CSR kravet¹. CSR-områder kan være: miljø, klima, sociale- og medarbejderforhold, menneskerettigheder, antikorrupition og bestikkelse.

Lovgivning:

EU og folketinget er begge instanser som er med til at føre tilsyn og udforme de krav som banksektoren skal leve op til (Fra fælles direktiv til dansk lov. EU-oplysningen, 2016). Kravene er blevet voldsomt skærpet efter finanskrisen i håb om, at det kan forhindre en lignende situation. Der stilles store krav til banksektorens dokumentation i forbindelse med investeringsrådgivning samt kreditgivning, hvor sektoren ligeledes skal polstres med den rigtige likviditet, så en gentagelse af krisen undgås. Derudover er

¹ Er betegnelsen for arbejde der laves for at integrere sociale og miljømæssige hensyn i deres forretningsaktiviteter.

kravene i forhold til hvidvask også skærpet, hvilket har resulteret i flere påbud og bøder (Hvidvaskafgørelser, Finanstilsynet, 2016).

4.1.1 Delkonklusion

Banksektoren spiller en stor rolle i samfundet både overfor borgerne og over for den generelle tillid til økonomien. Sektoren er derfor under stærk påvirkning af en lang række udefrakommende faktorer, som de i mindre grad selv har indflydelse på, men som de skal indrette sig efter. Det har stor betydning for hvordan virksomhederne skal drives samt hvilke fokusområder der er i de enkelte banker. Påbud og store bøder deles ud, såfremt der ikke er orden i sagerne, hvilket har fået flere i banksektoren til at danne en compliancefunktion, som skal sikre at direktionen og medarbejderne overholder de gældende love og regler. Medarbejderne er derfor nødt til at have et højere uddannelsesniveau end der var tilfældet før i tiden. I fremtiden vil teknologi også blive en afgørende faktor, for at kunne følge med den udvikling som markedet er i på nuværende tidspunkt.

4.2 Porters five forces

Porters five forces afdækker konkurrencesituationen i en bestemt branche. I denne analyse er det den finansielle sektor som belyses. Formålet med denne analyse er at finde ud af hvor attraktiv branchen er at befinde sig i. For at vurdere markedet, kigges der på de 5 markeds kræfter. Jo mindre påvirkning, jo mere attraktiv anses den finansielle sektor for at være (Andersen, F. R. et al., 2012: s. 210).

Konkurrencesituation i branchen:

Dette er det centrale element i denne analyse, da der ofte vil være fokus på at erobre markedsandele fra de andre pengeinstitutter, hvor der i Danmark er 76 danske pengeinstitutter (Pengeinstitutter, filialer og ansatte i tal. Finansrådet, u.å.).

Konkurrencen er de senere år spidset til, særligt på boligområdet efter Jyske Bank og Totalkredit i 2014 afbrød samarbejdet. Konkurrencen kan opleves forskelligt alt afhængig af pengeinstituttets placering i markedet. I 2016 vakte det stor røre, da Totalkredit annoncerede bidragsstigninger, som Nordea Kredit og Realkredit Danmark stille fulgte efter (Houmann, A. L, 2016b). Senest er der fra politikernes side kommet et udspil, der har til formål at sikre boligejerne muligheden for, at kunne skifte

kreditforening uden store omkostninger, hvis de bliver ramt af bidragsstigninger (Iversen, C & Brahm, K. 2017b). Seniorrådgiver ved Aalborg Universitet Lars Krull mener, at det vil være skadeligt for den fri konkurrence (ibid.).

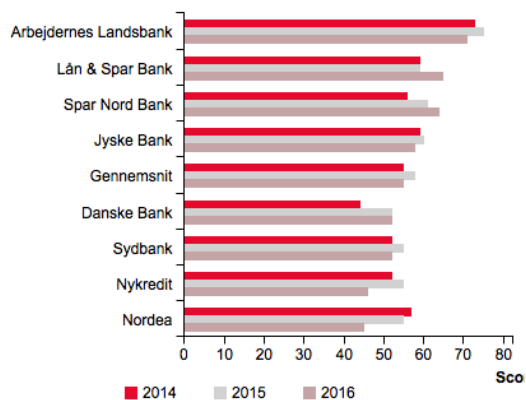
Fokuset i branchen er også øget på de formuende kunder, hvor bankerne indbyrdes kæmper om at have den bedste service og de bedste tilbud i deres Private Banking koncept (Øget konkurrence om private banking-kunder. Finanstilsynet, 2017).

Derudover giver it løsninger også mulighed for at kunderne ikke skal være fysisk til stede, men kan klare det online.

Kunderne:

Bankerne presses rent lovgivningsmæssigt til at rykke tættere på deres kunder for at kunne leve op til hvidvaskloven, samt øvrige love og reguleringer. Derudover vil bankerne gerne opbygge langvarige relationer til kunderne ved at give dem en oplevelse i mødet med banken, for på den måde at pleje deres image. På trods af indsatserne, så er kunderne generelt blevet mindre loyale og shopper rundt i bankerne efter de bedste priser og en service der opfylder deres behov. Det ses nedenfor i figur 4, at loyaliteten hos privatkunderne er meget svingende, derfor bliver det vigtigere at have fokus på den gode relation og på den måde sikre at kunderne er loyale. Det ses også at Nykredits scorer er under gennemsnittet, hvilket tyder på at deres kunder er mindre loyale end branchen, hvilket er en stor ulempe for Nykredit og deres konkurrenceevne.

Figur 4: Privat kundernes loyalitet



Kilde: Andersen, Lene. 2016²

² Privat kundernes loyalitet overfor deres bank målt af Loyalty Group. En score under 50 er uacceptabelt dårlig.

Substituerende produkter:

Truslen her vurderes til at være af mellemstore karakter overfor bankdelen da kundernes faldne loyalitet også gør, at de ikke nødvendigvis samler deres forretninger et sted, men tager det sted der er billigst, hvorfor bankerne kan have svært ved at spotte kundernes behov samt have overblikket over deres økonomi. Desuden giver den øgede regulering af bankerne også mulighed for at andre aktører kan komme på markedet med finansiering. Der er fx et stort marked for kviklån, bilforhandlere der tilbyder finansiering samt finansieringsselskaber, hvor kunderne oplever en hurtigere sagsgang end bankerne kan levere, hvilket har en negativ påvirkning på bankernes indtjening. Crowdfunding ses mest på erhvervsudlån fx til nystartede virksomheder eller selskaber der kan have svært ved at rejse den tilstrækkelige kapital i banken. Bankerne har ikke længere monopol på at udøve lån til finansiering af aktiver.

Leverandører:

Investorer, medlemsbankerne, it, nationalbanken er nogle af de leverandører, som branchen er afhængige af for at kunne levere deres ydelser. Inden for en kort årrække forventes det, at it vil være et større konkurrenceparameter, fordi kunderne anvender digitale selvbetjeningsløsninger allerede i dag. Eksempel på fremtiden er Nykredits samarbejde med Lunar Way, som har udviklet en app med bankløsninger til den simple økonomi, som kører 100% digitalt uden rådgivere eller filialer (Nykredit Realkredit-koncern. Årsrapport 2016, s. 8).

Potentielle indtrængere:

Fintech, udenlandske banker, alternative banker som fx Coop bank og PFA Bank. Konkurrencesituationen vurderes til at være lav i forhold til at åbne nye banker op i Danmark, grundet lovreguleringer. Derimod er der større sandsynlighed for at se udenlandske aktører tilbyde finansielle løsninger i form af kviklån, investeringer og bilfinansiering, samt at fintech virksomheder vil udfordre den traditionelle banks tankegang. Truslen fra helt nye indtrængere vurderes til at være relativt lav, da der er store indtrængningsbarrierer i form af store opstartsinvesteringer i bygninger, inventar, IT-systemer, knowhow samt kapitalkrav, hård konkurrence i sektoren m.m.

4.2.1 Delkonklusion

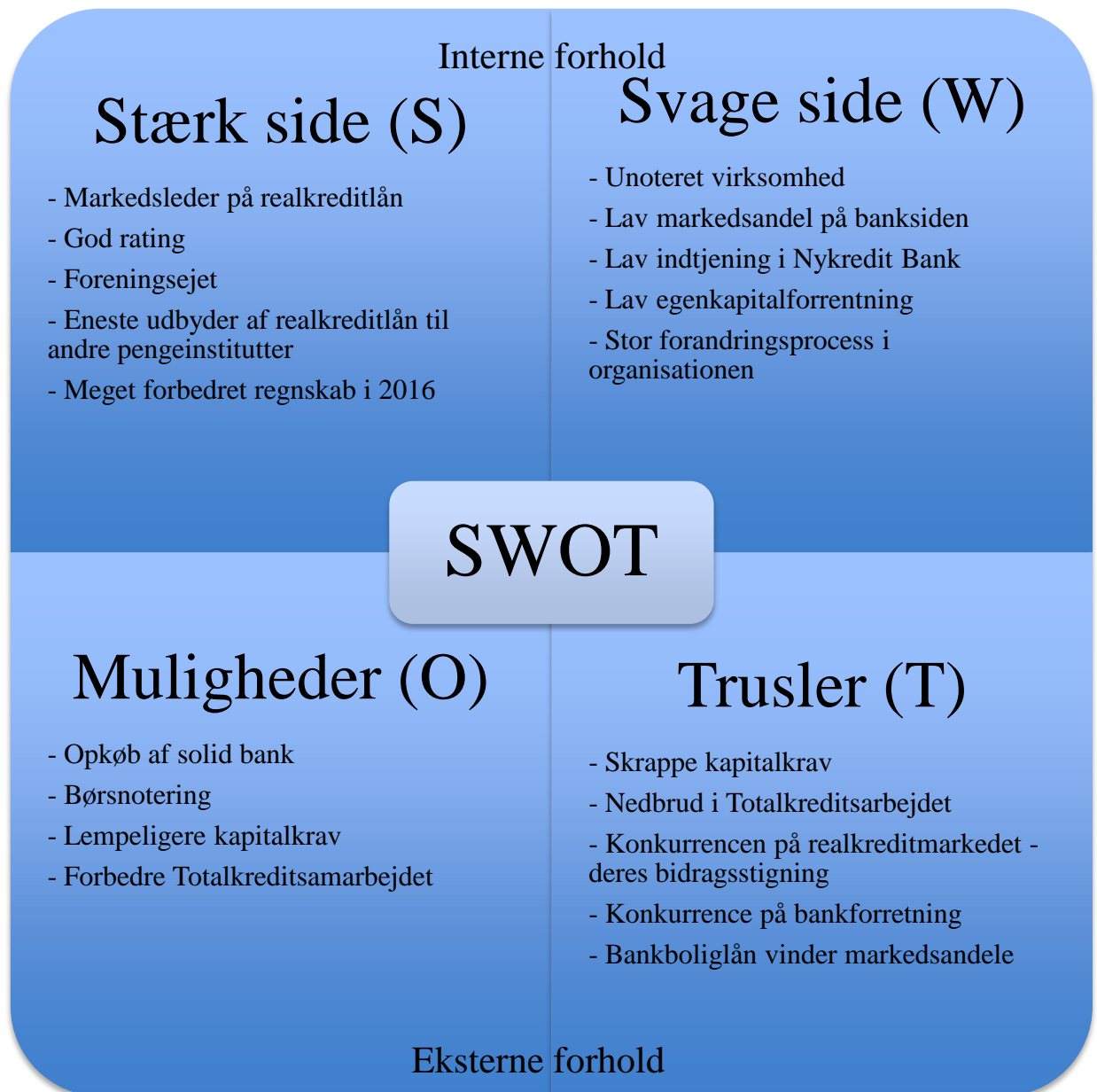
Branchen er i hård konkurrence i forhold til at IT-løsninger gør det nemmere for kunderne at sammenligne ydelser på tværs og lægge deres forretninger der hvor de finder det billigst. Informationssøgningen sker på nettet og kunderne behøver ikke nødvendigvis at have deres rådgiver med på råd, hvorfor loyaliteten over for banken bliver mindre.

Hvis udspillet omkring mindre omkostninger ved skift af realkreditinstitut bliver til lov, så kan det have en negativ betydning for Nykredit, da de generelt har en lavere forbrugertilfredshed end mange andre banker, hvorfor de kan risikere at miste nuværende kunder grundet de potentielt reducere skifteomkostninger i den nære fremtid. En påvirkning af denne lov, kan være at bankboliglånen ikke længere vil være på hylden og dermed også stopper Totalkreditpartneres mulighed for at tilbyde attraktive bankboliglån til deres kunder, hvilket vil være en konkurrencefordel for Nykredit.

4.3 SWOT

SWOT-analysen er en analyse af Nykredits stærke og svage interne sider og muligheder og trusler som kan stamme fra omverdenen. Med analysen gives der mulighed for at være i stande til at imødekomme de parametre som vil/kan påvirke Nykredit positivt eller negativt (Andersen, F. R. et al., 2012: s. 84).

Figur 5: SWOT



Kilde: Egen tilvirkning

Interne forhold:

Nykredit Koncernen er den eneste udbyder af realkreditlån til de mellem og mindre pengeinstitutter i Danmark gennem Totalkredit. Det gør at de er markedsledere på realkreditområdet. Derimod har de en meget lav markedsandel set fra banksiden ved Nykredit Bank. De har et meget forbedret regnskab i 2016, så der er sket en positiv udvikling i Nykredits indtjening. Nykredit har dog fortsat en lav egenkapitalforrentning sat i forhold til sammenlignelige institutter. Da koncernen er foreningsejet kan de som unoteret virksomhed ikke gå ud og rejse kapital i markedet, som kan anvendes til

opfyldelse af lovkrav. Nykredit påtænker en børsnotering og det har allerede nu betydet at der er sat en forandringsprocess igang i virksomheden, hvor flere medarbejdere er blevet afskediget samt sammenlægning af funktioner og frasalg af hovedsædet.

Eksterne forhold

Nykredit koncernen har lagt en ny strategi, hvor de gerne vil udbygge deres bankben igennem kundetilgang. Der kan dog være et større potentiale i at opkøbe en solid bank og udbygge den. Nykredits banksatsning koster koncernen penge og potentialet for at komme op på et niveau som en mellemstor bank vurderes meget lav. Banksatsningen kan også få negativ indflydelse på Totalkreditsamarbejdet, da det er de samme kunder der konkurreres om. Der kunne opstå en situation hvor de større medlemsbanker tilbyder en større andel af bankboliglån i forhold til at tilbyde lån formidlet gennem Totalkredit, særligt hvis bidragsstigningerne og kundeutilfredsheden fortsætter. Det vil sætte Nykredit koncernens indtægt under pres. Omvendt kunne en neddrøling af bank virksomheden fører til en styrkelse af Totalkreditsamarbejdet, fordi medlemsbankerne ikke skal "frygte" for at sende deres kunder til Nykredit.

4.3.1 Delkonklusion

Den største trussel for Nykredit Koncernen er at Basel Komiteen vedtager meget skrappe guldkrav, fordi Nykredit i særdeleshed vil blive ramt, da langt størstedelen af deres udlån sker til boligfinansiering. Dernæst vil det være et nedbrud i Totalkreditsamarbejdet, enten fordi konkurrencen fra Nykredits egen bank spidser til eller hvis bankboliglånene vinder større markedsandele. Nykredit har mulighed for at skaffe sig selv en bedre position i markedet ved at gennemføre en succesfuld forandringsproces der positionerer dem til en vellykket børsnotering, der kan påvirke deres image i en positiv retning. Nykredit har trods shitstormen i forbindelse med bidragsstigningerne i 2016 og flere forandringer formået at levere et godt regnskab for 2016.

5. Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen fokuserer på Nykredits finansielle nøgletal, som leder op til budgettering og senere danner grundlag for beregningen af den teoretiske værdi af Nykredit Koncernen. Regnskabsanalysen giver derudover et billede af Nykredits nuværende økonomiske situation samt den historiske. Regnskabsanalysen tager udgangspunkt i Nykredit Realkredit-koncernens årsrapporter fra 2006 til og med 2016, for at analysere hvordan konjunkturerne har påvirket Nykredits regnskabsmæssige udvikling.

5.1 Nøgletal

5.1.1 ROA - Return on assets

Afkastningsgraden fortæller hvor profitabel virksomheden er, i forhold til hvilket overskud virksomheden kan generere ud fra den samlede balance. Afkastningsgraden forkortes efterfølgende ROA.

$$\text{Beregning af ROA: } \frac{\text{Resultat efter skat}}{\text{Aktiver i alt}} * 100$$

Tabel 2: Historisk udvikling i ROA

Beløb i mio. kr	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ROA						
Nettoresultat	3.327,00	3.363,00	(695,00)	129,00	3.816,00	1.115,00
Aktiver	957.164,00	1.075.058,00	1.218.127,00	1.247.263,00	1.311.140,00	1.392.905,00
ROA	0,348%	0,313%	-0,057%	0,010%	0,291%	0,080%

Beløb i mio. kr	2012	2013	2014	2015	2016
ROA					
Nettoresultat	2.629,00	1.674,00	(276,00)	3.191,00	5.329,00
Aktiver	1.433.404,00	1.417.414,00	1.458.153,00	1.383.789,00	1.400.606,00
ROA	0,183%	0,118%	-0,019%	0,231%	0,38%

Kilde: Egen tilvirkning pba. Nykredit Realkredit-koncernes årsrapporter fra 2006 til 2016

Nykredit har i perioden fra 2006 til 2016 generelt haft mange udsving i deres ROA, hvilket skyldes en generel stigning i aktiverne samt at nettoresultaterne har været svingende.

I 2008 havde Nykredit en negativ ROA, hvilket primært skyldes et negativt resultat efter skat grundet kursreguleringer, øgede medarbejderudgifter og store nedskrivninger på udlån og tilgodehavende mv. Derudover steg aktiverne, blandt andet fordi Nykredit havde øget deres udlån samt andre tilgodehavender med knap 100 mia. fra 2007 til 2008.

Nykredit har formået at forbedre deres ROA fra 2014 frem til 2016 med 10,5%, hvilket blandt andet er sket ved et frasalg af deres domicilejendomme (Kvartalsrapport - Nykredit Realkredit-koncern 1. Januar – 30. September 2016. Nykredit pressemeddelelse, 2016 s. 1), samtidig med at de igen i 2016 annoncerede en bidragsstigning med effekt fra 3. termin 2016. Nykredit forsøger nu at forbedre deres afkastningsgrad for at positionere sig bedre til ønsket om en børsnotering.

Nykredit har i den historiske periode ikke formået at skabe et bedre resultat på trods af et øget forretningsomfang. Ses der på markedet generelt, så bør ROA ligge i et niveau på 0,4% til 0,5%, hvilket er det generelle niveau i EU for 2014 og 2015 (European Central Bank, 2015). Her ligger Nykredit væsentlig under, hvilket antyder at Nykredit ikke leverer et tilstrækkelig overskud i forhold til deres balance sammenlignet med det øvrige marked i Europa.

5.1.2 ROE - Return on equity

Egenkapitalforrentning fortæller hvor god virksomheden er til at forrente sin egenkapital i forhold til nettoresultatet. Egenkapitalforrentning forkortes efterfølgende ROE.

Beregning af ROE: $\frac{\text{Resultat efter skat}}{\text{Egenkapital}} * 100$

Tabel 3: Historisk udvikling i ROE

Beløb i mio. kr	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ROE						
Nettoresultat	3.327,00	3.363,00	(695,00)	129,00	3.816,00	1.115,00
Egenkapital	51.987,00	54.447,00	50.377,00	51.241,00	55.320,00	55.310,00
ROE	6,400%	6,177%	-1,380%	0,252%	6,898%	2,016%

Beløb i mio. kr	2012	2013	2014	2015	2016
ROE					
Nettoresultat	2.569,00	1.674,00	(276,00)	3.191,00	5.329,00
Egenkapital	57.556,00	58.716,00	58.650,00	65.460,00	70.957,00
ROE	4,463%	2,851%	-0,471%	4,875%	7,510%

Kilde: Egen tilvirkning pba. Nykredit Realkredit koncernes årsrapporter fra 2006 til 2016

Nykredit har haft en gennemsnitlig ROE på 3,6% i perioden fra 2006 til 2016, hvilket svarer til markedet sammenlignet med det generelle historiske niveau i realkreditsektoren på 4% (Christensen, P. O. & Rangvid, J. 2016a, s. 34).

I forhold til de fremtidige forventninger til hvilket afkast Nykredit skal levere, så afspejler det sig i hvor risikobetonet investoren vil betragte sin investering. Her kan der argumenteres for at risikoen efter finanskrisen er aftaget betydeligt, fordi Nykredit er et SIFI institut, samt at kravet til polstring og type af likviditet er steget markant. Hvilket også ses i stigning af størrelsen på Nykredits egenkapital. Hvorfor det alt andet lige må forventes at Nykredit ikke vil komme til at gå konkurs, og hvis det skulle ske, vil den danske stat gå ind med økonomisk hjælp. Forventninger til Nykredits forrentning af egenkapital må derfor ligge på niveau med sektoren generelt.

Nykredit forventer en egenkapitalforrentning på 11% i 2018 (Nykredit pressemeddelelse, 2016), hvor de andre SIFI institutter ligger på ca. 12,5% (Uddrag af årsrapport 2016. Danske Bank, 2017; s. 7) til 15% (Plesner, Morten, 2015). Nykredit bør grundet deres dominerende realkredit del betragtes som et mere sikkert institut med en mere stabil forretning end de øvrige SIFI institutter, hvorfor en lavere forventning til forrentning af egenkapitalen må accepteres. Nykredit leverer en ydelse igennem deres realkreditudlån, som ikke umiddelbart kan erstattes af andre til samme pris, derfor må der forventes en stabil vækst i indtjeningen.

5.1.3 ICGR - Internal capital generation rate

Internal capital generation rate beskriver virksomhedens evne til at forøge sin egenkapital ved egen virkning. Forkortes efterfølgende ICGR. Forskellen på ICGR og ROE er udelukkende at ICGR tages højde for udbetaling af udbytte.

$$\text{Beregning af ICGR: } \frac{\text{Resultat efter skat} - \text{udbytte}}{\text{Egenkapital}} * 100$$

Tabel 4: Historisk udvikling i ICGR

Beløb i mio. kr	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ICGR						
Egenkapital	51.987,00	54.447,00	50.377,00	51.241,00	55.320,00	55.310,00
Nettoresultat	3.327,00	3.363,00	(695,00)	129,00	3.816,00	1.115,00
Udbytte		500,00			300,00	200,00
ICGR	6,400%	5,258%	-1,380%	0,252%	6,356%	1,654%

Beløb i mio. kr	2012	2013	2014	2015	2016
ICGR					
Egenkapital	57.556,00	58.716,00	58.650,00	65.460,00	70.957,00
Nettoresultat	2.569,00	1.674,00	(276,00)	3.191,00	5.329,00
Udbytte	150,00				
ICGR	4,203%	2,851%	-0,471%	4,875%	7,510%

Kilde: Egen tilvirkning pba. Nykredit Realkredit koncernes årsrapporter fra 2006 til 2016

Nykredit har i årene 2007, 2010, 2011 og 2012 udbetalt udbytte til selskabets aktionærer. I September 2007, blev der besluttet, at der de næste 3 år skulle betales udbytte. Aftalen lød på at der hvert år skulle udbetales 500 mio. kr. i udbytte hvert år. I 2007 gik det som planlagt, men så ramte finanskrisen Nykredit og de kunne derefter ikke overholde det aftalte, dog var der med i aftalen, at der ikke måtte være væsentlige økonomiske hensyn at tage (Nykredit Årsrapport 2007, 2007: s. 15).

I forbindelse med at Nykredit gerne vil lade sig børsnotere, vil ICGR være et nøgletal som de fremtidige aktionærer, vil kunne kigge på. Aktionærerne vil ud fra Nykredits udbyttehistorik skulle overveje om de tror på at Nykredit i fremtiden vil udbetale udbytte og være en god investering.

Når der kigges på den generelle historik af Nykredits ICGR, ses det at der har været mange udsving. ICGR bør som minimum følge udviklingen i solvens, såfremt Nykredit er tilfreds med det nuværende niveau. De år hvor ICGR har været negativ, betyder det at Nykredit ikke har mulighed for at skabe vækst uden at det påvirker deres solvens

negativt. I 2016 ses det omvendt, at den samlede balance kan øges med 7,51% uden at solvensen påvirkes. Dette resultat er det bedste i analyseperioden.

5.1.4 WACC - Weighted average cost of capital

Gennemsnitvægtede kapitalomkostninger udtrykker de omkostninger der er ved at fremskaffe kapital i virksomheden. Forkortes efterfølgende WACC. I WACC indgår der de omkostninger som finansieres af egenkapital, samt fremmedkapital. Ved hjælp af dette nøgletal, kan det analyseres hvor billigt Nykredit kan fremskaffe deres kapital.

Beregning af WACC: $K_W = K_d(1 - T)L + K_e(1 - L)$

- K_W = *weighted average cost of capital of new funds*

- k_d = *cost of interest – bearing liabilities*

- T = *corporate tax rate*

- L = *ratio of liabilities*

- k_e = *cost of equity*

Formlen for WACC kan med fordel opdeles og på den måde gøres mere overskuelig. Første led: (Pris på rentebærende forpligtelser * (1 - skatteprocent)* andel der ikke er egenkapital)

+

Andet led: (Pris på egenkapital * (1 - andel der ikke er egenkapital))

Skatteprocenten er i 2016 nede på 22,00%. Det ses i analysen at skatteprocent satsen over en periode har været faldende, i 2013 vedtog folketinget en vækstplan for selskabsskatten, som indebar et fald fra 24,50% til 22,00% i dag.

Pris på rentebærende forpligtelser: $\frac{\text{Samlede renteudgifter}}{\text{Samlet fremmedkapital}} * 100$

Andel der ikke er egenkapital: $\frac{\text{Passiver i alt} - \text{egenkapital}}{\text{Passiver i alt}} * 100$

Pris på egenkapital: CAPM = $rf + b(k_m - rf) = 0,0021 + 1,0591(0,072 - 0,0021) = 0,0761 = 7,61\%$

rf = risikofri rente = 0,21%³ (Danske stat 2025, Nasdaq)

³ Her benyttes en 10 årig dansk statsobligation, fra d. 5. april 2017

$b = \text{Beta} = 1,0591^4$ Beta vil i denne opgave blive beregnet ud fra Nordea og Danske Banks tal, det er disse to som minder mest om Nykredit.

Beregning af beta: $\frac{\text{Kovarians for ændringen i aktien og markedet}}{\text{Varians for markedet}}$ (Thorup Kristensen, Sten, 2015)

Tabel 5: Beregning af beta

	Nordea	OMXC20		Danske Bank	OMXC20
Middelværdi:	0,03%	0,04%	Middelværdi:	0,03%	0,04%
Standardafvigelse:	2,21%	1,37%	Standardafvigelse:	2,17%	1,37%
Varians:	0,0005	0,0002	Varians:	0,0005	0,0002
Kovarians:	0,0001939		Kovarians:	0,0002043	
Betaværdi:	1,032		Betaværdi:	1,087	

Samlet beta	
Nordea Beta:	1,0315
Danske Bank Beta:	1,0867
Gennemsnit af beta	1,0591

Kilde: Egen tilvirkning pga. Nordea og Danske Banks kurs historik.

Beta er beregnet ud fra Nordea og Danske banks kursudsving tilbage fra 2006. Grunden til at beta ikke er regnet på baggrund af Nykredit selv, er at de endnu ikke er børsnoteret og ikke har en kurs. Danske bank og Nordea er valgt, da det er de to mest sammenlignelige pengeinstitutter, det forventes derfor at Nykredit, vil komme til at ligge omkring deres beta værdi. Dette er en meget lille spredning, men det vurderes at være, det bedste sammenligningsgrundlag. Beta som nøgletal fortæller hvor usikker en aktie er at handle med, set overfor markedet. Hvis beta er 1, vil aktien bevæge sig som markedet. En beta der er over 1, vil kurs udsvingene på aktien være større end markedet. Til sidst hvis beta er under 1, så vil aktiens kurs svinge mindre end markedet (Begynder - Beta. Value Invest Danmark, u.å.).

$k_m = \text{Forventet markedsafkast} = 7,2\% ^5$ (Markedsrisikopræmie. SKAT.dk.)

Pris på rentebærende forpligtelser: $\frac{17.319}{(1.400.606 - 70.957) = 1.329.649} * 100 = 1,3025 \%$

⁴ Beta er en måling af den systematiske risiko, målt imod markedet

⁵ Udtryk for det merafkast, som en investor i aktier forventer i forhold til en investering.

Andel der ikke er egenkapital: $\frac{(1.400.606 - 70.957) = 1.329.649}{1.400.606} * 100 = 94,934 \%$

WACC = $(0,013025 * (1 - 0,22(\text{skatteprocent for 2016})) * 0,94934) + (0,0761 * (1 - 0,94934)) \Rightarrow 0,00964482 + 0,00385523 = 0,01350005 = 1,350 \%$.

Tabel 6: Historisk udvikling i WACC

Beløb i mio. kr	2006	2007	2008	2009	2010	2011
WACC						
Renteudgifter	28.206,00	37.538,00	47.096,00	41.114,00	33.286,00	34.134,00
Balance	957.164,00	1.075.058,00	1.218.127,00	1.247.263,00	1.311.140,00	1.392.905,00
Pulje						
Egenkapital	51.987,00	54.447,00	50.377,00	51.241,00	55.320,00	55.310,00
kd	3,12%	3,68%	4,03%	3,44%	2,65%	2,55%
T	28,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
Egenkapital	51.987,00	54.447,00	50.377,00	51.241,00	55.320,00	55.310,00
Aktiver i alt	957.164,00	1.075.058,00	1.218.127,00	1.247.263,00	1.311.140,00	1.392.905,00
L	94,57%	94,94%	95,86%	95,89%	95,78%	96,03%
ke	7,61%	7,61%	7,61%	7,61%	7,61%	7,61%
Kw	2,535%	3,004%	3,215%	2,785%	2,225%	2,140%

Beløb i mio. kr	2012	2013	2014	2015	2016
WACC					
Renteudgifter	30.067,00	26.058,00	25.301,00	20.805,00	17.319,00
Balance	1.433.404,00	1.417.414,00	1.458.153,00	1.383.789,00	1.400.606,00
Pulje					
Egenkapital	57.556,00	58.716,00	58.650,00	65.460,00	70.957,00
kd	2,19%	1,92%	1,81%	1,58%	1,30%
T	25,00%	25,00%	24,50%	23,50%	22,00%
Egenkapital	57.556,00	58.716,00	58.650,00	65.460,00	70.957,00
Aktiver i alt	1.433.404,00	1.417.414,00	1.458.153,00	1.383.789,00	1.400.606,00
L	95,98%	95,86%	95,98%	95,27%	94,93%
ke	7,61%	7,61%	7,61%	7,61%	7,61%
Kw	1,879%	1,694%	1,616%	1,510%	1,350%

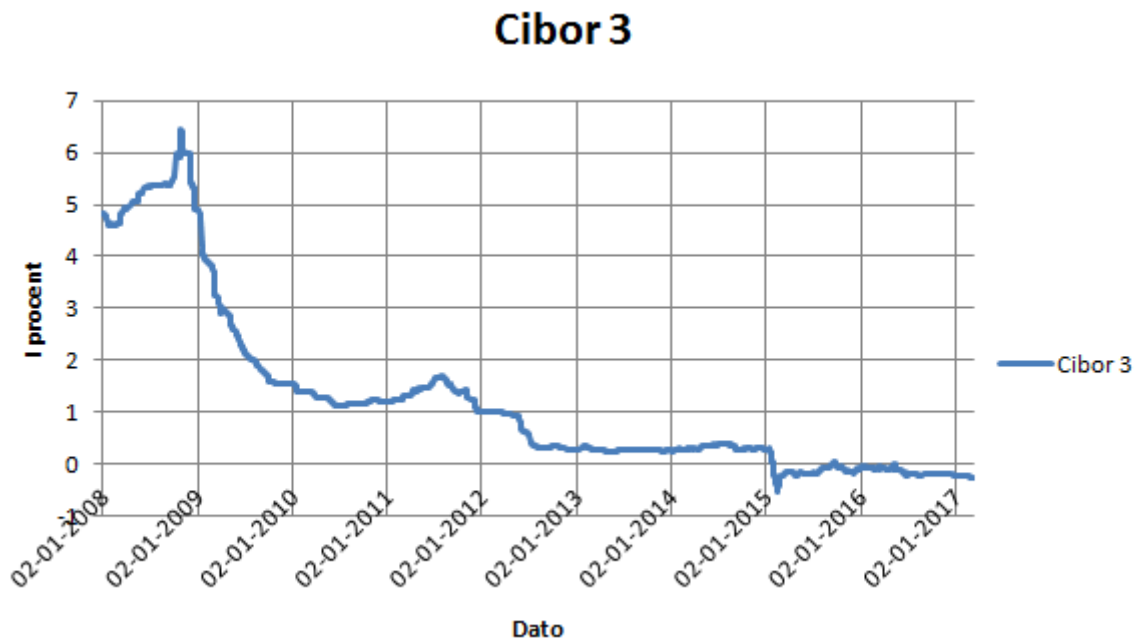
Kilde: Egen tilvirkning pba. Nykredit Realkredit koncernes årsrapporter fra 2006 til 2016

WACC viser hvor billigt Nykredit kan fremskaffe deres kapital.

Nykredits WACC er generelt faldende i perioden, hvilket primært skyldes at deres renteudgifter faldet. Primært begrundet med det generelle lave renteniveau i samfundet. Jo lavere WACC er, jo mere konkurrencedygtig er Nykredit. Nykredits WACC er i perioden fra 2006 til 2016 faldet med 46,7%.

Nykredit har mulighed for at øge deres rentemarginal ved at fremskaffe kapital så billigt som muligt, da Nykredit her kan tjene forskellen på kundens pris og den pris Nykredit selv betaler. Løsningen vil dog ikke være bare at sætte prisen op overfor kunderne, for at øge indtjeningen, fordi kunderne i et normalt marked vil gå til konkurrenterne. På denne måde vil prisen tilpasse sig såfremt Nykredit fortsat ønsker at låne ud.

Figur 6: Historisk udvikling af Cibor 3.



Kilde: Egen tilvirkning pba. Cibor 3 renten fra 01.01.2008 til 31.12.2016 fra CIBOR & T/N-RATE FIXING. Nasdaq: 2017.

Det er derfor relevant at se på udviklingen i WACC holdt op imod Cibor 3 renten, for at vurdere om Nykredit finansierer sig dyrere eller billigere end markedsrenten. Her ses det at Nykredit betaler noget mere for sin kapital end markedsrenten, som i januar 2015 har været negativ. Det skal dog tages i mente, at Cibor 3 renten ligger på et historisk lavt niveau, grundet det generelle lave renteniveau i samfundet, hvor institutterne, siden finanskrisen, har været presset på indtjeningen og derudover har der været stor fokus på fremskaffelsen af den korrekte type kapital i forhold til at kunne leve op til CRD-IV kravene (Just Andresen, J. 2015, s. 318-326). Hvorfor det vurderes acceptabelt at Nykredit finansierer sig dyrere end markedsrenten.

5.1.5 Nettoresultat pr. medarbejder

Her beregnes hvad hver medarbejder tjener til Nykredit, ved hjælp af dette nøgletal kan, der sammenlignes med andre sammenlignelige pengeinstitutter. For på den måde at finde ud af hvor effektive de ansatte er i Nykredit i forhold til et andet pengeinstitut. I det efterfølgende afsnit vil der blive sammenlignet med Danske Bank som er et pengeinstitut der både har bank- og realkreditdelen.

Tabel 7: Nykredits nettoresultat pr. medarbejder

Nettoresultat pr. Ansatte	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Nettoresultat	3.327.000.000,00	3.363.000.000,00	(695.000.000,00)	129.000.000,00	3.816.000.000,00	1.115.000.000,00
antal medarbejder	3559	3217	4037	4135	4026	4139
	934.813,15	1.045.383,90	(172.157,54)	31.197,10	947.839,05	269.388,74

Nettoresultat pr. Ansatte	2012	2013	2014	2015	2016
Nettoresultat	2.629.000.000,00	1.674.000.000,00	(276.000.000,00)	3.191.000.000,00	5.329.000.000,00
Antal medarbejder	4115	4052	3971	3757	3648
	638.882,14	413.129,32	(69.503,90)	849.347,88	1.460.800,44

Kilde: Egen tilvirkning pba. Nykredit Realkredit-koncern. Årsrapport 2006-2016.

Tabel 8: Danske Banks nettoomsætning pr. medarbejder

Nettoresultat pr. Ansatte	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Nettoresultat	13.545.000.000,00	14.870.000.000,00	1.036.000.000,00	1.713.000.000,00	3.664.000.000,00	1.723.000.000,00
antal medarbejder	19253	23632	23624	22093	21522	21320
	703.526,72	629.231,55	43.853,71	77.535,87	170.244,40	80.816,14

Nettoresultat pr. Ansatte	2012	2013	2014	2015	2016
Nettoresultat	4.725.000.000,00	7.115.000.000,00	3.948.000.000,00	13.123.000.000,00	19.858.000.000,00
Antal medarbejder	20126	19122	18603	19049	19303
	234.770,94	372.084,51	212.223,83	688.907,55	1.028.752,01

Kilde: Egen tilvirkning pba. Danske Bank årsrapport 2006-2016. Finansiell information.

Nykredit har løbende ændret deres medarbejderstab, således at niveauet, af antal medarbejder, før finanskrisen svarer nogenlunde til niveauet i år 2016. Nykredit har i de seneste år fyret medarbejdere, for at reducere deres omkostninger. I gennemsnit over den elleveårige periode har Nykredits ansatte generet 577.192 kr. til bundlinjen, sammenlignet med Danske Bank ligger det væsentligt over hvad deres ansatte kan præstere. Her har nettoomsætningen pr. medarbejder i gennemsnit været 385.631 kr. Det skal dog tages i mente at Nykredit får bidragsindtægter fra Totalkreditsamarbejdet, hvor Nykredit her ikke har de store omkostninger til kundekontakt og rådgivning, her er det mere service overfor samarbejdsbankerne samt håndtering af obligationerne Nykredit har udgifter til. Nykredit vægter også langt tungere på realkreditområdet end Danske Bank gør, hvorfor det må forventes at det alt andet lige kræver flere medarbejdere for at drive en bank frem for et realkreditinstitut.

5.2 Samlet delkonklusion

Ud fra ovenstående regnskabsanalyse, ses det at 2006-2016 har været en meget svingende periode for Nykredit. Perioden som der er lavet regnskabsanalyse ud fra, er en lang periode, derfor er der også mange ting som spiller en rolle. Det ses tydeligt på Nykredits nøgletal, at finanskrisen har haft konsekvenser for Nykredits resultater. Det ses at 2016 er Nykredits klart bedste år, når der kigges på alle de forskellige nøgletal. Nykredits ROA er forbedret fra 2014-2016, nøgletal er forbedret da Nykredit har solgt deres domicilejendomme og Nykredit hævdede deres bidragssatser. Det ses fortsat et Nykredit ligger under markedets ROA. Jo højere ROA Nykredit formår at skabe, jo bedre er Nykredits position ved en børsnotering.

Nykredits ROE er også forbedret i 2016, dog ses det også at Nykredit ligger lavere end markedet. Nykredit har selv en forventning om en ROE på 11%. Når der ses på Nykredits historiske udvikling af ROE, har deres gennemsnitlige ROE været 3,6% og det kan derfor diskuteres om det er realistisk at Nykredit selv forventer en ROE på 11%.

ICGR er ligesom ROE, bare der tages højde for udbytte. Det ses at Nykredit har udbetalt udbytte i 4 ud af 11 år. Det er ikke meget udbytte se fra en aktionærs side, derfor må det forventes at der ved en eventuel børsnotering vil blive udbetalt mere udbytte.

Nykredits WACC viser at Nykredit har været i stand til at fremskaffe deres kapital billigere i 2016 end før. Ved en lavere WACC giver det Nykredit mulighed for at være mere konkurrencedygtige end de førhen har været. Det ses dog fortsat at Nykredit fortsat skaffer deres kapital dyrere end markedet, når der kigges på Cibor 3. Dog er Cibor 3 også historisk lav på nuværende tidspunkt.

Nykredit har effektiviseret ved at fyre nogle af deres ansatte, derfor kigges der på hvor meget hver medarbejder tjener til Nykredit i forhold til Danske Bank. Her ses det at hver Nykredit ansat tjener ca. 432.000 kr. mere end hvad en ansat i Danske Bank gør i 2016, det skal dog her tilføjes at Nykredit har nogle nemme penge at tjene ved Totalkreditsamarbejdet, da de ikke selv har kundekontakten og derfor ikke har brug for

de samme ressourcer til at formidle disse lån. Alt i alt ses det at Nykredit er dårligere end markedet på de fleste nøgletal, selvom 2016 var et historisk resultat for Nykredit.

6. Drivkraften bag Nykredit

6.1 Hvordan tjener Nykredit penge?

Pengeinstitutter har generelt tjent penge både på indlån og udlån, hvorfor institutterne historisk har nydt godt af både indlån og udlån. I de seneste par år er der dog sket et skred i den måde institutterne tjener deres penge, da pengemarkedsrenten er historisk lav. Siden 2015 har Cibor 3 renten været negativ jf. figur 6⁶, hvilket har betydet at institutterne reelt har sat penge til ved at have kundernes penge til at stå, her tabte Nykredit i 2016, 16 mio. kr. (Nykredit Realkredit-koncern. Årsrapport 2016: s. 85). Nykredit har dog ikke en så stor eksponering mod indlån, som andre institutter, da Nykredit primært driver deres forretning på realkredit siden. Nykredit har grundet det lave renteniveau kunne skaffe billig finansiering til de danske boligejere. Her er det bidragsstasen der er skruet på, hvilket har højnet koncernens renteindtægter.

Der tjenes penge på udlån ved forskellen mellem den pris instituttet giver for likviditeten kontra den pris som låntager giver, den såkaldte rentemarginal. Her er det derfor en konkurrencefordel, at have en lav WACC, fordi kapitalen til udlån så kan fremskaffes billigere end konkurrenterne og udlånes til nogenlunde samme sats. Her vil det også være muligt at konkurrere på priserne samtidig med at instituttet bevarer en indtjening.

Derudover tjener institutterne også penge på gebyr- og provisionsindtægter. Her ses en stigning i disse indtægter hos Nykredit de seneste år. Særligt har der været en stor stigning i indtægtskilden fra øvrige gebyrer, som siden 2013 er steget med knap 37%. Det er eksempelvis gebyrer for serviceydelser eller tjenesteydelser herunder omlægning og oprettelse af lån m.m. Derudover tjener Nykredit også penge ved at hjælpe deres kunder med at investere deres formue, hvor Nykredit således får formidlingsprovision (ÅOP og formidlingsprovision for investeringsforeninger. Nykredit, u.å.) fra de samarbejdende selskaber samt et honorar for pleje af kundens investering (Produkter - Investering. Nykredit).

⁶ Jf. Raaballe, J. & Jeppesen et. al., 2014: s. 6 anvendes cibor.

I tabel 9 og figur 7 ses den udvikling som Nykredit har været i, i forhold til deres indtægter. Det ses tydeligt at det er deres renteindtægter fra udlån, som Nykredit tjener mest på, men det ses også at siden 2008 er renteindtægterne kun faldet, hvilket gør at Nykredit bliver nødt til at tage nogle andre gebyrer for fortsat at tjene penge, faldet skyldes finanskrisen og det generelt lave renteniveau, derfor er Nykredits gebyrindtægter steget, da de bliver nødt til at tjene de mistede renteindtægter ind igen, som de ikke tjener i dag. Det ses i gennem hele perioden, at der har været en lille stigning i bidragsatsen. Det ses dog at der indenfor den sidste tid, at bidragsforhøjelserne har været størst.

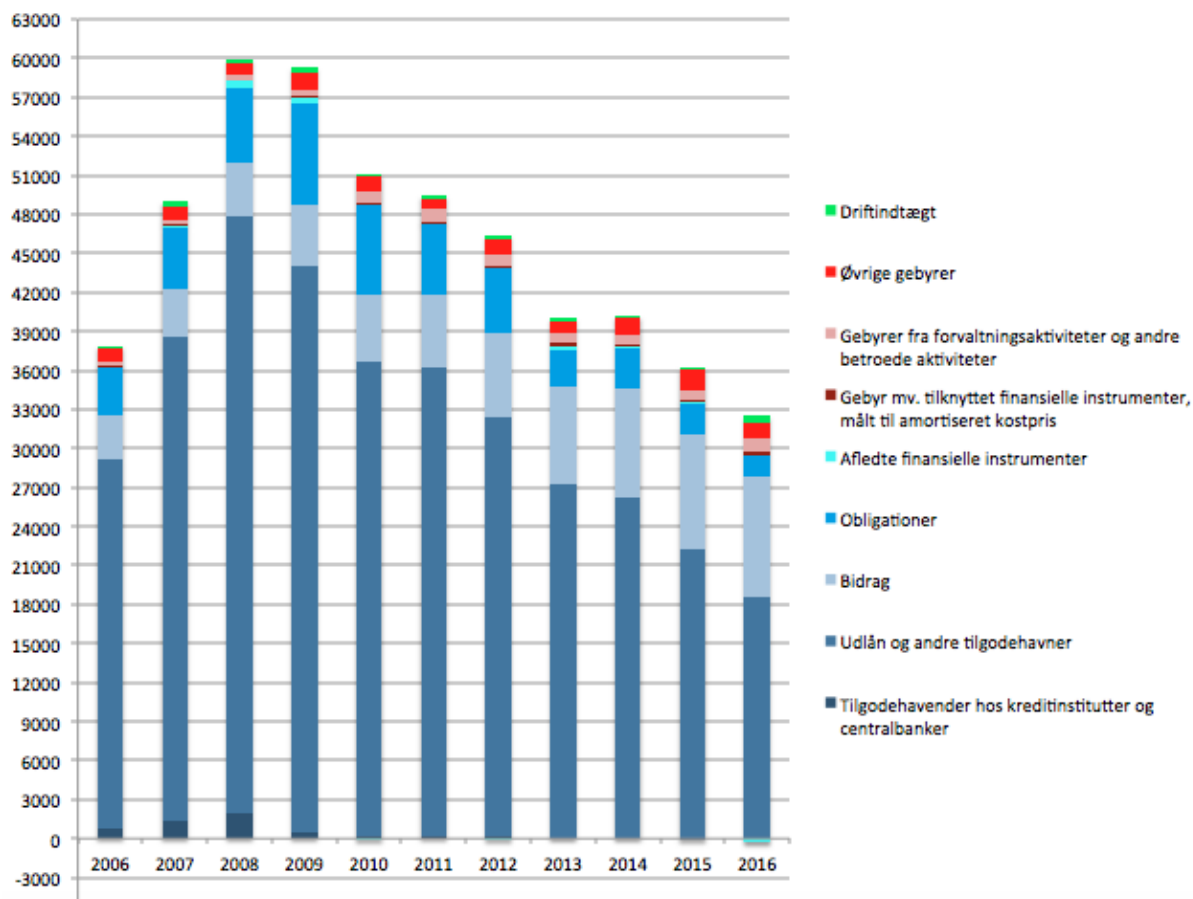
Tabel 9 - Fordeling af Nykredits driftsindtægter, gebyrer og renteindtægter

I mio. kr.	2006	2007	2008
Renteindtægt	36.286	47.162	58.227
Tilgodehavender hos kreditinstitutter og centralbanker	787	1413	1928
Udlån og andre tilgodehavner	28379	37155	45904
Bidrag	3452	3745	4082
Obligationer	3591	4580	5828
Afledte finansielle instrumenter	77	269	485
Gebyr	1346	1387	1374
Gebyr mv. tilknyttet finansielle instrumenter, målt til amortiseret kostpris	69	98	111
Gebyrer fra forvaltningsaktiviteter og andre betroede aktiviteter	237	331	378
Øvrige gebyrer	1040	958	885
Driftindtægt	235	436	349

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
56.911	48.573	47.292	43.771	37.911	37.818	33.487	29.190
434	203	183	237	62	65	-21	-34
43593	36439	36010	32100	27260	26220	22.284	18.623
4633	5197	5561	6491	7440	8377	8.784	9.248
7836	6884	5511	5018	2841	2980	2387	1643
415	-150	27	-75	308	176	53	-290
2026	2149	1903	2305	1872	2167	2498	2381
158	142	134	135	190	153	150	190
492	835	947	935	749	818	861	1026
1376	1172	822	1235	933	1196	1487	1165
353	206	226	230	210	185	194	589

Kilde: Egen tilvirkning - pba. Nykredits årsrapporter fra 2006 til 2016

Figur 7: Fordeling af Nykredits Driftsindtægt, Gebyrer og renteindtægter



Kilde: Egen tilvirkning, pba. Nykredit Realkredit-koncern. Årsrapport 2006-2016⁷

Nykredit har også indtægter fra investeringsområdet, som er medtaget i driftsindtægter, hvor Nykredit selv foretager investeringer af koncernens formue. Nykredit tjente i 2016 1.331 mio. kr. på investering af egenbeholdningen (Nykredit Realkredit-koncern. Årsrapport 2016: s. 15) Nykredit investerer blandt andet i andre finansielle institutioner, primært i realkreditobligationer og statsobligationer både i danske og andre europæiske (Risiko- og kapitalstyring 2016. Nykredit 2017: s.41). Nykredit har mulighed for at investere en del af egenkapitalen i finansielle aktiver reguleret af lovgivningen i Danmark og EU, i forhold til hvordan egenkapitalen skal være placeret, for at sikre en vis form for likviditet (Erhvervsministeriet, 2017). Den største betydning for hvordan egenbeholdningen udvikler sig er renten i markedet, da en del af egenkapitalen er placeret i Nationalbanken hvor renten er lav, samt i obligationer, hvis kurs er følsom over for renteændringer, derudover er afkastet lavt i det nuværende marked. Risikoen

⁷ De blå farver er renteindtægter, de røde farver er gebyrindtægter og grøn er driftsindtægt

ved investeringerne er en del af Nykredits markedsrisiko og opgøres ud fra forskellige scenarier (Risiko- og kapitalstyring 2016. Nykredit 2017: s.41).

Nykredit har delt deres forretning op i forskellige forretningsområder: Retail, som omfatter Nykredits bankforretninger til erhverv og privat samt realkreditlån ydet gennem Totalkredit til Nykredit Banks privatkunder, Totalkredit partnere, Storkunder, Wealth Management som varetager Nykredits forretninger inden for kapitalforvaltning og formuepleje og sidst Koncernposter. Nykredit oplyser i deres regnskab for 2016 (Nykredit Realkredit-koncern. Årsrapport 2016: s. 15) at forrentningen af den kapital der er allokeret til forretningsområdet var størst hos Wealth Management med en ROAC (Return on Allocated Capital) på 45,4%. Wealth Management er et af Nykredits mindre forretningsområder der tidligere lå under Storkunder. Totalkredit Partnerne leverede en ROAC på 18,3%. Derimod leverede Nykredits Bank under forretningsområdet Retail kun en ROAC på 7,3%. Nykredit får altså en langt bedre forrentning af den allokerede kapital hos Totalkredit Partnerne, hvilket ses i tabel 10. På trods af det ønsker Nykredit fortsat at satse stort på deres Retail område med et øget helkundefokus på bankkunderne (Nykredit Realkredit-koncern. Årsrapport 2016. s. 8).

Tabel 10: Return on Allocated Capital

ROAC i %	2014	2015	2016
Retail	7,2	7,9	7,3
Totalkredit Partnere	12,6	12,8	18,3
Storkunder	8,2	14,4	15
Wealth Management*	-	-	45,4
Koncernposter	-	-	-

*Hørte før under Storkunder

Kilde: Egen tilvirkning pba. Nykredit Realkredit-koncernes årsrapporter fra 2014 til 2016

Bidragstigningen er en af de parametre, som Nykredit har fået mange klø for i 2016. Grundet at kunderne synes det er forkert at Nykredit har valgt at håndtere det på denne måde. Det ses også i Nykredits årsrapport at de har tjent mange penge på bidragstigningerne. Bidragstigningerne i andet halvår af 2016, gav en merindtjening til Totalkredit på 300-350 mio kr. (Houmann, A. L. 2017c). Dog mener Michael Rasmussen ikke at det er ensbetydende med at indtjeningen fortsat vil stige i 2017, da tendensen er at mange kunder rykker fra de korte variable lån over til en længere løbetid

og derfor mister Nykredit igen noget af den indtjening som bidragsstigningerne vil give (ibid.). Da indtjeningen på fast rente lån er mindre end for de variable lån.

I Nykredits årsrapport ses det også, at de laver langt flere fastforrentede lån end F1 lån for eksempel. Det ses at F1 har haft en tilbagegang fra 11% i 2015 til 6% i 2016, hvor imod fastforrentede lån er gået fra 29% i 2015 til 33% i 2016 (Nykredit Realkredit-koncern. Årsrapport 2016, s. 31). Derudover ses det at nedskrivningerne på allerede udstedte lån har været lave i 2016 (Nykredit Realkredit-koncern. Årsrapport 2016, s. 6).

Selvom Nykredit tjener mest på deres korte variable lån i form af deres bidragsstigninger, er der grænser for hvor mange af disse lån de må lave. Finanstilsynet har udarbejdet tilsynsdiamanten, som er en skabelon for hvor mange lån der må være af den enkelte type lån. Tilsynsdiamanten blev offentliggjort den 2. december 2014 og tilsynsdiamanten for realkreditinstitutter vil gælde fra 2018. For at give institutterne tilstrækkelig tid til at indrette sig, vil pejlemærkerne for afdragsfrihed og lån med kort funding dog først gælde fra 2020 (Tilsynsdiamanten for realkreditinstitutter. Finanstilsynet, 2015). Tilsynsdiamanten er et vigtigt skridt i retning af at fremtidssikre realkreditsystemet, for på den måde at sikre at det danske realkreditmarked ikke kommer ind i en krise som i 2008.

Tilsynsdiamantens fem pejlemærker er herefter:

- Udlånsvækst: skal være under 15 pct. pr. år. på private boligejere, boligudlejningsejendomme, landbrugsejendomme og andet erhverv.
- Låntagers renterisiko: Andelen af lån, hvor Loan-to-value (LTV) overstiger 75 pct. af lånegrænsen, og hvor renten kun er låst fast i op til 2 år, skal være mindre end 25 pct. Gælder kun lån til private og lån til boligudlejningsejendomme. Der kan ses bort fra lån med afdækning i form af renteswaps og lignende.
- Afdragsfrihed på lån til private: Andelen af lån med afdragsfrihed i LTV-båndet over 75 pct. af lånegrænsen må maksimalt udgøre 10 pct. af den samlede lånemasse. Afdragsfri lån tæller med uanset placering i prioritetsrækkefølgen.
- Lån med kort funding: Andelen af udlån, der refinansieres, skal pr. kvartal være mindre end 12,5 pct. af den samlede udlånsportefølje og årligt mindre end 25 pct. af udlånsporteføljen.

- Store eksponeringer: Summen af de 20 største eksponeringer skal være mindre end instituttets egentlige kernekapital.

Dette er opstillet ved hjælp af Tilsynsdiamanten og dens pejlemærker
(Tilsynsdiamanten for realkreditinstitutter. Finanstilsynet, 2014)

Figur: 8 - Tilsynsdiamanten

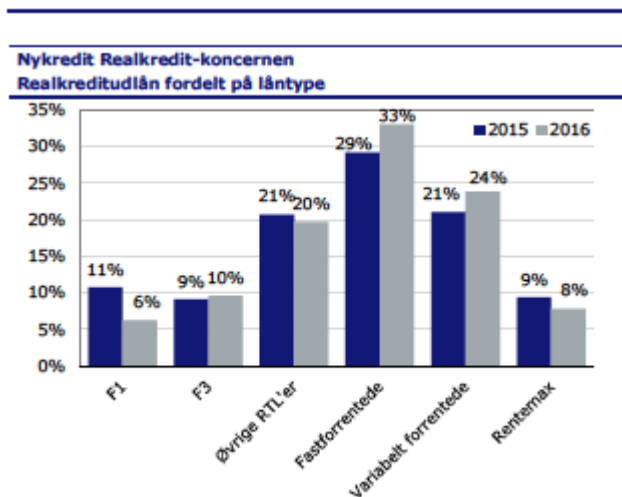


Kilde: Tilsynsdiamanten for realkreditinstitutter. Finanstilsynet. 2015

Det er derfor vigtigt at overholde disse regler, da der ellers er risiko for at institutterne ikke må lave flere af den enkelte låntype, hvor kravene ikke overholder tilsynsdiamantens krav. Når der kigges på Nykredits fordeling af låntyper, så ses det i figur 9, at Nykredit allerede i dag lever op til låntagers renterisiko, hvilket betyder at de i dag ikke har overvægt af et lån frem for et andet, så der er ikke på nuværende tidspunkt udsigt til at Nykredit ikke kan tilbyde variable lån til løbetid på 1-2 år.

Nykredits udlånsvækst har også været lavere end hvad tilsynet tillader. Dog har Nykredit lidt for mange lån med afdragsfrihed og høj belåningsgrad, hvilket de arbejder på at få nedbragt frem mod 2020, det skal dog siges at tilpasningen allerede nu er i gang og tilsynsdiamanten forventes at være opfyldt frem mod 2020. Lån med kort funding er i 2015 blevet meget reduceret, da der er mange som har konverteret deres lån, hvilket har gjort at lån med kort funding er blevet meget reduceret. Store eksponeringer lever de allerede op til i dag. Så det er kun afdragsfrihed på lån til private og lån med kort funding som Nykredit mangler for at overholde tilsynsdiamanten.

Figur 9 - Realkreditlån fordelt på forskellige lånetyper



Kilde: (Nykredit Realkredit-koncern. Årsrapport 2016, s. 31)

6.1.1 Delkonklusion

Nykredit er også presset i et marked med lav rente, hvor der ikke længere tjenes penge på de traditionelle kerneområder for en finansiel virksomhed. Derfor lægges fokuset også på andre områder, hvor der vurderes at være en mulighed for gode forretninger, blandt andet ved investering og pleje af kundernes formue, hvor Nykredit har en god indtjening fra. Lovgivningen presser også Nykredit indtjeningsmæssigt, da der stilles krav til lånesammensætningen i Nykredits realkreditportefølje. Nykredit har taget sig bedre betalt for at yde lån med afdragsfrihed og for F1 lånene, men da Tilsynsdiamanten nu regulerer hvor mange lån der må være af de enkelte typer, betyder det, samtidig med at renten er lav, at flere får et fastforrentet lån, hvor Nykredit tjener færre penge på bidragssatsen. Formidling af realkreditlån er stadigvæk en yderst god og stabil forretning for Nykredit, hvilket også ses i den forrentning som Totalkredit leverer i forhold til den allokerede kapital. Lavere nedskrivninger, gebyrindtægter, bidrag og renteindtægter fra udlånskronerne, sikrer Nykredit en fortsat god indtjening.

6.2 Værdiforøgende tiltag

Nykredit er ligesom resten af sektoren underlagt regulering fra lovens side, som aktivt skal indarbejdes i deres organisation, samt overholdes. Der forventes ikke en lempeligere tilgang til sektoren, hvorfor compliance funktionen får øget fokus i fremtiden. Teknologien og den hurtige udvikling der sker, kræver også at sektoren agerer agilt og sørger for at have de produkter, som kunderne efterspørger, både finansielle og ikke finansielle. I forhold til den økonomiske situation i verden omkring, påvirker det Nykredit både positivt og negativt i forhold til hvordan konjunkturerne ser ud samt hvilket niveau renten har. Sektoren kan ikke længere tjene de samme penge på den traditionelle bankforretning, som de har kunnet hidtil. Her er der brug for nytænkning og alternative løsninger til at sikre den fremtidige indtjening. Her kunne det forestilles at Nykredits samarbejde med Lunar Way kunne føre til en indtægtskilde fremadrettet og måske generer flere digitale produkter.

Nykredit har, efter annonceringen af deres ønske om en børsnotering, været i gang med at forbedre deres finansielle nøgletal. Nykredit har solgt deres domicilejendomme, hvilket har reduceret deres aktiver og frigivet kapital, derudover har de fyret medarbejder og hvilket har bragt deres omkostninger ned, derudover har Michael Rasmussen udtalt at der i 2017 og 2018 også er planer om besparelser på medarbejderområdet. Han nævner ikke om det er fyringer eller naturlige afgang i form af pension (Seerup, T. J., 2016). Desuden har Nykredit hævet bidragssatserne med virkning fra 3. kvartal 2016, hvilket indbragte i omegnen af 350 mio. kr. i ekstra indtægt til koncernen (Houmann, A. L. 2017c). Nykredit har derfor lavet tiltag der har forbedret deres ROE og ROA. Der vurderes derfor ikke yderligere muligheder for forbedringer af nøgletallene, det vil kun kunne ske gennem omstruktureringer og effektiviseringer, som muligvis kan nedbringer omkostningerne. Endnu en forhøjelse af bidragssatserne vil i den kommende fremtid ikke være en mulighed, både af kundehensyn og så rent lovgivningsmæssigt.

Efter den seneste bidragsstigning i 2016, har Nykredit efterfølgende lanceret KundeKroner, for på den måde fortsat at være konkurrencedygtige i markedet. Ved en sammenligning af de fire største realkreditinstitutter ses det at Nykredit/Totalkredit ved hjælp af KundeKronerne fortsat er konkurrencedygtige jf. figur 10. Hvis

KundeKronerne ikke var blevet indført, ses det derimod også at Totalkredits bidragssats ville være på det højeste niveau i markedet i mange år (Christensen, P. O. & Rangvid, J., 2016b: s. 26 figur 1 og 3). KundeKroner er en kontakt rabat på 1.000 kr. pr. lånt million i Totalkredit. Fordelt med 250 kr. i rabat på bidragsbetalingen pr. termin. KundeKroner er ikke skattepligtige, men fradraget for bidragsbetalingen nedsættes. Nykredit sender udbytte til deres aktionærer, hvor Foreningen Nykredit herefter sender en del af det modtagne udbytte retur til Nykredit Koncernen, således at Nykredit kan give låntagerne i Totalkredit den kontante rabat. Foreningen Nykredit skal i første omgang sende 600 mio. kr. tilbage til Nykredit, så KundeKroner kan få virkning fra terminsbetalingen den 30. september 2017. 600 mio. kr., som Foreningen Nykredit må ud og låne hos de øvrige medlemsbanker i Totalkreditsamarbejdet (Bentow, David. 2017a).

Nykredits fremmedkapital kommer primært fra udstedelse af obligationer, som Nykredit funder sig igennem. Nykredit udsteder forskellige obligationer og gældsinstrumenter blandt andet hybridobligationer, seniorgæld, realkreditobligationer (Invester i Nykredit. Nykredit, u.å.) Nykredit udsteder eksempelvis Junior Covered Bonds til at dække den likviditetsmangel der opstår når huspriserne ændre sig og Nykredit derfor skal stille med mere kapital til sikkerhed for deres SDO obligationer (Junior Covered Bonds. Nykredit, u.å.). De primære investorer i Nykredit er professionelle investorer, som finansielle institutioner og udenlandske investorer (Nykredit Realkredit-koncern. Årsrapport 2016: s. 31-32), da der er tale om komplekse produkter.

Nykredit fremmedkapital er sammensat på følgende måde jf. tabel 11. Det ses at Nykredit betaler 6% i rente på deres hybride kernekapital, hvilket også er den mest usikre form for kapital set med investorenes briller, da kapitalen har en uendelig løbetid samt at investorerne i tilfælde af konkurs vil være de sidste der får deres penge retur, bortset fra aktionærerne (Berlinske Business. 2009). Derudover må der heller ikke betales rente på lånet, såfremt instituttets frie reserver er opbrugt.

Tabel 11: Pris på Nykredits fremmedkapital

Nykredit Realkredit-koncernen
Fremmedkapital ultimo 2016

	Rente	Kan førtidsindfries	Udløb	Kapital
Nykredit Realkredit A/S				
Hybrid kernekapital	6,25%	26. oktober 2020	Uendelig løbetid	500 mio. EUR
Supplerende kapital (Tier 2 CoCo)	4,00%	3. juni 2021	3. juni 2036	600 mio. EUR
Supplerende kapital (Tier 2)	4% frem til 28. oktober 2017, herefter Euribor 6 mdr. 1,71%	-	28. oktober 2030	50 mio. EUR
Supplerende kapital (Tier 2)	2,75%	17. november 2022	17. november 2027	800 mio. EUR
I alt				1.950 mio. EUR

Kilde: Risiko- og kapitalstyring 2016. Nykredit, 2016: s. 16

Nykredit henter fremmedkapital i markedet, for at opfylde Basel kravene. Nykredit kan derfor med fordel se sig om efter billigere fremmedkapital, da det vil forbedre deres WACC. Det er dog ikke bare sådan lige til, da det også er ratingen af Nykredit som koncern der spiller en rolle på prisen på fremmedkapitalen.

Nykredit har ikke mulighed for at forbedre deres WACC ved at reducere deres egenkapital, fordi de her har stor fokus på at polstre sig, for at kunne leve op til de kommende kapitalkrav i forbindelse med Basel IV. Selvom ingen helt ved hvordan de nye Basel IV kommer til at lyde, forsøger bankerne hele tiden at polstre sig mest muligt, for at være forberedt på eventuelle stramminger. Men forhandlingerne om de nye Basel IV krav, har ingen dato for hvornår de afsluttes og om Basel IV bliver en realitet, hvilket skyldes at forhandlingerne er gået lidt i hårdknude efter at nationalbankdirektør Tarullo har valgt at stoppe pr. 5. april 2017. Tarullo er fortaler for stramminger og efter at Trump er blevet præsident lægges der mere op til lettelser af bankreguleringerne (Bentow, David. 2017b). Det kan derfor betyde at kravene fra Basel IV har længere udsigter end Nykredit i første omgang regnede med.

Kunderne er vigtige for Nykredits fremtidige eksistens, i og med kundeloyaliteten er faldne i sektoren, så er det vigtigt at vide hvad kunderne efterspørger samt sørge for at møde deres ubevidste og bevidste behov. Det er derfor vigtigt at være tæt på dine kunder med proaktiv kontakt, for at sikre at kunden oplever at Nykredit skaber en merværdi i kundernes hverdag. Nykredit har "den gode relation" som et fokusområde for 2017. Der er lavet et podcast på generation Z, som er de 18-25 årige og dem som fortsat mangler at tage deres største økonomiske valg, som billån, huskøb m.m. I dette podcast lyder det fra de unge at den gode relation er vigtig, for at man får tillid, før man har lyst til at tage et valg om en eventuel finansiering. I dag er det blevet lidt "moderne"

at de unge kunder får de nye trainees og nogle gange kan de unge opfatte det som om de er ligegyldige og dette er med til at de er nemmere at påvirke til et bankskifte (Generation Z, 2016).

Der er flere faktorer, som Nykredit ikke selv har den fulde indflydelse på. Derimod kunne Nykredit med fordel fokusere primært på deres Private Banking tilbud samt kapitalforvaltning og så nedskalere eller helt lukke Nykredit Bank. Det skal dog også nævnes at Nykredit anvender Nykredit Bank til distribution og salg i forhold til Private Banking kunderne. Nykredit bør overveje hvorvidt de kan tjene penge på at være et finansielt supermarked med realkredit forretninger som deres hovedvægt eller om de skal fokusere på de forretningsområder der tjener penge til Nykredit. En niche forretning med betjening af storkunder med en stor investerbar formue og industrielle kunder kan være vejen frem for Nykredit, hvilket allerede ses i indtjeningen fra Nykredits forretningsområde Wealth Management.

Fokus på det Nykredit er gode til, fx realkreditlån, kan virke mere fordelagtigt for Nykredit, i det Nykredit lige nu på den ene side ønsker at have et helkundefokus i deres egen bank men på den anden side udvider samarbejdet med Totalkreditbankerne således de kan betjene en større kundekreds med lån. Dermed konkurrerer Nykredit inddirekte med de banker som tilfører Nykredit en stor del af deres indtjening. Der anvendes således både kapital til at udbygge Nykredit Boligbank (Iversen, C. & Brahm, K. 2015c) samtidig med at Totalkredit samarbejdet øges, hvor konkurrencen primært er om kunderne uden for samarbejdet, Jyske Bank, Nordea og Danske Banks kunder. Det kan derfor virke en smule utopi at tro Nykredit Bank kan ændre deres markedsposition væsentligt, når de primært ønsker at kapre kunder fra de tre største danske banker, hvis bankhistorie går meget længere tilbage end Nykredit Bank, for på den måde ikke at genere medlemsbankerne. En ting er hensigten og noget andet er virkeligheden.

Nykredit har allerede tilført Nykredit Bank 17,6 mia. kr. siden 2008 (Iversen, C. & Brahm, K. 2016), 2 mia. kr. blev tilført fra Nykredit Realkredit A/S i november 2016, grundet stigning i risikoeksponeringerne på 30 mia. kr. i banken, som følge af modelændringer (Nykredit Bank-koncernen. Årsrapport 2016: s. 9). Bankforsker Lars Krull fra Aalborg Universitet hentyder til at Nykredit kunne have købt Spar Nord to

gange for de samme penge, som der var tilført Nykredit Bank inden den seneste kapitaltilførsel (Iversen, C. & Brahm, K. 2015c). Derudover så står Nykredit Bank for en stor del af koncernens samlede risikoeksponeringer (Hardø, Linda. 2016), hvor risikoeksponeringerne knyttet til Nykredit Bank udgøre 32% af koncernens samlede risikoeksponering, selvom Nykredit Banks udlån kun udgøre 5% af koncernens samlede udlån (Langer, Morten. 2016). Problemerne i Nykredit Bank skyldes både Nykredits føromtalt fejlslagne køb af Forstædernes Bank i 2008 og Nykredits massive tabsreservationer på renteswaps som beløber sig i omegnen af 6 mia. kroner (Bentow, David. 2017c). Renteswaps, som Nykredit i stor stil ydede til andelsboligforeninger og landmænd op til finanskrisen (Bentow, David. 2015).

Nykredit Banks regnskaber er stærkt påvirket af renteswapaftalerne og eftersom renten har fortsat ned, så har det betydet at andelsboligforeningerne er i risiko for at gå konkurs og dermed efterlade Nykredit tilbage med en milliard regning (Bentow, David. 2016). Andelsboligforeningen Duegården blev den første andelsboligforening der gik konkurs i 2016, men igen i december 2016, begærede Nykredit selv Danmarks største andelsboligforening Hostrup Have konkurs (Houmann, A. L. & Bentow, D. 2016). Hostrup Haves advokat Finn Lyng Jepsen peger på at det kan skyldes Nykredits frygt for endnu større tab, hvis Hostrup Have får medhold i den retssag, som de planlægger mod Nykredit i forhold til mangelfuld eller dårlig rådgivning i forbindelse med optagelse af swap lånet (ibid). En afgørelse, hvis den falder ud til Hostrup Haves fordel, vil give mulighed for klager fra flere andelsboligforeninger, som også har swap lån. Det kan potentielt blive endnu dyre for Nykredit, hvis portefølje for forretningsmæssige udgåede derivattyper har en markedsværdi på 6,7 mia. kr. (Nykredit Realkredit-koncern. Årsrapport 2016: s. 11). Der er endnu ikke truffet afgørelse i sagen omkring konkursbegæringen af Hostrup Have.

Renteswaps aftalerne løber i typisk 30 år fra indgåelsesdatoen, hvorfor Nykredit i mange år frem vil blive påvirket i høj grad af hvordan renterne udvikler sig, da det har stor betydning for værdien af renteswapaftalerne. Nykredit oplyser at en ændring i renteniveauet på 1 procentpoint vil betyde at Nykredits regnskab vil blive påvirket enten positivt eller negativt med 1,9 mia. kr. grundet værdireguleringer (Nykredit Realkredit-koncern. Årsrapport 2015: s. 9). Nykredit har ikke selv indflydelse på

hvordan renten udvikler sig i markedet og det er derfor en yderst stor risiko Nykredit står med. Nykredit har forsøgt at sælge denne risiko, men uden held (Bentow, David, 2017c). Nykredit Banks indtjening bliver derfor år efter år ædt op de tidligere indgåede renteswapsaftaler og det ses at værdireguleringerne af swapaftalerne bestemmer hvor vidt Nykredit Bank levere et positivt regnskab eller ej (Nykredit Bank-koncern. Årsrapport 2016: s. 5).

Enten bør Nykredit gå all in og så købe en solid bank, de kan bygge deres bankben på eller så bør de lukke Nykredit Bank, som en del af deres planer for børsnoteringen. Banken er simpelt ikke en god forretning for Nykredit og det er realkreditkunderne i Totalkredit der betaler for banksatsningen.

6.2.1 Delkonklusion

Nykredit er i gang med at gøre sig klar til den kommende børsnotering, som Nykredit annoncerede i februar 2016 med en tidshorisont på 12 til 24 måneder. Børsnoteringen blev begrundet med stigende kapitalkrav nu og i fremtiden i forhold til det gulv, som forventes indført med Basel IV kravene. Muligvis er de reguleringer ikke så nært forestående, som udmeldinger i første omgang har indikeret. Bidragsstigninger var en del af børsnoteringsplanerne, sammen med effektivisering og digitalisering. Nykredit forsøger på den måde at forbedre deres nøgletal for egenkapitalens forrentning, ROE og ROA, så de kan se mere attraktive ud over for kommende investorer. Nykredit kan ikke nedbringe deres egenkapital, da de forventer at de i fremtiden vil få behov for en endnu større egenkapital, for at kunne leve op til kapitalkravene, derfor er det kun muligt at regulere på indtægter og udgifter. Derudover har Nykredit indgået et samarbejde med Lunar Way, hvilket måske kan gøre at Nykredit bliver blandt de første til at kunne levere en 100% digital bankløsning til den unge simple økonomi.

Nykredit vil gerne være et finansielt supermarked, men det er svært med en bank der har en minimal markedsandel og med en meget stor portefølje af derivater der er yderst følsomme over for renteændringer. Nykredit vælger dog fortsat at satse stort på bankbenet igennem Boligejernes Bank for at øge helkundeforholdet i koncernen. Det kan være en svær øvelse, når Nykredit samtidig ejer Totalkredit, med en række medlemsbanker der ønsker produktudvikling og en sikker formidling af realkreditlån,

uden de behøver at frygte for at de kunder de sender til Nykredit pludselig skifter til Nykredit Bank. Nykredit Bank har kostet koncernen 17,6 mia. kr. for at sikre driften, hvilket er penge som realkreditkunderne betaler i sidste ende. Nykredit Bank står i dag for 32% af koncernens risikoeksponeringer på trods af at udlånene i Nykredit Bank kun udgør 5% af koncernens samlede udlån. Nykredit bør overveje om banken fortsat skal være en del af den børsnotering Nykredit Koncern, for der kan drives en yderst stabil forretning uden en bank for alle danskere.

7. Værdiansættelse af Nykredit

Den mest anvendte værdiansættelsesmodel er DCF-modellen (Discounted cash flow). Da Nykredit er en finansiel virksomhed, kan renteindtægter og omkostninger ikke adskilles og derfor kan DCF-modellen ikke bruges på finansielle virksomheder. Ved finansielle virksomheder bruges equity cash flow modellen (Koller et al., 2010: s. 745). Til værdiansættelsen af Nykredit anvendes Damodarans værdiansættelsesmodel til finansielle virksomheder (Damodaran, Aswath. u.å.), fordi modellen tager højde for at finansielle institutioner også tjener penge på gældssiden. Modellen bygger på en række forudsætninger, som i større eller mindre grad påvirker den endelige værdiansættelse af aktien.

Særligt den risikofrie rente samt markedsrisikopræmie har en stor påvirkning på værdiansættelsen. I modellen er den risikofrie rente estimeret ud fra renten på den 10-årige danske statsobligation (Danske stat 2025, Nasdaq, 2017). Den anvendte markedsrisikopræmien i modellen bygger på Nationalbankens opgørelse for perioden 1983 til 2002, hvor markedsrisikopræmie har lagt på 7,2% for danske aktier. Det ses ligeledes i Nationalbankens 1. kvartalsoversigt 2003 (Saabye, Niki. 2003: s. 80), at jo længere historisk periode der medtages i beregningerne, jo lavere vil markedsrisikopræmie være, samt at der er store udsving i markedsriskopræmien afhængig af hvilket enkelt år, der ses på.

I perioden med høj vækst anvendes Nykredits egen forventning til egenkapitalforrentning på 11%, hvor der for den stabile periode anvendes Nykredits egenkapitalforrentning i regnskabsåret 2016 på 7,51%. Nykredit har ikke udbetalt udbytte de sidste fire år, hvorfor der anføres nul i udbetalt udbytte pr. aktie. I gennemsnit fra regnskabsår 2006 til 2016 har Nykredit udbetalt udbytte på 104 mio. kr., men da en børsnotering alt andet lige må betyde øget udbyttebetalinger medtages en gennemsnitligt forventet udbyttebetaling, i perioden med høj vækst, på 1 kr. pr. aktie, svarende til 24,9% ud fra nettoresultatet i 2016 og et uændret antal udstedte aktier. Ydermere tages der højde for konjunktur i modellen, ved at lade modellen simulere en ændring fra høj vækst til stabil vækst i beregningsperioden. Slutteligt er værdien for væksten i BNP, i Danmark fra 2012 til 2016 (Vækst i BNP. Folketinget EU-

oplysningen, 2017), medtaget som vækstraten i den stabile periode. Det giver en kurs på Nykredit aktien på 61,91.

Da modellen bygger på forudsætninger, hvilket kan ændre den forventede værdi af Nykredit, søges værdien estimeret ved en renteændring i samfundet fra 0,21% til 1,35% hvilket svarer til gennemsnittet for den effektive rente for danske statsobligationer fra 2011 til 2016 jf. tabel 12. Det ses at blot en rentestigning på 1,14 procentpoint, når de øvrige forudsætninger fastholdes, vil have en negativ virkning på kursen, da den vil falde fra 61,91 til 50,90. Et fald på 11,01 kurspoint ved en stigning i den risikofri rente, siger noget om modellens følsomhed, samt om kursfølsomheden. En stigning i renten fremadrettet må forventes, da renterne ligger på et historisk lavt niveau jf. tabel 12.

Tabel 12: Effektiv rente for danske statsobligationer fra 2011 til 2016

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Danmark	2,7	1,4	1,7	1,3	0,7	0,3

Kilde: Egen tilvirkning pga. (Effektiv rente af statsobligationer. Danmarks Statistik.)

Betingelserne for hvordan Nykredit, efter en børsnotering, skal drives, vil ændre sig, da børsnoteringsplanerne indeholder lovning om at når det går Nykredit godt, så skal det komme kunderne til gode (Sådan fungerer KundeKroner på sigt. Totalkredit. u.å.). Nykredits resultat vil det første år efter en børsnotering også være påvirket negativt af udgifterne til børsnotering. NETS, som lod sig børsnotere i 2016, har afholdt omkostninger til børsnotering for 261.000.000 kroner (Annual Report 2016. NETS, 2017: s. 11). Foreningen Nykredit er afhængig af udbytte, for at kunne sende penge tilbage til Nykredit koncernen, således at kunderne kan få den kontante rabat igennem KundeKroner. Foreningen Nykredit med deres nuværende ejerandel af Nykredit skal have et udbytte på 0,5 kr. pr. aktie, for at få 600.000.000 kr. i udbytte⁸, som skal sendes videre til Nykredit i 2017, så de kan udbetales til kunderne (Sådan fungerer KundeKroner på sigt. Totalkredit. u.å.).

Udbyttebetalingen sættes derfor til 1,00 kr. pr. aktie, fordi Nykredit er afhængig af Foreningen Nykredits tilbageførsel af udbytte, for at kunne betale KundeKroner til låntagerne i Totalkredit. Derudover har Foreningen Nykredit den daglige drift,

⁸ Der tages ikke højde for skat i beregningen

donationer samt låneforpligtelser, som de skal afholde udgifterne til. Foreningen Nykredits indtægtskilde består primært af udbytte fra Nykredit. Derfor må det forventes at Nykredit efter en børsnotering årligt vil betale udbytte, med mindre at årets resultat langt fra lever op til forventningerne.

Derudover ændres forudsætningen for forrentningen af egenkapitalen for den stabile periode, til Nykredits gennemsnitlige forrentning af egenkapitalen i perioden 2012 til 2016, som har lagt på 3,80%. Markedsrisikopræmie ændres til 5,2% for den stabile periode, hvilket svarer til markedsrisikopræmien over en længere historisk periode (Saabye, Niki. 2003: s. 80). Ændringerne betyder et fald i aktiens værdi på 56,93%, til kurs 26,66 set i forhold til en estimeret kursværdi på 61,91. Formand for Foreningen Nykredit, Nina Smith har udtalt at et salg til en udenlandsk enhed vil betyde at foreningen kom til at sidde på en pengekasse på 40 mia. (Inside Business. 2017), hvilket svarer til at aktien ca. har en værdi på 33,56 ud fra foreningens nuværende ejerandel. Det vurderes derfor, at beregningerne, foretaget på baggrund af Nykredits historiske præstationer, svarer meget godt til omverdenens billede af Nykredits værdi.

Det ses i bilag 3, at Nykredit, ud fra forudsætningerne, ikke vil opfylde myndighedernes kapitalkrav, hvilket lægger restriktioner på koncernens mulighed for udbyttebetaling. Forudsætningerne i beregningen tager udgangspunkt i hvordan Nykredit hidtil har præsteret samt hvilke forventningerne de har givet markedet i form af udbyttebetalinger. Nykredit har ikke noget valg i forhold til opfyldelse af kapitalkravene, det er et nødvendigt onde, hvis Nykredit fortsat ønsker sin eksistens. Kapitalkravene, som de er kendt i dag betyder at Nykredit skal have kapital, som lever op til kravene. Manglende opfyldelse af kapitalkravene kan betyde restriktioner på, hvorvidt de må betales udbytte samt gives bonusser. Derfor vurderes det ikke, at det vil være muligt for Nykredit at fortsætte med den hidtidige drift samtidig med udbyttebetalingerne, da det vil påvirke deres egenkapital jf. bilag 3.

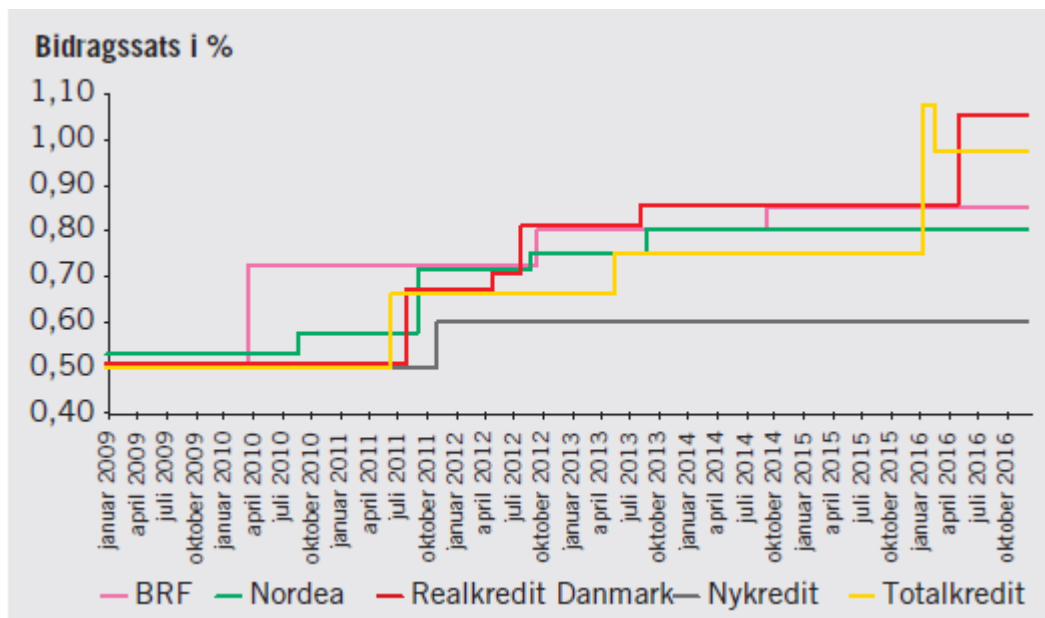
Nykredits begrundelse for at børsnotering er en nødvendighed, bunder i de kommende gulfkrav fra Basel Komitéen, som vil ramme en virksomhed, som Nykredit særdeles hårdt. Nykredit forventer at de skal have en egenkapital på 90 mia. kr. for at kunne opfylde kravene. En forøgelse af deres egenkapital, som også vil påvirke værdien. Her

ses i bilag 4, at en øget egenkapital vil bidrage positivt til Nykredits værdi under forudsætning af at egenkapitalen forrentes med 11% i perioden med høj vækst samt at resultatet efter skat ligger på 3.500 mio. kr. Her vil kursen ligge på 78,64.

Forudsætningerne i beregningen af værdien af Nykredit ud fra forskellige scenarier har stor betydning for den endelige værdi. Derfor kan der stilles spørgsmålstegn ved om Nykredit kan forrente deres egenkapital med 11% før skat, som er deres egen målsætning, når den gennemsnitlige forrentning af egenkapitalen i perioden 2012 til 2016 har lagt på 5% før skat. Det er en stigning på 120%. Nykredit forventer at kunne nå målet i gennem effektiviseringer og omkostningsreduktioner. Nationalbankdirektør Lars Rohde mener at bankernes egne mål for egenkapitalens forrentning er højere end aktionærernes, hvilket undrer ham, når bankerne siden krisen er blevet mere polstret og dermed mere sikre at investere i (Ritzau, Finans. 2016). For at sektorens forrentning af egenkapitalen kan forbedres, så kræver det at indtjeningen øges, hvilket kan være svært i en periode, hvor indtjeningen er under pres på de traditionelle bankforretninger. Så er der kun mulighed for at skrue på knapperne for gebyr og omkostningsreduktion, som Nykredit før har gjort brug af.

Storbanken Barclays vurderer at en børsnotering af Nykredit vil betyde bidragsstigninger for danskerne i omegnen af 8 mia. kroner årligt, fordi Nykredit hidtil har været den institution der har holdt bidragssatserne nede, da Nykredit, som det eneste realkreditinstitut, ikke er børsnoteret og derfor ikke har skulle levere gode afkast til eksterne aktionærer (Bentow, David. 2017d). Barclays forventer yderligere bidragsstigninger på 19%, hvis Nykredit skal leve op til deres eget mål om en egenkapitalforrentning på 11%. Barclays argumenter ydermere for, at hvis Nykredit hæver bidragssatserne, så følger de andre realkreditinstitutter efter, ligesom det tidligere er set (Christensen, P. O. & Rangvid, J. 2016b: s. 26).

Figur 10: Udvikling i bidragssatser siden 2009 på lån med variabel rente og afdrag



Note: Nyudlån til ejerboliger ved variabel rente med tre års funding (F3), afdrag og 0 - 80% belåning. Ændringer i bidragssatser vises inklusive KundeKroner ved første annoncering af ændringerne.

Kilde: Christensen, P. O. & Rangvid, J. 2016b: s. 26 figur 3

Nykredit vil i princippet kunne køre med en egenkapitalforrentning på 2,68% jf. tabel 13, hvis det udelukkende drejede sig om at sikre billig boligfinansiering til danskerne samt at opfylde myndighedernes kapitalkrav i gennem egen opsparing. Nykredit kender endnu ikke omfanget af de kommende kapitalkrav fra Basel Komitéen. Afhængig af gulvniveauet vurderer Nykredit, at de skal have egentlig kernekapital på 85-95 mia. kr. (Forventet yderligere kapitalregulering. Nykredit. 2016: s. 2). Nykredit har hidtil fra 2006 til 2016 haft et gennemsnitlig nettoresultat på 2.140 mio. kr., hvilket svarer til det fremtidige nødvendige nettoresultat, såfremt at Nykredits fokus udelukkende er på at opfylde de kommende Basel IV krav.

Tabel 13: Nykredits laveste forrentning af egenkapitalen⁹

I mio. kr.	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Nettoresultat	5329	1950	2002	2056	2111	2167	2225	2285	2346	2409
Egenkapital	70957	72856	74806	76809	78865	80976	83143	85369	87654	90000
ROE	7,51%	2,6767%	2,6767%	2,6767%	2,6767%	2,6767%	2,6767%	2,6767%	2,6767%	2,6767%

Kilde: Egen tilvirkning pba. Nykredit Realkredit-koncernens regnskab fra 2016

⁹ I beregningen tages der ikke højde for evt. ændringer i skattebetalinger samt evt. udbyttebetalinger.

Derudover vil Nykredit have mulighed for at honore medlemsbankerne med en mindre del i en periode, indtil Nykredit har kapital nok til at opfylde kravene fra Basel IV. I regnskabsåret 2016 sendte Totalkredit 2.293 mio. kr. retur til formidlerne (Totalkredit årsrapport 2016. Totalkredit 2017: s. 40 og 51) som provision for låneformidling (Totalkredit årsrapport 2016. Totalkredit 2017: s. 32). Det vil ikke være muligt at sløjfe provisionsbetalingen til formidlingsbankerne helt, da de igennem deres garantistillelser også påtager sig en del af risikoen, men det kunne forestilles at alle have en fælles interesse i, fortsat at sikre kunderne gode og konkurrencedygtige produkter til boligfinansiering og derfor i en periode kunne være indstillet på at modtage en lavere provisionsbetaling end hidtil, for at opbygge noget kapital i Nykredit, som medlemsbankerne også ejer en del af igennem selskabet PRAS A/S.

Nykredit bør altså have mulighed for selv at spare op til de kommende kapitalkrav, selvom de forbliver i den nuværende selskabsstruktur. Børsnotering er ikke nødvendigvis den eneste vej, formanden for Foreningen Nykredit Nina Smith peger på at et salg til en udenlandsk koncern også er en mulighed, men at det ikke umiddelbart vil gavne dansk realkredit, da de vil have andre interesse end at drive et dansk realkreditinstitut med så lav en pris for boligejerne som forsvarligt muligt (Inside Business. 2017).

Alternativt kan Nykredit gøre som hollandske Rabobank, reducere deres udlån, hvilket ikke vil være at foretrække for Danmark som helhed, da det nemt kan komme til at betyde, at Danmark bliver delt i to, i forhold til hvor der ønskes at yde lån, når det generelle udlån skal sænkes (Forventet yderligere kapitalregulering. Nykredit. 2016: s. 2). Idet Nykredit er et SIFI institut og markedsleder på realkredit delen i Danmark, vil det være at foretrække at Nykredit har adgang til kapital i markedet, såfremt det skulle blive nødvendigt. Dog vil en børsnotering med en forening som majoritetsejer, hvor der udbetales KundeKroner, stadigvæk være at foretrække frem for den model som de øvrige realkreditinstitutter i Danmark kører efter, da en analyse foretaget af Professor Jesper Rangvid og Professor Peter Ove Christensen konkluderer at konkurrencen vil være større, som smitter positivt af på gebyrerne, som vil være lavere på realkreditlån ved at Nykredit fortsat har en forening som majoritetsejer og udbetaler KundeKroner (Christensen, P. O. & Rangvid, J. 2016b).

Hvis Nykredit i forbindelse med en børsnotering vælger at udstede flere aktier, så vil det have en negativ påvirkning på deres kurs. Umiddelbart kan det tyde på at de nuværende aktionærer sælger en del af deres aktier til øvrige investorer (Inside Business. 2017). Nykredit forventer først selv, at en børsnotering kan blive en realitet, når tre kriterier er opfyldt: Når Nykredit har haft en forberedelsestid på 12-24 måneder, de kommende Basel IV krav er kendt og markedet er klar til nye aktieudstedelser (Forventet yderligere kapitalregulering. Nykredit. 2016: s. 2).

7.1.1 Delkonklusion

Nykredit mener selv at den eneste løsning på deres kapitalbehov er en børsnotering, men der kan dog også være andre alternativer eksempelvis at fortsætte som hidtil og selv generer opsparingen til de kommende kapitalkrav, som Nykredit alt andet lige kan leve op til, hvis de kører virksomheden som de har gjort indtil nu og i gennemsnit forrenter deres egenkapital med 2,68% årligt efter skat. Det er nok til at Nykredit i 2025 vil kunne have en egenkapital på 90 mia. kr., som Nykredit forventer bliver en nødvendighed når Basel IV bliver en realitet. Det kan derfor argumenteres for, at en forrentning af egenkapitalen i Nykredit på 11% før skat har lange udsigter, samt at sektorens forventning til høj forrentning af egenkapitalen i sektoren ikke står mål med den risiko som investorerne løber. Nykredit vil på baggrund af deres tidligere præstationer få yderst svært ved at levere en egenkapitalsforrentning på 11%, som er deres egen målsætning, på trods af, at de er tungest på realkreditdelen og stadigvæk har et mål om at sikre billig boligfinansiering til hele Danmark.

Analysen af Nykredit, foretaget ud fra hvad de tidligere har forrentet deres egenkapitalen med, samt deres nettoindtjening sammenholdt med forventninger om udbytte, viser at Nykredit vil komme i problemer i forhold til at leve op til myndighedernes kapitalkrav, hvorfor Nykredit er nødt til at præstere bedre, for at kunne opfylde de krav de selv stiller, men som kommende aktionærer også vil stille. Ellers vil Nykredits model med børsnotering og KundeKroner ikke kunne hænge sammen, hvilket vil få store konsekvenser for de danske boligejere da de så ikke vil modtage KundeKroner og dermed vil de komme til at betale mere for deres realkreditlån end de umiddelbart er stillet i udsigt. En langvarig periode hvor Nykredit ikke er i stand til at udbetale KundeKroner vil forventeligt få de øvrige udbydere af realkreditlån til at hæve

prisen yderligere, så boligkunderne i sidste ende bliver de store tabere i Nykredits
børsplaner.

8. Værdiansættelse ud fra børsnøgletal

I det tidligere afsnit, blev der udarbejdet en værdiansættelse ud fra equity cash flow-modellen. I dette afsnit vil der blive suppleret med en analyse af børsnøgletal. Ud fra disse nøgletal, vil der gives en identifikation af om aktien er over- eller undervurderet. Der sammenlignes med de fire andre SIFI-institutter, dog ikke DLR kredit da de er ejet af lokale og regionale pengeinstitutter, herudover opfylder DLR kredit ikke selv kravene til at være et SIFI institut, men de er udpeget på individuelt grundlag (Årlig udpegnings af SIFI-institutter, Finanstilsynet, 2016).

Grunden til sammenligningen er, at det giver et bedre og mere retvisende billede, når Nykredit sammenlignes med lignende institutter, der skal efterleve de samme kapitalkrav som Nykredit. Det skal dog pointeres at der er forskel på SIFI-institutternes størrelse, men det vurderes, at det er det som giver det mest retvisende billede, da de er underlagt de samme lovmæssige krav. Når disse sammenlignes, så er det vigtigt at vurdere om risikoen på forskellige aktier er på samme niveau, hvilket kan være svært at forudsige. Da alle er store institutter i Danmark, vurderes de til at være relativt sammenlignelige, med risici på nogenlunde samme niveau.

Et andet parameter som spiller en rolle er den forventede vækst, for før en investor er villig til at købe en aktie, er det med henblik på at få en gevinst. Dette kan der være stor forskel på, da ingen ved om nogle af institutterne går med planer om noget nyt, men som udgangspunkt forventes væksten at være på samme niveau. Det kunne være som DLR kredit, hvor ordførende direktør, Anders Dam fra Jyske Bank, er ude at anbefale dem at gå ind i kampen om private kunder, hvilket alt andet lige vil kunne resultere i vækst og dermed tage kunder fra de andre realkreditinstitutter (Børsen, 2017). Det vil skabe en øget konkurrence på realkreditmarkedet, da andre banker der i dag typisk samarbejder med Totalkredit vil have mulighed for at udvikle deres egne bankboliglån og så funde sig i DLR kredit. Umiddelbart er medlemsbankerne ikke klar på at have flere alternativer til de Totalkreditlån, som de tilbyder deres kunder i dag. En strateg fra Saxo Bank mener desuden, at de nye Basel krav til SIFI bankerne kan være med til at stoppe vækstpotentialet (Børsen, 2013). Dermed bliver det sværere for SIFI institutterne at vækste og derfor vurderes det, at sammenligningen mellem SIFI institutterne er retvisende, da de alle er underlagt Basel kravene.

8.1 K/I

K/I er en forkortelse af kurs indre værdi og er et nøgletal, som beskriver hvor meget en investor er villig til at betale for 1 kroners egenkapital i selskabet. En høj K/I kan være et faresignal om at aktien er prissat for højt og en lav K/I kan være et signal om at aktien kan handles billigt. Jo lavere K/I en virksomhed har, jo mere stabil anses virksomheden at være. For det meste er det banker og større virksomheder som har en lav K/I, da de har meget indre værdi og derfor er en mere sikker aktie, da de anses for at have sværere ved at gå konkurs (investering.dk, u.å.). En anden årsag til at bankers K/I er tættere på 1, end andre typer virksomheder, er at bankernes aktiver er lettere at realisere og værdiansætte, da en stor del af deres aktivmasse er kontanter som bliver bogført til markedsværdien (Christensen, Michael, 2014: s.193). Andre typer virksomheder har større investeringer i produktionsanlæg og har bundet meget kapital i varelager, som råvarer, materialer og færdigproducerede varer. Disse aktiver bliver ofte bogført til en lavere værdi end markedsværdien, da bogføringen er underlagt lovkrav de skal leve op til (IAS - 2 varebeholdning, u.å.: s. 23).

$$\text{Beregningen af K/I: } \frac{\text{Kurs}}{\text{Indre værdi pr. aktie (IV)}}$$

$$\text{Indre værdi pr. aktie (IV): } \frac{\text{Egenkapitalen}}{\text{Antal aktier}}$$

Tabel 14 - Kurs/Indre værdi

I mio. kr.	Nykredit	Danske Bank	Nordea	Jyske Bank	Sydbank
Egenkapitalen	70957,00	166615,00	240806,30	32514,00	11757,00
Antal aktier	1326,00	984,00	4049,00	95,04	72,24
Indre værdi pr. Aktie (IV)	53,51	169,32	59,47	342,11	162,75
Kurs	61,91 *	235,10	78,65	353,00	243,2
Indre værdi pr. Aktie (IV)	53,51	169,32	59,47	342,11	162,75
Kurs / indre værdi	1,16	1,39	1,32	1,03	1,49

*Nykredits kurs er den teoretiske kurs som fremkommer af beregningerne i foregående afsnit.

Kilde: Egen tilvirkning pga. Nykredits og de andre SIFI institutternes årsrapporter 2016 og kursdata fra d. 9.april 2017 (Se bilag 5).

I ovenstående tabel beregnes K/I for alle SIFI institutterne, dog ikke DLR kredit. Ud fra tabellen ses det, at Jyske Banks investorer er dem, som er villige til at betale mindst for en kroners egenkapital, herefter kommer Nykredits investorer, som er villige til at give

1,16 for en kroners egenkapital. Det kan derfor siges at aktien er en smule overvurderet, da investorerne er villige til at give mere end den reelle værdi, hvilket ses ved alle SIFI institutterne. Grunden til denne tendens kan være, at det er fem af danmarks SIFI institutter, det vil altså sige, at det er alt andet lige svære, at lave et meget stort afkast, men omvendt er der heller ikke lige så stor risiko for dårligt afkast, det må forventes at være nogenlunde stabilt. Efter Nykredit, kommer Nordea på 1,32, Danske Bank på 1,39 og til sidst Sydbanks investorer som er villige til at give mest da de køber til en K/I på 1,49.

8.2 P/E

P/E står for price earning og betyder hvor meget investor er villig til at betale for 1 kroners overskud. Det vil sige, at hvis en virksomhed har en P/E på 10, så betyder det at investor betaler 10 kroner for 1 kroners overskud. Dette nøgletal bruges til at vurdere om en aktie er over- eller undervurderet. (investering.dk, u.å.). Når man bruger P/E så er det for det meste, når der sammenlignes med sammenlignelige virksomheder indenfor samme branche. Der er i denne opgave valgt at sammenligne med de fire andre SIFI- pengeinstitutter. Når der sammenlignes kigges der på hvor høj en P/E de har, da denne indikerer investorernes forventninger til fremtidigt afkast. Hvis P/E er lav, så kan 1 kroners overskud købes billigt, men under forudsætning af, at markedet har prissat aktien korrekt, så indikerer en lav P/E også en højere risiko. Hvis en investor køber en aktie med høj P/E, så er det fordi investorer spekulerer i at indtjeningen stiger i fremtiden (Price-Earnings Ratio – P/E værdi – Kursindtjeningsforhold. Invested.dk).

Formle for P/E:
$$\frac{\text{Kurs}}{\text{Resultat pr. aktie (RA)}}$$

Resultat pr. aktie (RA) beregnes som:
$$\frac{\text{Årets nettoresultat}}{\text{Antal aktier}}$$

Tabel 15 - Price/Earing

I mio. kr.	Nykredit	Danske Bank	Nordea	Jyske Bank	Sydbank
Årets nettoresultat	5329,00	19858,00	27981,38	3116,00	1869,00
Antal aktier	1326,00	984,00	4049,00	95,04	72,24
Resultat pr. Aktie (RA)	4,02	20,18	6,91	32,79	25,87
Kurs	61,91 *	235,10	78,65	353,00	243,20
Resultat pr. Aktie (RA)	4,02	20,18	6,91	32,79	25,87
P/E-værdi (Price/Earing)	15,40	11,65	11,38	10,77	9,40

*Nykredits kurs er den teoretiske kurs som fremkommer af beregningerne i foregående afsnit.

Kilde: Egen tilvirkning pga. Nykredits og de andre SIFI institutternes årsrapporter 2016 og kursdata fra d. 9.april 2017 (Se bilag 5).

I tabel 15 ses det at P/E for Nykredit er langt den dyreste og dermed er deres investorer villige til at give 15,40 for en kroners overskud, hvilket kan betyde at aktien er overvurderet i forhold til de andre konkurrenter, dog ligger den ikke meget over de andre SIFI institutters P/E, hvorfor der så kan konkluderes, at aktien måske er lidt overvurderet, men fortsat giver et retvisende billede af hvor Nykredits kurs vil være. P/E er meget påvirkelig i forhold til kursen. Alle kursdata, som der er brugt er fra d. 9. april 2017, så hvis kursen var lav eller høj den dag, vil det have stor påvirkning på P/E. Den gennemsnitlige P/E på de fem ovenstående banker er på 11,72 og Nykredit har en P/E på 15,40. Det skal dog pointeres at Nykredit er den eneste af ovenstående institutter, som ikke er børsnoteret og da Nykredit er langt større på realkredit delen, må aktien dermed anses som mere stabil end de andre.

8.3.1 Delkonklusion

Nykredit er dem som har den højeste P/E ud af de institutter som der sammenlignes med. Umiddelbart virker det derfor til at Nykredit er overvurderet i forhold til de andre, også taget i betragtning af den shitstorm som Nykredit var igennem i foråret 2016. K/I derimod ligger i den lave ende af de institutter som der sammenlignes med, det betyder derfor at der vil gives mindre for en kroners egenkapital.

Som tidligere nævnt kan der være nogle af de konkurrerende institutter som arbejder på noget nyt, som vil kunne skabe noget konkurrence i markedet. Hvis Anders Dam får DLR kredit til at gå med ind på privatmarkedet, og dermed funde andre bankers BankBoliglån, vil det eventuelt kunne påvirke Totalkreditsamarbejdet, hvilket der

tidligere i SWOT analysen, af Nykredit, er belyst som en trussel. Det vil betyde en øget konkurrence på bidragssatserne til gavn for boligejerne.

Konklusion

Nykredit er Danmarks største udsteder af realkreditlån, med en markedsandel på over 40%, hvilket gør dem til markedsledere. Nykredit leverer i 2016 et historisk regnskab der særligt er drevet af salg af koncernens to hovedsæder, bidragsstigninger og en reduktion af omkostningerne ved at skære medarbejderstaben ned. Nykredit har et stort fokus på digitalisering, som de også forventer kan være med til at nedsætte deres omkostninger, samt give dem nye muligheder. Derfor har Nykredit indledt et samarbejde med Lunar Way.

Nykredit er presset i et marked med lave renter, hvor indtægterne på de traditionelle bankforretninger er faldende. Derfor fokuseres der på andre områder, som kan sikre koncernen en fremtidig indtjening. De cylinder som i dag driver indtjeningsmotoren er gebyrindtægter, lavere nedskrivninger, bidrag og renteindtægter. Derfor er det særligt vigtigt med loyale kunder samt relationer til kunderne, tendensen går dog mod en mindre kundeloyalitet, hvor imod bankerne er blevet mere opmærksomme på betydningen af den proaktive kontakt, for at knytte kunder tættere til koncernen.

Nykredit Bank har været en bekostelig affære for Nykredit koncernen, hvor koncernen på nuværende tidspunkt har brugt 17,6 mia. kr. på deres banksatsning. Nykredit Banks regnskaber er stærkt påvirket af de reteswapsaftaler som Nykredit indgik i årene op til finanskrisen. Derfor er det i dag, stort set renten, der bestemmer hvorvidt Nykredit Bank leverer et positivt regnskab eller ej. Nykredit Bank står for 32% af koncernens samlede risikoeksponeringer, selv om bankens udlån kun udgøre 5% af koncernens samlede udlån. Nykredit ønsker fortsat at satse stort på deres bankeventyr, hvilket de blandt andet understreger med deres strategi Winning the Double. som skal få flere helkunder til koncernen.

Øget regulering af sektoren gør at Nykredit er nødt til at tænke anderledes, særligt er der sket et øget fokus på compliance delen, da der ellers kan ventes store bøder, såfremt koncernen ikke overholder den gældende lovgivning. Der er derfor en række udefra kommende faktorer, som påvirker den måde hvorpå Nykredit skal drive forretning. Tilsynets reguleringer påvirker Nykredits muligheder for at tjene penge, fordi der laves

begrænsninger på hvor meget udlån der må ligge i kort funded lån, samt krav fra EU der kan betyde at Nykredit skal sætte endnu mere kapital til side, for fortsat at kunne få lov at vækste på udlån samt bevarer deres nuværende forretningsomfang med danskerne. Nykredit vil fortsat gerne have mulighed for udlånsvækst og de har derfor styrket Totalkreditsamarbejdet med mulighed for at medlemsbankerne kan tilbyde erhvervslån gennem Totalkreditsamarbejdet, hvilket har givet en større konkurrencefordel og dermed en merindtjening til Nykredit koncernen. Jyske Banks ordførende direktør Anders Dam, er ude at opfordre DLR kredit, til at går ind på det private markedet med bankboliglån, så andre banker, der i dag samarbejder med Totalkredit, har mulighed for at funde deres lån igennem DLR kredit. Dette kan blive en konkurrent for Nykredit. Der ses dog lige nu på nogle lovændringer, på realkreditområdet, der kan stoppe udlån via bankboliglån, hvilket kun er til Nykredits fordel. Nykredit vil i princippet også selv have mulighed for at tilbyde funding af bankboliglån i gennem Totalkredit til medlemsbankerne, men det er ikke umiddelbart et interesseområde for Nykredit, da det vil øge konkurrencen på markedet, hvilket kan være med til at presse priserne.

Nykredit var i foråret 2016 i en medie shitstorm grundet bidragsstigninger, hvilket fik flere kunder til at søge andre alternativer. Nykredit lancerede dog kort efter, de annoncerede bidragsstigninger, fordelmodellen KundeKroner, som skal sikre kunderne i Totalkredit fortsat konkurrencedygtige priser. Nykredit begrundede bidragsstigninger med at kommende, endnu ukendte, kapitalkrav vil øge koncernens kapitalbehov, hvorfor det var nødvendigt at bryde med deres nuværende ejerstruktur som forening og blive et børsnoteret selskab.

Nykredit forbereder sig lige nu til børsnoteringen ved at have fokus på digitalisering og effektivisering, samt øge deres indtjening, for at se mere attraktiv ud overfor kommende investorer. Det er ikke en mulighed for Nykredit, at reducere deres egenkapital, for på den måde at forbedre nøgletallene. Nykredit skal leve op til kravene i CRD IV og CRR, hvorfor det er nødvendigt med en stor andel af egentlig kernekapital.

Forrentningen af egenkapitalen på 11% før skat, som Nykredit selv forventer, kan være yderst svært for Nykredit at efterleve, da koncernens gennemsnitlige forrentning over de seneste år har lagt i et niveau omkring 5%. Ud fra Nykredits egne forventninger til

deres egenkapitalsforrentning sammen med et godt indtjeningsår i 2016 vil Nykredit under de forudsætninger have en værdi pr. aktie på 61,91. Hvorimod værdien vil være 26,66 såfremt forudsætninger holdes på det niveau, som Nykredit hidtil har præsteret, hvilket er i fin tråd med formanden for Foreningen Nykredit udtalelser omkring værdien ved et salg til en udenlandsk koncern. Price earning er høj hos Nykredit når der sammenlignes med de andre SIFI institutter, hvilket derfor kan tyde på at kursen på de 61,91 for Nykredit er overvurderet i forhold til sammenlignings institutterne. Ud fra værdiansættelsen ud fra forskellige scenarier ses det, at kursen vil falde væsentligt, når der antages at Nykredit skal udbetale udbytte samt ikke formår at præstere bedre end de har gjort historisk. Foreningen Nykredit er afhængige af at modtage udbytte fra Nykredit koncernen, for at kunne sende pengene retur til koncernen igen, så de kan gives videre til kunderne, som rabat i form af KundeKroner. Den model kan ikke hænge sammen, såfremt Nykredit ikke formår at levere en højere forrentning af deres egenkapital i det marked de operere i dag, derfor er Nykredit nødt til at gøre sig yderligere tanker omkring koncernens fremtid inden en børsnotering.

Litteraturliste

Andersen, F. R. & Jensen, B. W. & Jepsen, K. & Olsen, M. R. & Schmalz, P. (2012)

International markedsføring. København K: Trojka / Gads Forlag A/S.

Andersen, Lene. (2016) Er du enig? Så tilfredse er kunderne i din bank: , 2016. Fundet d.

03/08/2017 på <http://finans.dk/live/privatokonomi/ECE9177193/er-du-enig-saa-tilfredse-er-kunderne-i-din-bank/?ctxref=ext>

Bentow, David. (2015) Et formentligt bomstærkt regnskab for Nykredit Bank vil understrege bankens problemer: *FINANSWATCH*, 2015. Fundet d. 04/16/2017 på

<http://finanswatch.dk.zorac.aub.aau.dk/secure/Finansnyt/Realkredit/Nykredit/article7943255.ece>.

Bentow, David. (2016) Højesteretsafgørelse vil give hovedpine i finanssektoren:

FINANSWATCH, 2016. Fundet d. 04/17/2017 på

<http://finanswatch.dk.zorac.aub.aau.dk/secure/Finansnyt/Realkredit/Nykredit/article8647310.ece>.

Bentow, David. (2017)a Ludfattig Nykredit-forening må gå tiggergang til Totalkredit-banker:

FINANSWATCH, 2017. Fundet d. 03/25/2017 på

<http://finanswatch.dk.zorac.aub.aau.dk/secure/Finansnyt/Realkredit/Nykredit/article9347968.ece>.

Bentow, David. (2017)b Derfor er gulvet ved at forsvinde under hårdere krav til dansk

realkredit: *FINANSWATCH*, 2017. Fundet d. 03/19/2017 på

<http://finanswatch.dk.zorac.aub.aau.dk/secure/Finansnyt/article9430543.ece>

Bentow, David. (2017)c Nykredit: Ingen overvejelser om at sælge bankforretning:

FINANSWATCH, 2017. Fundet d. 04/16/2017 på

<http://finanswatch.dk/Finansnyt/Realkredit/Nykredit/article9279911.ece>.

Bentow, David. (2017)d Medie: Nykredit-børsnotering kan give bidragsstigninger på op til 8

mia. kr. årligt: *FINANSWATCH*, 2017. Fundet d. 04/09/2017 på

<http://m.finanswatch.dk/?article=9426803>.

Bentow, D. & Mandrup, M. (2016) Lars Rohde giver lunken støtte til Nykredits kapitaljagt:

FINANSWATCH, 2016. Fundet d. 01/27/2017 på

<http://finanswatch.dk/secure/Finansnyt/article8515874.ece>

Bentow, D. & Houmann, A. L. (2016) Hvor ondt gør det at ramme et gulv?: *FINANSWATCH*, 2016. Fundet d. 04/22/2017 på

<http://finanswatch.dk.zorac.aub.aau.dk/secure/Finansnyt/article8545724.ece>.

Christensen, Michael. (2014) Aktieinvestering - teori og praktisk anvendelse. København K: Jurist- og økonomforbundets forlag.

Christensen, P. O. & Rangvid, J. (2016)a Postyret om Nykredit: *FINANS/INVEST*, 2. udgave, 2016.

Christensen, P. O. & Rangvid, J. (2016)b Hvad hvis Nykredit gør som RD?: *FINANS/INVEST*, 3. udgave, 2016.

Damodaran, Aswath. (u.å.). Financial Service firms. *Damodaran Online*. Fundet [04/08/2017]. På [www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/eqexret.xls].

Erhvervsministeriet, 2017. *Bekendtgørelse af lov om finansiel virksomhed*. LBK nr 174 af 31/01/2017. Kapitel 10 og 11.

Fremmen, M. B. (2015) Nykredit Bank sænker priserne med nyt kundeprogram:

FINANSWATCH, 2015. Fundet d. 01/26/2017 på

<http://finanswatch.dk/Finansnyt/Pengeinstitutter/article7497276.ece>

Hansen, J. C. (2013) Nykredit gør klar til bankfremstød: *Berlinske Business*, 2013. Fundet d. 01/30/2017 på <http://www.business.dk/oekonomi/nykredit-goer-klar-til-bankfremstoed>

Hardø, Linda. (2016) Regnskab viser chokudvikling i Nykredit Bank: *Økonomisk Ugebrev*, 2016. Fundet d. 04/16/2017 på <http://flashnews.ugebrev.dk/regnskab-viser-chokudvikling-nykredit-bank/>.

Hjortshøj-Nielsen, H. & Sørensen, D. (2016) Nødvendige bidrags- og kapitalforhøjelser:

FINANS/INVEST, 2. udgave, 2016. Fundet d. 01/27/2017

Houmann, A. L. (2016)a Nykredits topchef: "Intet er helligt": *FINANSWATCH*, 2016. Fundet d. 01/27/2017 på

<http://finanswatch.dk.zorac.aub.aau.dk/secure/Finansnyt/Realkredit/Nykredit/article8415705.ece>

Houmann, A. L. (12/30/2016)b. Stormfuldt år for realkredit i 2016 - dramaet er ikke ovre. *FINANSWATCH*. Fundet [03/08/2017]. På

<http://finanswatch.dk/Finansnyt/Realkredit/article9257175.ece>

Houmann, A. L. (02/08/2017)c Totalkredit er Nykredits pengemaskine: *FINANSWATCH*, 2017.

Fundet d. 03/10/2017 på

<http://finanswatch.dk.zorac.aub.aau.dk/secure/Finansnyt/Realkredit/Totalkredit/article9348873.ece>

Houmann, A. L. & Bentow, D. (2016) Konkursbegæring kan sikre Nykredit mod milliardtab:

FINANSWATCH, 2016. Fundet d. 04/17/2017 på

<http://finanswatch.dk.zorac.aub.aau.dk/secure/Finansnyt/Realkredit/Nykredit/article9219184.ece>.

Iversen, C. & Brahm, K. (2015)a Nykredits bank koster boligkunderne dyrt: *FINANS*, 2015.

Fundet d. 01/26/2017 på [http://finans.dk/finans/finans/ECE8187147/Nykredits-bank-koster-](http://finans.dk/finans/finans/ECE8187147/Nykredits-bank-koster-boligkunderne-dyrt/?ctxref=ext)

[boligkunderne-dyrt/?ctxref=ext](http://finans.dk/finans/finans/ECE8187147/Nykredits-bank-koster-boligkunderne-dyrt/?ctxref=ext)

Iversen, C & Brahm, K. (2017)b Ny lov kan slagte Jyske Banks populære boliglån: *Jyllands*

Posten Finans, 2017. Fundet d. 03/08/2017 på [http://finans.dk/finans2/ECE9402805/ny-lov-](http://finans.dk/finans2/ECE9402805/ny-lov-kan-slagte-jyske-banks-populaere-boliglaan/?ctxref=ext)

[kan-slagte-jyske-banks-populaere-boliglaan/?ctxref=ext](http://finans.dk/finans2/ECE9402805/ny-lov-kan-slagte-jyske-banks-populaere-boliglaan/?ctxref=ext)

Iversen, C. & Brahm, K. (2015)c Nykredits bank koster boligkunderne dyrt: *Jyllands Posten*

Finans, 2015. Fundet d. 03/25/2017 på [http://finans.dk/finans/finans/ECE8187147/Nykredits-](http://finans.dk/finans/finans/ECE8187147/Nykredits-bank-koster-boligkunderne-dyrt/?ctxref=ext)

[bank-koster-boligkunderne-dyrt/?ctxref=ext](http://finans.dk/finans/finans/ECE8187147/Nykredits-bank-koster-boligkunderne-dyrt/?ctxref=ext)

Iversen, C. & Brahm, K. (2016) Kritikere raser: Nykredits fejlslagne bankeventyr er skyld i

børsnoteringen: *Jyllands Posten Finans*, 2016. Fundet d. 04/19/2017 på

<http://finans.dk/finans/finans/ECE9228350/kritikere-raser-nykredits-fejlslagne-bankeventyr-er-skyld-i-boersnoteringen/?ctxref=ext>.

Just Andresen, J. (2015) *Finansiell risikostyring*. København K: Jurist- og Økonomforbundets Forlag.

Koller, T. & Goedhart, M. . & Wessels, D. (2010) *Valuation*. United States of America: Wiley.

Langer, Morten. (2016) Repræsentanter uvidende om hul i Nykredit Bank: *Økonomisk Ugebrev*,

2016. Fundet d. 04/16/2017 på [http://flashnews.ugebrev.dk/repraesentanter-uvidende-hul-](http://flashnews.ugebrev.dk/repraesentanter-uvidende-hul-nykredit-bank/)

[nykredit-bank/](http://flashnews.ugebrev.dk/repraesentanter-uvidende-hul-nykredit-bank/).

Pedersen, T. B. (2010) Nykredit taber milliarder på Forstædernes Bank: *Børsen*, 2010. Fundet d.

01/26/2017 på

http://penge.borsen.dk/artikel/1/176401/nykredit_taber_milliarder_paa_forstaedernes_bank.htm

[l](http://penge.borsen.dk/artikel/1/176401/nykredit_taber_milliarder_paa_forstaedernes_bank.htm)

Plesner, Morten. (2015) Regnskab: Jyske Bank skuffer analytikerens forventninger:

FINANSWATCH, 2015. Fundet d. 04/06/2017 på

<http://finanswatch.dk/Finansnyt/Pengeinstitutter/article7476972.ece>.

Raaballe, J. & Jeppesen, M. H. & Sahin, S. (2014) Danske børsnoterede bankers indtægtsog omkostningsstruktur under forvandling: *FINANS INVEST*, 2014. Fundet d. 03/10/2017.

Rasmussen, Carsten. (2015) Vi er skabt af mursten: *Nykreds temablad*, januar (2015). Fundet d. 01/30/2017 på

https://www.finansforbundet.dk/da/Kredse/Nykreds/Publikationer/NYKREDS_TEMAbld_For_andringer.pdf

Ritzau, Finans. (2016) Rohde: Bankernes mål for afkast er højere end aktionærernes:

FINANSWATCH, 2016. Fundet d. 04/09/2017 på

<http://finanswatch.dk/Finansnyt/Pengeinstitutter/article8765521.ece>.

Saabye, Niki. (2003) Risikopræmien på aktier: *Nationalbanken*, 2003. Fundet d. 04/08/2017 på

http://www.nationalbanken.dk/da/publikationer/Documents/2003/02/2003_KVO1_ris73.pdf.

Seerup, T. J. (2016) Nykredit vender underskud til milliardplus - tjener kassen på boliglån: *TV2*

Business, 2016. Fundet d. 03/25/2017 på [http://nyheder.tv2.dk/business/2016-02-11-nykredit-](http://nyheder.tv2.dk/business/2016-02-11-nykredit-vender-underskud-til-milliardplus-tjener-kassen-paa-boliglaan)

[vender-underskud-til-milliardplus-tjener-kassen-paa-boliglaan](http://nyheder.tv2.dk/business/2016-02-11-nykredit-vender-underskud-til-milliardplus-tjener-kassen-paa-boliglaan)

Sehested, Christian . (2016) Troels Lund: Finanssektorens kæmper skal være på børsen:

FINANSWATCH, 2016. Fundet d. 01/27/2017 på

<http://finanswatch.dk.zorac.aub.aau.dk/secure/Finansnyt/article8521426.ece>.

Sørensen, Ole . (2012) Regnskabsanalyse og værdiansættelse - En praktisk tilgang. : Gjellerup.

Thorup Kristensen, Sten. (06/10/2015). Sådan beregner du beta. *Penge og privatøkonomi*.

Fundet [04/06/2017]. På [<https://penge.dk/investering/sadan-beregner-du-beta>].

(01/19/2009). FAKTA: Egenkapital, hybrid kernekapital og supplerende kapital. *Berlinske*

Business. Fundet [04/22/2017]. På [[http://www.business.dk/finans/fakta-egenkapital-hybrid-](http://www.business.dk/finans/fakta-egenkapital-hybrid-kernekapital-og-supplerende-kapital)

[kernekapital-og-supplerende-kapital](http://www.business.dk/finans/fakta-egenkapital-hybrid-kernekapital-og-supplerende-kapital)].

(09/01/2013). Nye kapitalkrav til pengeinstitutter. *Deloitte*. Fundet [04/22/2017]. På

[[https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/dk/Documents/financial-services/Nye-](https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/dk/Documents/financial-services/Nye-kapitalkrav-til-pengeinstitutter.pdf)

[kapitalkrav-til-pengeinstitutter.pdf](https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/dk/Documents/financial-services/Nye-kapitalkrav-til-pengeinstitutter.pdf)].

(03/06/2014). Højesterets dom sag 351/2012 . *Højesterets afgørelser*. Fundet [01/26/2017]. På

[<http://www.hoejesteret.dk/hojesteret/nyheder/Afgorelser/Documents/351-12.pdf>].

- (03/08/2014). Price-Earnings Ratio – P/E værdi – Kursindtjeningsforhold. *Invested.dk*. Fundet [04/10/2017]. På [<http://www.invested.dk/encyclopedia/price-earnings-ratio/>].
- (12/02/2014). Tilsynsdiamanten for realkreditinstitutter. *Finanstilsynet*. Fundet [03/28/2017]. På [<https://finansstilsynet.dk/da/Nyheder-og-Presse/Pressemeddelelser/Arkiv/Presse-2014/Pressemeddelelse-tilsynsdiamant-realkreditinstitutter-021214>]
- (02/04/2015). Tilsynsdiamanten for realkreditinstitutter. *Finanstilsynet*. Fundet [03/28/2017]. På [<https://finansstilsynet.dk/Tilsyn/Tilsynsdiamanten-for-realkreditinstitutter>].
- (10/20/2015). Meddelelse om fastsættelse af SIFI-bufferkrav for 2016. *Erhvervsministeriet*. Fundet [04/22/2017]. På [<http://em.dk/nyheder/2015/15-10-20-sifibufferkrav>].
- (04/02/2016). Nykredit planlægger børsnotering. *Nykredit pressemeddelelse*. Fundet [01/27/2017]. På [<https://www.nykredit.dk/staticcontent/files/nykredit-planlaegger-boersnotering-04022016.pdf>].
- (04/06/2016). Forventet yderligere kapitalregulering. *Nykredit*. Fundet [04/22/2017]. På [<https://www.nykredit.dk/staticcontent/files/yderligere-kapitalregulering-060416.pdf>].
- (06/17/2016). Hvidvaskafgørelser. *Finanstilsynet*. Fundet [03/08/2017]. På [[https://www.finanstilsynet.dk/Tilsyn/Information-om-udvalgte-tilsynsomraader/Hvidvask/Praksis-afgoerelser-of-fortolkninger?searchString=&facets=\(\)&options=\(take:20\)\(skip:0\)\(sort:date-desc\)](https://www.finanstilsynet.dk/Tilsyn/Information-om-udvalgte-tilsynsomraader/Hvidvask/Praksis-afgoerelser-of-fortolkninger?searchString=&facets=()&options=(take:20)(skip:0)(sort:date-desc))].
- (06/26/2016). Årlig udpegning af SIFI-institutter. *Finanstilsynet*. Fundet [04/19/2017]. På [<https://www.finanstilsynet.dk/da/Nyheder%20og%20presse/Pressemeddelelser/2016/PM-Aarlig-udpegning-af-SIFI-institutter>].
- (11/10/2016). KVARTALSRAPPORT – NYKREDIT REALKREDIT-KONCERNEN 1. JANUAR – 30. SEPTEMBER 2016. *Nykredit pressemeddelelse*. Fundet [03/09/2017]. På [<http://www.nykredit.dk/staticcontent/files/nykredit-realkredit-1.-3.-kvarstal-2016-10112016.pdf>]
- (11/21/2016). Fra fælles direktiv til dansk lov. *EU-oplysningen*. Fundet [03/08/2017]. På [<http://www.eu.dk/da/danmark-i-eu/euret-i-danmark/faelles-regler-til-dansk-lov>].
- (02/02/2017). Uddrag af årsrapport 2016. *Danske Bank*. Fundet [04/06/2017]. På [<https://www.danskebank.com/da-dk/ir/Documents/2016/Q4/aarsrapport2016.pdf>].
- (02/07/2017). Totalkredit årsrapport 2016. *Totalkredit*. Fundet [04/15/2017]. På [https://www.totalkredit.dk/globalassets/documents/investor/aars_og_kvartalsrapporter/07022017_aarsrapport_2016.pdf].

- (02/07/2017). Risiko- og kapitalstyring 2016. *Nykredit*. Fundet [04/15/2017]. På [\[https://www.nykredit.dk/staticcontent/files/risiko-og-kapitalstyring-2016.pdf\]](https://www.nykredit.dk/staticcontent/files/risiko-og-kapitalstyring-2016.pdf).
- (04/08/2017). DANSKE STAT 2025, *Nasdaq*. Fundet [04/08/2017]. På [\[http://www.nasdaqomxnordic.com/bonds/denmark/microsite?Instrument=XCSEDANSKE_STAT_2025\]](http://www.nasdaqomxnordic.com/bonds/denmark/microsite?Instrument=XCSEDANSKE_STAT_2025).
- (02/09/2017). Øget konkurrence om private banking-kunder. *Finanstilsynet*. Fundet [03/08/2017]. På [\[https://www.finanstilsynet.dk/da/Nyheder-og-Presse/Pressemeddelelser/2017/PM-Oeget-konkurrence-om-private-banking-kunder-090217\]](https://www.finanstilsynet.dk/da/Nyheder-og-Presse/Pressemeddelelser/2017/PM-Oeget-konkurrence-om-private-banking-kunder-090217).
- (02/13/2017). Vækst i BNP. *Folketinget EU-oplysningen*. Fundet [04/08/2017]. På [\[http://www.eu.dk/da/fakta-om-eu/statistik/vaekst-i-bnp\]](http://www.eu.dk/da/fakta-om-eu/statistik/vaekst-i-bnp).
- (02/28/2017). Annual Report 2016. *NETS*. Fundet [04/08/2017]. På [\[https://investor.nets.eu/~/_media/Files/N/Nets-IR/documents/annual-report-2016.pdf\]](https://investor.nets.eu/~/_media/Files/N/Nets-IR/documents/annual-report-2016.pdf).
- (03/09/2017). CIBOR & T/N-RATE FIXING. *Nasdaq*. Fundet [03/09/2017]. På [\[http://www.nasdaqomxnordic.com/obligationer/danmark/cibor\]](http://www.nasdaqomxnordic.com/obligationer/danmark/cibor).
- (03/17/2017). Nykredit-formand: Alternativ til børsnotering af Nykredit er salg til udlandet. *Inside Business*. Fundet [04/19/2017]. På [\[http://ib.dk.zorac.aub.aau.dk/nykredit-formand-alternativ-boersnotering-nykredit-salg-udlandet/\]](http://ib.dk.zorac.aub.aau.dk/nykredit-formand-alternativ-boersnotering-nykredit-salg-udlandet/).
- (2006). Nykredit Realkredit-koncern. *Årsrapport 2006*. Fundet [02/07/2017]. På [\[http://www.nykredit.dk/informationsSide.do?iwID=/omnykredit/informationsside/Rapport_analyse/regnskabsrapporter.xml\]](http://www.nykredit.dk/informationsSide.do?iwID=/omnykredit/informationsside/Rapport_analyse/regnskabsrapporter.xml).
- (2007). Nykredit Realkredit-koncern. *Årsrapport 2007*. Fundet [02/07/2017]. På [\[http://www.nykredit.dk/informationsSide.do?iwID=/omnykredit/informationsside/Rapport_analyse/regnskabsrapporter.xml\]](http://www.nykredit.dk/informationsSide.do?iwID=/omnykredit/informationsside/Rapport_analyse/regnskabsrapporter.xml).
- (2008). Nykredit Realkredit-koncern. *Årsrapport 2008*. Fundet [02/07/2017]. På [\[https://www.nykredit.dk/omnykredit/info/presse-ir-analyser/arkiv-for-rapporter-2008.xml\]](https://www.nykredit.dk/omnykredit/info/presse-ir-analyser/arkiv-for-rapporter-2008.xml).
- (2009). Nykredit Realkredit-koncern. *Årsrapport 2009*. Fundet [02/07/2017]. På [\[https://www.nykredit.dk/omnykredit/info/presse-ir-analyser/arkiv-for-rapporter-2009.xml\]](https://www.nykredit.dk/omnykredit/info/presse-ir-analyser/arkiv-for-rapporter-2009.xml).
- (2010). Nykredit Realkredit-koncern. *Årsrapport 2010*. Fundet [02/07/2017]. På [\[https://www.nykredit.dk/omnykredit/info/presse-ir-analyser/arkiv-for-rapporter-2010.xml\]](https://www.nykredit.dk/omnykredit/info/presse-ir-analyser/arkiv-for-rapporter-2010.xml).
- (2011). Nykredit Realkredit-koncern. *Årsrapport 2010*. Fundet [02/07/2017]. På [\[https://www.nykredit.dk/omnykredit/info/presse-ir-analyser/arkiv-for-rapporter-2011.xml\]](https://www.nykredit.dk/omnykredit/info/presse-ir-analyser/arkiv-for-rapporter-2011.xml).

- (2012). Nykredit Realkredit-koncern. *Årsrapport 2012*. Fundet [02/07/2017]. På [\[https://www.nykredit.dk/omnykredit/info/presse-ir-analyser/arkiv-for-rapporter-2012.xml\]](https://www.nykredit.dk/omnykredit/info/presse-ir-analyser/arkiv-for-rapporter-2012.xml).
- (2013). Nykredit Realkredit-koncern. *Årsrapport 2013*. Fundet [02/07/2017]. På [\[https://www.nykredit.dk/om-os/presserum/rapporter/rapporter/arkiv-rapporter-2013\]](https://www.nykredit.dk/om-os/presserum/rapporter/rapporter/arkiv-rapporter-2013).
- (2013) Strateg: Danske Bank mere attraktiv end Nordea: *Børsen*, 2013. Fundet d. 04/14/2017 på http://finans.borsen.dk/artikel/1/268712/strateg_danske_bank_mere_attraktiv_end_nordea.html.
- (2014). Nykredit Realkredit-koncern. *Årsrapport 2014*. Fundet [02/07/2017]. På [\[https://www.nykredit.dk/om-os/presserum/rapporter/rapporter/arkiv-rapporter-2014\]](https://www.nykredit.dk/om-os/presserum/rapporter/rapporter/arkiv-rapporter-2014).
- (2015). Nykredit Realkredit-koncern. *Årsrapport 2015*. Fundet [02/07/2017]. På [\[https://www.nykredit.dk/om-os/presserum/rapporter/arkiv-rapporter/arkiv-rapporter-2015\]](https://www.nykredit.dk/om-os/presserum/rapporter/arkiv-rapporter/arkiv-rapporter-2015).
- (2016). Generation Z - interview med Nikolaj Mendgaard Larsen fra Made Design. *SoundCloud.com*. Fundet [03/25/2017]. På [\[https://soundcloud.com/fu-podcast-357082649/generation-z-interview-med-nikolaj-mendgaard-larsen-fra-made-design\]](https://soundcloud.com/fu-podcast-357082649/generation-z-interview-med-nikolaj-mendgaard-larsen-fra-made-design).
- (2016). Nykredit Realkredit-koncern. *Årsrapport 2016*. Fundet [02/07/2017]. På [\[https://www.nykredit.dk/staticcontent/files/nykredit-realkredit-koncernen-aarsrapport-2016-07022017.pdf\]](https://www.nykredit.dk/staticcontent/files/nykredit-realkredit-koncernen-aarsrapport-2016-07022017.pdf).
- (2016). Nykredit Bank-koncernen. *Årsrapport 2016*. Fundet [02/07/2017]. På [\[https://www.nykredit.dk/staticcontent/files/nykredit-bank-koncernen-aarsrapport-2016-07022017.pdf\]](https://www.nykredit.dk/staticcontent/files/nykredit-bank-koncernen-aarsrapport-2016-07022017.pdf)
- (2017) Anders Dam vil kaste DLR kredit ind i kampen om boligejerne: *Børsen*, 2017. Fundet d. 04/14/2017 på http://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/343210/anders_dam_vil_kaste_dlr_kredit_ind_i_kampen_om_boligejerne.html.
- (u.å.). Begreber - Beta. *Value Invest Danmark*. Fundet [04/06/2017]. På [\[https://www.valueinvest.dk/Investering/Begreber.aspx\]](https://www.valueinvest.dk/Investering/Begreber.aspx).
- (u.å.). Danske Bank årsrapport 2006-2016. *Finansiel information*. Fundet [03/10/2017]. På [\[https://www.danskebank.com/da-dk/ir/regnskaber/Pages/Finansiel-information.aspx\]](https://www.danskebank.com/da-dk/ir/regnskaber/Pages/Finansiel-information.aspx).
- (u.å.). Effektiv rente af statsobligationer. *Danmarks Statistik*. Fundet [04/17/2017]. På [\[https://www.statistikbanken.dk/statbank5a/SelectVarVal/Define.asp?MainTable=MPK100&PLanguage=0&PXSID=0&wsid=cftree\]](https://www.statistikbanken.dk/statbank5a/SelectVarVal/Define.asp?MainTable=MPK100&PLanguage=0&PXSID=0&wsid=cftree).

- (u.å.). Gennemgang af vigtige nøgletal. *investering.dk*. Fundet [04/10/2017]. På [\[http://www.investeringen.dk/gennemgang-af-vigtige-nogletal/\]](http://www.investeringen.dk/gennemgang-af-vigtige-nogletal/).
- (u.å.). Pengeinstitutter, filialer og ansatte i tal. *Finansrådet*. Fundet [03/08/2017]. På [\[http://www.finansraadet.dk/tal--fakta/Pages/statistik-og-tal/pengeinstitutter,-filialer-og-ansatte.aspx\]](http://www.finansraadet.dk/tal--fakta/Pages/statistik-og-tal/pengeinstitutter,-filialer-og-ansatte.aspx).
- (u.å.). Sådan fungerer KundeKroner på sigt. *Totalcredit*. Fundet [04/19/2017]. På [\[https://www.totalcredit.dk/boliglan/kundekroner/sadan-fungere-kundekroner-pa-sigt/\]](https://www.totalcredit.dk/boliglan/kundekroner/sadan-fungere-kundekroner-pa-sigt/).
- (u.å.). Junior Covered Bonds. *Nycredit*. Fundet [04/06/2017]. På [\[https://www.nycredit.dk/dit-liv/formue/professionel-formuepleje/junior-covered-bonds\]](https://www.nycredit.dk/dit-liv/formue/professionel-formuepleje/junior-covered-bonds).
- (u.å.). Internationale regnskabsstandarder (IAS). *Danske revisorer*. Fundet [04/15/2017]. På [\[http://www.fsr.dk/Faglige_informationer/Regnskaber/Standarder%20og%20vejledninger/Standarder%20IAS\]](http://www.fsr.dk/Faglige_informationer/Regnskaber/Standarder%20og%20vejledninger/Standarder%20IAS).
- (u.å.). Invester i Nycredit. *Nycredit*. Fundet [04/06/2017]. På [\[https://www.nycredit.dk/dit-liv/formue/professionel-formuepleje/invester-i-nycredit\]](https://www.nycredit.dk/dit-liv/formue/professionel-formuepleje/invester-i-nycredit).
- (u.å.). Nycredit kort fortalt. *Nycredit*. Fundet [01/25/2017]. På [\[http://www.nycredit.dk/om-os/vores-virksomhed/nycredit-kort-fortalt\]](http://www.nycredit.dk/om-os/vores-virksomhed/nycredit-kort-fortalt).
- (u.å.). Historie. *Nycredit*. Fundet [01/25/2017]. På [\[http://www.nycredit.dk/omnycredit/info/virksomhed/historie.xml\]](http://www.nycredit.dk/omnycredit/info/virksomhed/historie.xml).
- (u.å.) Lovgivning om CSR: *Dansk Erhverv*, . Fundet d. 03/08/2017 på [\[https://www.danskerhverv.dk/Raadgivning/CSR/om-csr/Sider/Lovgivning.aspx\]](https://www.danskerhverv.dk/Raadgivning/CSR/om-csr/Sider/Lovgivning.aspx).
- (u.å.). Markedsrisikopræmie. *SKAT.dk*. Fundet [03/27/2017]. På [\[http://www.skat.dk/SKAT.aspx?oId=1813219&chk=208529\]](http://www.skat.dk/SKAT.aspx?oId=1813219&chk=208529).
- (u.å.). Produkter - Investering. *Nycredit*. Fundet [03/18/2017]. På [\[http://www.nycredit.dk/dit-liv/formue/produkter-investering\]](http://www.nycredit.dk/dit-liv/formue/produkter-investering).
- (u.å.). Selskabsstruktur. *Nycredit*. Fundet [01/26/2017]. På [\[http://www.nycredit.dk/staticcontent/files/selskabsstruktur_0.pdf\]](http://www.nycredit.dk/staticcontent/files/selskabsstruktur_0.pdf).
- (u.å.). Sådan fungerer KundeKroner. *Nycredit*. Fundet [01/31/2017]. På [\[http://www.nycredit.dk/dit-liv/bolig/din-bolig/kundekroner/saadan-fungerer-kundekroner\]](http://www.nycredit.dk/dit-liv/bolig/din-bolig/kundekroner/saadan-fungerer-kundekroner).
- (u.å.). Vores virksomhed. *Nycredit*. Fundet [01/25/2017]. På [\[http://www.nycredit.dk/om-os/vores-virksomhed\]](http://www.nycredit.dk/om-os/vores-virksomhed).

(u.å). ÅOP og formidlingsprovision for investeringsforeninger. *Nykredit*. Fundet [03/18/2017].

På [<http://www.nykredit.dk/dit-liv/formue/priser-og-vilkaar-investering/aaop-og-formidlingsprovision-investeringsforeninger>].