

Nyt navn - men stadig
de samme værdier

Jutlander Bank



Jutlander Bank

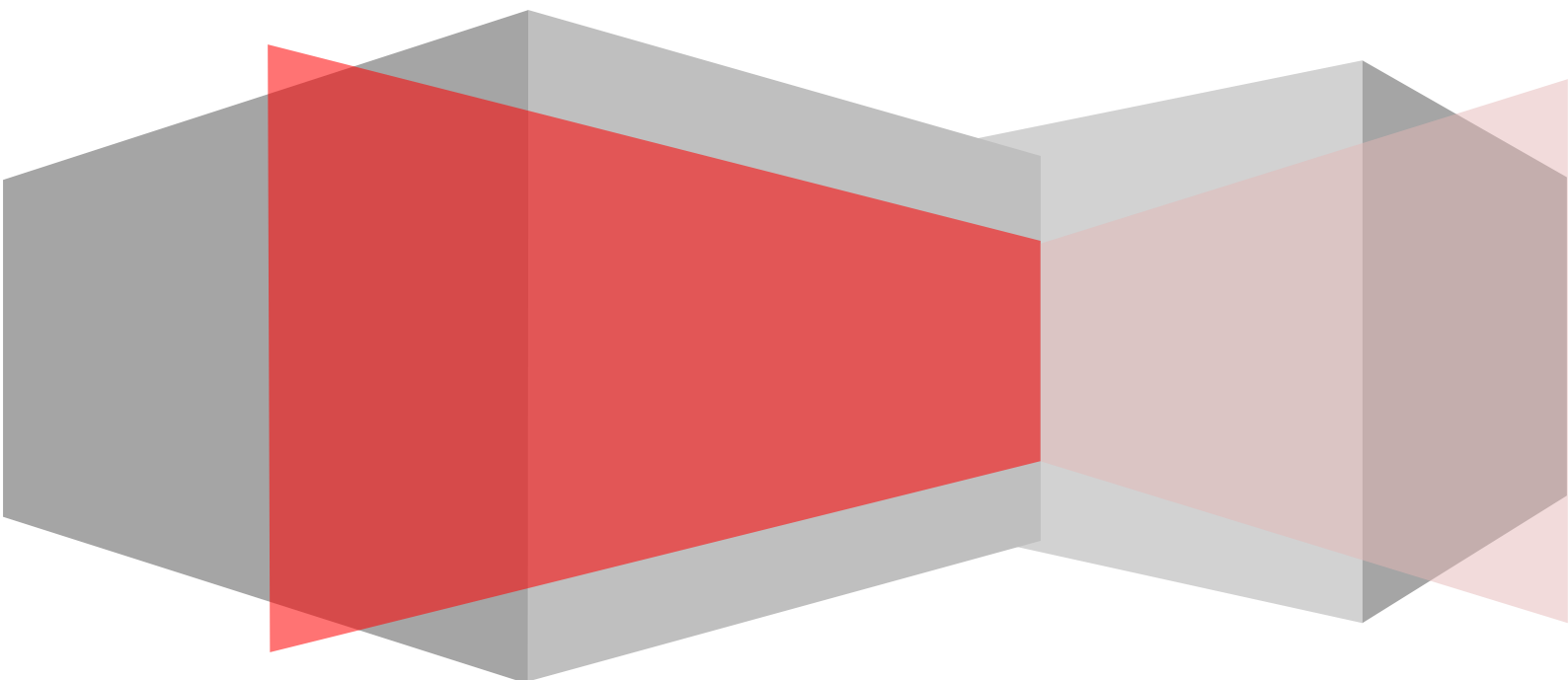
Analyse af motivationen for fusionen

Dorthe Johnsen Frederiksen

Vejleder: Christian Farø

Studienummer: 2012-6490

Afleveringsdato: 30.04.2014



Indholdsfortegnelse

1 English summary	4
2 Introduktion	5
2.1 Indledning	5
2.2 Problemformulering	6
2.3 Metode	6
2.4 Afgrænsning	8
3 Generelt omkring pengeinstitutter	9
4 Generelt omkring fusioner	10
4.1 Risici i forbindelse med fusion	11
4.2 Lovgivning omkring fusioner	12
5 Præsentation af fusionsparterne og fusionen generelt?	13
5.1 Fusionen overordnet	13
5.1.1 Sparekassen Himmerland – historie og værdier	13
5.1.2 Sparekassen Hobro – historie og værdier	14
5.1.3 Jutlander Bank	14
5.1.3 Hvad er motivationen bag denne fusion?	15
6 Interessentanalyse	15
6.1 Myndigheder	16
6.2 Aktionærer / garantanter	17
6.3 Ledelsen	18
6.4 Kunderne	19
6.5 Medarbejdere	19
6.6 Konkurrenter	20
6.7 Delkonklusion	22
7 Motivation i forhold til myndigheder / lovkrav	23
7.1 Nuværende lovregler	24
7.1.1 Tilsynsdiamanten	25
7.2 Fremtidige lovændringer	26
7.2.1 Gearingratio (leverage ratio)	27
7.2.2 Likviditet	27
7.3 Prisen for de nye Basel III krav	28
7.4 Delkonklusion	30
8 Motivation for aktionærer	31

8.1 Regnskabsanalyse - tidligere performance	31
8.1.1 Resultat efter skat	32
8.1.2 Nettoindtjening	33
8.1.3 Nedskrivninger	34
8.1.4 Tidligere afkast til aktionærerne - Return on equity (ROE)	35
8.1.5 Medarbejdere og effektivitet	36
8.1.6 Delkonklusion på tidligere performance	38
8.2 Bidrager fusionen med merværdi til aktionærer?	39
8.3 Aktieanalyse	39
8.3.1 Kursudviklingen	40
8.3.2 Multipelmodeller	41
8.3.3 Nutidsværdimodel / kapitalværdimodeller	44
8.3.4 Delkonklusion aktieanalyse	59
9 Motivation for ledelsen	60
9.1 Motivation i form af lønstigninger	60
9.2 Motivation for Poul Damgaard – tidligere Sparekassen Himmerland	63
9.3 Motivation for Per Sønderup - tidligere Sparekassen Hobro	64
9.4 Delkonklusion	66
10 Konklusion	66
11 Litteraturliste	69
Bilag 1	
Bilag 2	
Bilag 3	
Bilag 4	
Bilag 5	
Bilag 6	
Bilag 7	
Bilag 8	
Bilag 9	
Bilag 10	
Bilag 11	
Bilag 12	
Bilag 13	

1 English summary

Mergers and acquisitions have been used as a business strategy throughout more than a century. Within the banking industry M&A's have been frequently used in periods, and in Denmark there has been a big revival of M&A's since the financial crises hit in 2008.

The point with this essay is to look in to the motivation for all these mergers and evaluate who profits from them. The analysis will be based on the current merger between Sparekassen Himmerland and Sparekassen Hobro, who on the 28th of October 2013 publicized that they were going to merge and become Jutlander Bank.

The analysis starts out with an interest analysis, where the relevant stakeholders and their different motivations are examined. The three most important stakeholders are then chosen and a further analysis is made on each one. The stakeholders are: The authorities, the management and the shareholders.

The authorities have increased the regulations significantly within the banking industry. The requirements concerning solvency, capital and the quality of the capital has been changed to make sure that the banks are more resistant, when economic crises occurs. The development has made it hard for small banks and saving banks to keep up with the large amount of changes and administrative burdens, but the merger does not change this, as Jutlander Bank is still a very small banks compared to the big players in the industry.

If we look at the former results of the two saving banks they are not impressive. Both companies have had very fluctuating results during the past 5 years, and especially Sparekassen Hobro has been very challenged with negative profits of the year due to big impairments. In general the productivity and profitability seems to be less in Sparekassen Hobro regarding ROA, ROE, impairment ratio, earnings per employee. This makes Sparekassen Hobro an appropriate candidate for a successful merger according to research on the topic.

To evaluate the shareholders profits we start by looking at the reactions on the publication of the merger. The market price of the share went up after the news, but fell again in the following period to a level equivalent as before the publication. This shows that the investors initially believed that the merger would contribute with value to their investment, but then subsequently lowered their expectations to status quo. To evaluate whether the shareholders first reaction was right it is relevant to try and evaluate Jutlander Bank by using different company evaluation models. Jutlander Bank P/E ratio is 136,82 which is considered a high price compared to other banks. The Price/book value on 0,57 is very low, and amongst the

lowest in the banking industry in Denmark. This shows that the investors do not have high hope of a future potential. Another way to evaluate Jutlander Bank is to look in to expected cash flow, by using the DCF model. The DCF model has some challenges in relation to financial firms, and the calculation has therefore been simplified. The DCF calculations has been made from three different perspectives: The management expectations, own (more critical) expectations and without the merger. The results show that if the management's expectations are correct, the share is highly underestimated. The market price is relatively close to the calculated theoretical price in the more critical calculation, which indicates that the market believes that this expected cash flow is more realistic. The final calculation shows the expected cash flow of the two saving banks if they had not merged and shows that the companies joined value would have been a little higher than after the merger. There is one winner of the merger and that is Sparekassen Hobro, who expectedly would have looked forward to a dark future.

Since the merger does not seem to be in the shareholders best interest, then maybe the motivation is the management's personal profit. The two directors Per Sønderup and Poul Damgaard have different interests in the merger. Poul Damgaards interests are not financial reasons, but he has a desire to retire in the nearest future and the merger give him a chance to influence who takes over and how the bank is run from now on. Per Sønderup, the future "man in charge", is more affected by the financial aspect, since he receives a significant raise, which would not have happened otherwise. Wage alone is not seen as the main motivation, since aspects like more prestige and power are more likely to be motivations factors. .

2 Introduktion

2.1 Indledning

Fusioner, som indebærer en sammenlægning af to eller flere virksomheder, er ofte begrundet med ønsket om at opnå en bestemt strategisk eller forretningsmæssig fordel. Fusioner og opkøb har gennem mere end 100 år været en meget benyttet strategi i forbindelse med virksomheders ønske om at vækste og de finder sted i stort set alle brancher. Siden finanskrisens indtog i 2008 har der dog været en væsentlig stigning i tendensen til fusioner og opkøb indenfor den finansielle sektor. Fra 2008 og til august 2012 blev antallet af pengeinstitutter i Danmark reduceret med mere end 30 % fra 138 til 96¹. Det markante fald i

¹ Andre folks penge, Niels Sandøe & Thomas G. Svaneborg, s. 224

antallet af pengeinstitutter skyldes en blanding mellem konkurser, fusioner og mere eller mindre frivillige overtagelser.

Men hvad er årsagen til de mange overtagelser og fusioner?

Krisen har ramt bredt og de færreste brancher er sluppet upåvirket. De fleste virksomheder er i større eller mindre grad ramt af fald i indtjening, fyringer og nedskrivninger, og her er de danske pengeinstitutter ingen undtagelse. Krisen har desuden for den finansielle sektor medført markante ændringer indenfor blandt andet lovkrav til f.eks. opgørelse af solvens, basiskapital og andre områder indenfor bankernes kapitalopbygning. Især de højere krav til kapitalopbygningen at det er blevet sværere og dyrere at finansiere udlånene, som må betegnes som bankernes hovedindtægtskilde. Desuden har krisen og de følgende konkurser indenfor den finansielle sektor som f.eks. Lehman Brothers medført at interbank markedet i høj grad er blevet mere rigtigt. Det er blevet sværere og dyrere at skaffe likviditet efter at prædikatet ”to big to fail” er blevet modbevist². Men er prisstigningerne, den manglende forbruger/investortillid og stigende krav til konsolidering den fulde forklaring på den store opblomstring i fusioner eller skal motivationen for sammenlægningerne findes et andet sted. Fusioner har stor betydning for virksomhedernes interessenter heriblandt ledere, medarbejdere, aktionærer, konkurrenter mv.³ og det er derfor relevant at kigge nærmere på hvilken motivation, der ligger hos de forskellige interessenter, før der kan konkluderes nærmere på årsagen.

2.2 Problemformulering

Med udgangspunkt i den højaktuelle fusion mellem Sparekassen Hobro og Sparekassen Himmerland vil den følgende analyse fokusere på følgende problemstilling.

Hvad er motivationen bag fusionen mellem Sparekassen Hobro og Sparekassen Himmerland?
Hvilke interessenter har haft størst indflydelse på fusionen og hvilke bevæggrunde har disse?
For hvilke interessenter vil fusionen bidrage med merværdi og i hvilken form?

2.3 Metode

Opgaven vil indledningsvis tage udgangspunkt i en kort præsentation af pengeinstitutter generelt, samt deres formål i samfundsøkonomien. Derefter følger en beskrivelse af fusioner

² Amagerbanken, Uffe Gardel, s. 83

³ Creating value from Mergers and Acquisitions af Sudi Sudarsanam, s. 1

generelt med fokus på hvorfor de foretages, hvilke risici, der er forbundet med en fusion og en kort beskrivelse af den gældende lovgivning indenfor området.

Efter den generelle præsentation af fusioner ændres fokus til at omfatte den aktuelle fusion: Jutlander Bank og herunder en kort beskrivelse af de to parter i fusionen, Sparekassen Himmerland og Sparekassen Hobro. Præsentationen foretages for at danne et overblik over parternes historiske udvikling og værdier mv.

Den efterfølgende analyse af fusionen vil tage udgangspunkt i en interessentanalyse med henblik på at klarlægge hvilke interessenter, der har væsentlig indflydelse i forhold til beslutningen og implementeringen af den forestående fusion, samt hvilke interesser de pågældende interessenter har.

Ud fra interessentanalysen udvælges de mest væsentlige interessenter og der foretages en mere detaljeret analyse og vurdering af deres betydning og motivation i forbindelse med fusionen. Interessenterne er myndighederne, aktionærerne og ledelsen.

Ved gennemgang af myndighedernes påvirkning, ses der nærmere på den generelle regulering af banksektoren og de tiltag, der er sket de seneste år, samt hvilke ændringer der er på vej. Der beskrives først hvilke ændringer, der forventes indenfor kapitalopbygningen og efterfølgende hvilken betydning dette vil have for sparekasserne/Jutlander Bank.

Analysen af aktionærernes motivation for fusionen bygger på en regnskabsanalyse ud fra Sparekassen Himmerlands og Sparekassen Hobros tidligere resultater, for at opnå et sammenligningsgrundlag for hvad, der kan forventes af resultater fremover. Regnskabsanalysen bygger på nøgletal fra årsrapporter, vedtægter og lignende investorinformation fra hhv. Sparekassen Hobro, Sparekassen Himmerland og proformaopgørelsen pr. 30.09.2013 i fondsbørsmeddelelse nr. 16/2013 vedr. Jutlander Bank. Der regnes ud fra følgende nøgletal og udviklingen på disse: Resultat efter skat, ROA, nettoindtjening, nedskrivninger, ROE og, indtjening per medarbejder og udviklingen i antal medarbejdere.

Med udgangspunkt i regnskabsanalysen gennemføres forskellige aktieanalyser for Jutlander Bank. Da aktionærernes afkast består af stigninger i kursen, samt udbetalt udbytte, ses der først og fremmest nærmere på kursudviklingen, før under og efter offentliggørelsen af fusionen.

Der benyttes desuden forskellige analysemodeller for at vurdere Jutlander Bank aktien. Først foretages en nøgletalsanalyse med hovedvægt på nøgletallene P/E ratio og K/I. Derefter

præsenteres aktieanalysemodellen DCF-modellen og denne benyttes til at udregne den teoretiske aktiekurs på Jutlander Bank aktien, ud fra 3 forskellige perspektiver

- Direktionens forventninger til Jutlander Bank
- Egne forventninger til Jutlander Bank
- Forventninger til Sparekassen Himmerland og Sparekassen Hobro, hvis de havde fortsat drift hver for sig.

Beregningerne laves på baggrund af udvalgte value drivers: Forventet nettorenteindtægt, administrationsomkostninger, medarbejderomkostninger og nedskrivninger.

Der laves en sammenligning mellem scenarierne efterfølgende.

Derefter ses afslutningsvis nærmere på, om dividendemodeller kan benyttes til at værdiansætte Jutlander Bank ud fra tidligere udbetalt udbytte, samt forventninger til fremtidig udbyttebetaling.

Ledelsens motivationsgrunde analyseres ved først at se nærmere på ændringer i lønniveauet til hhv. direktionen og bestyrelsen. Desuden ses nærmere på hvilke motivationsfaktorer, der kan være tale om for de to direktører Per Sønderup og Poul Damgaard. I denne vurdering inddrages organisatoriske teorier, som Herzbergs tofaktor teori og Maslows behovspyramide.

Analysen underbygges af forskellige undersøgelser omkring fusioner og udbytte indenfor den finansielle sektor i hhv Europa og USA..

2.4 Afgrænsning

I nedenstående rapport gennemgås ikke nærmere omkring de forskellige faser i en fusion og der afgrænses fra en analyse af gennemførelsen af fusionen.

De organisatoriske forhold har stor betydning i forbindelse med en fusion og dennes succes, men da det vurderes at have begrænset relevans for formålet med denne analyse, ses der ikke nærmere på det organisatoriske aspekt i denne analyse.

Der er i afsnit 8.1, i forbindelse med beregning af nøgletal for Sparekassen Hobro i 2012, regnet ud fra tallene fra den supplerende / korrigerede information til Årsrapporten 2012, da Finanstilsynet har bebudet Sparekassen Hobro til at foretage yderligere nedskrivning, da Tilsynet ikke mente, at Årsrapporten 2012 gav et retvisende billede af Sparekassen Hobros daværende situation.

I forbindelse med beregningen af nøgletal er der ikke taget hensyn til gennemsnitsværdier, men i stedet benyttet værdierne ultimo regnskabsårene, som fremgår af årsrapporterne. Dette er valgt for overskuelighedens skyld og vurderes ikke at påvirke konklusionerne væsentligt.

Da Sparekassen Hobro ikke har offentliggjort noget årsregnskab for 2013, regnes der i analyserne omkring Sparekassen Hobros nøgletal i afsnit 8.1 ud fra en forholdsmæssig forhøjelse af det offentliggjorte halvårsregnskab fra 2013.

Der afgrænses fra at medtage den renteændring nationalbanken fortog d. 24. april 2014⁴

I afsnit 8.3.2 er nøgletallene EPS, P/E, K/I beregnet ud fra proformaopgørelsen for Jutlander Bank som fremgår af fondsbørsmeddelelse nr. 16/2013. Disse tal er benyttet, da de er korrigerede og vurderes at være retvisende for den nye samlede bank, da der endnu ikke foreligger nyt regnskab efter fusionen. Det forudsættes at tallene som dækker over 1.- 3. kvartal 2013 er retvisende udviklingen for resten af 2013 og derfor forhøjes værdierne i resultatopgørelsen forholdsmæssigt for at opnå helårlige resultater.

I forbindelse med beregning af WACC som indgår i DCF modellen afgrænses der fra at udregne parametrene beta (β) og investorernes afkastkrav. Dette skyldes at der er forskellige holdninger til hvilke beregningsmetoder mv. der bør benyttes for at opnå det mest retmæssige billede. Udregning af disse betragtes, som uforholdsmæssigt krævende i forhold til værdien for opgaven. Derfor er der benyttet anslåede værdier ud fra nogle nuværende markedsmæssige betragtninger.

Informationen som ligger til grundlag for nedenstående opgave er udelukkende offentlig tilgængelig information. I forbindelse med udarbejdelsen af denne analyse er der taget kontakt til Per Sønderup og Poul Damgaard for at spørge nærmere ind til deres opfattelse af deres private motivationsfaktorer i forbindelse med gennemførelse af fusionen, samt en nærmere gennemgang af øvrige motivationsfaktorer. Det har dog ikke været muligt at få afsat tid til et interview indenfor den nødvendige tidshorisont og derfor er det ikke medtaget i analysen.

3 Generelt omkring pengeinstitutter

Definitionen af et pengeinstitut, er en fællesbetegnelse for en række finansielle virksomheder, herunder banker, sparekasser og andelskasser. Et pengeinstitut er en finansiell virksomhed, der handler med indlån og udlån. Pengeinstitutter er, som andre virksomheder, interesserede i at drive en sund forretning, som giver overskud, men pengeinstitutter udfylder også en række samfundsmæssige opgaver. Først og fremmest bidrager pengeinstitutterne til at omfordele

⁴ <http://www.dr.dk/Nyheder/Penge/2014/04/25/0425064914.htm>

likviditet fra kunder med overskudslikviditet til kunder med underskudslikviditet. Denne optimering af ressourcerne bidrager til højere effektivitet i samfundet og en spredning af risici. Desuden står pengeinstitutterne for at forsyne borgerne med diverse muligheder indenfor den daglige betalingsformidling, som f.eks. kort, checks, konti mv.⁵

Definitionen med at pengeinstitutter handler med udlån og indlån er efterhånden en meget forenklet beskrivelse af pengeinstitutternes forretningsområder. Der har i mange tilfælde været tale om brancheglidning indenfor den finansielle sektor. De fleste pengeinstitutter har efterhånden forsøgt at udnytte gevinsterne ved krydssalg og gradvist bevæget sig ind på andre områder f.eks. forsikringer, pension, investering mv. og det er ikke længere et særtilfælde, når kunderne tilbydes supplerende produkter, som har en vis tilknytning til deres oprindelige behov f.eks. tilbyde en bilforsikring i forbindelse med rådgivning omkring finansiering af en ny bil. Et pengeinstitut er i dag et finansielt supermarked, hvor kunderne tilbydes produkter inden for langt de fleste finansielle områder. Indtjeningsmulighederne er steget i takt med at produktpaletten er vokset, men det har ligeledes været med til at skærpe konkurrencen, da der nu er flere om buddet og stort set alle har de samme varer på hylderne – der er bare forskel på indpakningen.

4. Generelt omkring fusioner

Slår man en fusion op i den danske ordbog er forklaringen som følger: *”slutte sig sammen (med nogen) til en større enhed om erhvervsvirksomhed, politisk parti el.lign.”*⁶ Med andre ord er en fusion i denne sammenhæng en sammenslutning af flere pengeinstitutter til ét. Fusioner generelt er gennem tiden blevet begrundet med en lang række forskellige faktorer for eksempel teknologiske fordele, globaliseringen af finansielle markeder, øget regulering og kontrol omkring kreditvurdering⁷. Effektivisering og omkostningsreduktion er også udtryk, der ofte høres under offentliggørelsen af en fusion. Omkostningsreduktionen henviser normalt til en reduktion indenfor filialnettet, afskedigelse af mellemledere, effektivisering via øget implementering af edb systemer til at udføre en del af de daglige arbejdsopgaver og kreditvurdering.

Fusioner har derudover især de sidste 15-20 år været benyttet som en vækststrategi. Især mindre banker har benyttet sig af M&A⁸ i deres stræben efter at forøge størrelse og dermed

⁵ Bankvirksomhed og risikostyring, s. 7

⁶ <http://ordnet.dk/ddo/ordbog?query=fusionere>

⁷ Revisiting the merger and acquisition performance of European banks, s. 237

⁸ Mergers and acquisitions

opnå fordele i forbindelse med konkurrenceevnen, markedsindflydelse, effektivitet og stordriftsfordele.

I forbindelse med at den generelle markedsudvikling i dag foregår væsentligt hurtigere end tidligere, er fokus på innovation og produktudvikling steget og faktum er, at det er hurtigere at købe sig til vækst end at skabe væksten internt i virksomheden⁹. Fusion/opkøb kan ligeledes være en fornuftig løsning, hvis ikke virksomheden er i besiddelse af tilstrækkeligt produktkendskab eller i stand til at iværksætte de nødvendige tiltag for at udnytte en aktuel mulighed i markedet.

4.1 Risici i forbindelse med fusion

Som oftest er der ikke mulighed for en gevinst, med mindre man er villig til at løbe en vis risiko og dette gør sig også gældende indenfor fusioner. Der er forskellige risici, som bør overvejes inden beslutningen om en fusion træffes. Risikoen varierer fra fusion til fusion og afhænger meget af de fusionerende virksomheder. Som udgangspunkt bør der undersøges nærmere omkring følgende typer risici:

1: Operationel risiko er risikoen for, at der opstår problemer i forbindelse med integration af teknologiske systemer, procedurer, aflønningsprincipper og forretningspraksis. Tages der ikke hånd om denne risiko, kan det medføre store ekstraudgifter til implementering.

2: Kulturel risiko, som kan opstå, hvis der er stor forskel mellem kulturerne i de fusionerede virksomheder. Kultursammenstød kan ske både internt mellem medarbejderne, men også i forhold til omverdenen f.eks. kunder, leverandører, myndigheder, som også påvirkes, hvis kulturen i virksomheden ændres. Hvis der ikke er fokus på det organisatoriske aspekt i forbindelse med en fusion, kan virksomhederne i værste tilfælde risikere faldende kunde-, leverandør- og medarbejdertilfredshed og afgang af nøglemedarbejdere.

3: Image risiko kan komme til udtryk f.eks. hvis en tidligere ”skandale” hos en af virksomhederne, som indgår i fusionen, har en afsmittende negativ effekt på den samlede virksomhed efter fusionen.

4: Strategisk risiko. Der kan sidst, men ikke mindst, blive tale om en strategisk risiko, hvis fusionen ikke bidrager med de fordele, som var forventet og ikke styrker virksomhedens samlede strategiske situation, altså risikoen for at virksomhederne bruger store summer på at opkøbe eller fusionere med en anden virksomhed uden at dette bidrager med merværdi og måske endda det modsatte.

⁹ Harvard Business Review on Mergers and Acquisitions, citat af Alex Mandl, s. 4

Ud over de risici, som er direkte forbundet med fusionen er der ligeledes de risici som sparekasserne også i dag er udsat for. Direktionen påpeger selv nogle forskellige risikofaktorer i fusionsplanen, som fremtidige investorer bør være opmærksomme på:

- Den makroøkonomiske risiko
- Lovgivningsrisici
- Kreditrisikoen/nedskrivninger
- Risikoen for forringelser af sikkerhedsværdier
- Risiko afledt af kundernes øvrige bankforretninger
- Systemiske, operationel, markedsrisiko
- Likviditets- og kapitalrisiko
- Medarbejderrisiko
- Forretningsrisiko mv.

4.2 Lovgivning omkring fusioner

Der skal i forbindelse med en fusion udpeges uvildige vurderingsmænd, som skal uarbejde en offentlig tilgængelig erklæring omkring fusionen. Erklæringen skal indeholde en vurdering af om vederlaget for kapitalandele i det ophørende kapitalselskab er rimeligt og sagligt begrundet¹⁰. Desuden skal der laves en erklæring, hvori det vurderes, om nuværende kreditorers fordringer forringes i forbindelse med fusionen. En fusion kan reducere sikkerheden af tilbagebetalingen af selskabernes nuværende kreditorers fordringer i tilfælde af fusion med en virksomhed med ringe eller negativ indre værdi¹¹.

Ingen af de ovenstående erklæringer har i forbindelse med fusionen mellem Sparekassen Himmerland og Sparekassen Hobro givet anledning til anmærkninger.

Der er ligeledes lagt op til bestyrelsernes i de to fusionerede pengeinstitutter skal udarbejdes en fusionsplan, men denne kan dog fravælges. Sparekassen Himmerland og Sparekassen Hobro har lavet en fusionsplan som er offentliggjort 29. november 2013 (fondsbørsmeddelelse nr. 16/2013), hvori diverse forhold omkring fusionen står beskrevet.

Fusionen blev gennemført med selskabsretlig virkning i henhold til Selskabsloven § 237, stk. 3, nr. 8 fra den 1. december 2013¹². Fusionen gennemføres med hjemmel i bekendtgørelse nr.

¹⁰ Selskabsloven § 241, stk. 4

¹¹ Selskabsloven § 242

¹² Fondsbørsmeddelelse nr. 16/2013, s. 10

1307 af 19. november 2013 om fusion af en sparekasse med et aktieselskab, som har tilladelse til at drive pengeinstitutvirksomhed, med aktieselskabet som fortsættende pengeinstitut.

Der er i forbindelse med fusionen valgt at benytte modellen i § 3 stk. 3, som beskriver kombinationen mellem at bruge sparekasserens reserve til

- At oprette en fond, hvis formål er enten at konsolidere det fortsættende pengeinstitut og/eller at støtte almennyttige og velgørende forhold
- At oprette en bunden sparekasserens reserve, som kan bruges til dækning af underskud, der ikke dækkes af beløb, der kan anvendes til udbytte i aktieselskabet¹³

5 Præsentation af fusionsparterne og fusionen generelt?

5.1 Fusionen overordnet

Jutlander Bank fusionen er en frivillig fusion som blev offentliggjort d. 28. oktober 2013. Fusionen omhandler Sparekassen Hobro og Sparekassen Himmerland. Fusionen blev endelig godkendt af finanstilsynet d. 6. januar 2014.

Fusionen er ifølge direktionen en fusion mellem ligeværdige, men det er Sparekassen Himmerlands banklicens, som er den fortsættende. Garanter i Sparekassen Hobros er blevet tilbudt at konvertere deres garantbeviser til aktier i Jutlander Bank. Konverteringsforholdet er at garantikapital på 150 kr. konverteres til en ny aktie á nominelt 10 kr.

I forbindelse med fusionen vil en del af reserveerne i Sparekassen Hobro, som beskrevet ovenfor, blive flyttet til en nystiftet fond: Sparekassen Hobro Fonden med en grundværdi på 285,5 mio. kr. som udgøres af 1.903.621 stk. nye aktier i Jutlander Bank. Resten af reserveerne vil indgå som en bunden sparekasserens reserve i Jutlander Bank og der sker ingen aktieudvidelse for denne del af reserven. Alt i alt sker der en aktieudvidelse på 3.100.247 stk. nye aktier i forbindelse med fusionen.

5.1.1 Sparekassen Himmerland – historie og værdier

Historien strækker sig tilbage til 1871, hvor én af de lokale sparekasser som senere blev en del af Sparekassen Himmerland blev dannet. Sparekassen fik sit navn i slutningen af 1960'erne, da fem lokale sparekasser fusionerede. Løbende har flere sparekasser tilsluttet sig og i 1997 bredte Sparekassen Himmerland sig for første gang udenfor lokalområdet, da de åbnede filial i Aalborg og i 2003 også i Aarhus. Sparekassen Himmerland beskæftigede ved udgangen af 2013 263 medarbejdere fordelt på 13 filialer. Sparekassens hovedsæde lå i Aars.

¹³ Lovbekendtgørelse nr. 948 af 2. juli 2013

Sparekassen Himmerland blev d. 10. oktober 2006 omdannet til aktieselskab og blev i samme forbindelse børsnoteret.

Grundværdierne i sparekassen var lokalkendskab, faglig kompetence og beslutningsdygtighed.

5.1.2 Sparekassen Hobro – historie og værdier

Sparekassen Hobro blev stiftet i 1951 og er løbende vokset via en blanding mellem intern vækst, opkøb og sammenlægninger med mindre sparekasser i lokalområdet. I starten af 1990'erne købte sparekassen Hobro en række afdelinger af Himmerlandsbanken og BG bank. Sparekassen Hobro udvidede i 2001 sit markedsområde til også at omfatte Aalborg og Aarhus.

Sparekassen Hobro beskæftigede ved udgangen af 2013 175 medarbejdere fordelt på 12 filialer. Sparekassens hovedsæde lå i Hobro.

Grundværdierne i sparekassen var N-U-E-T: Nærhed, Udvikling, Engagement og Tryghed.

5.1.3 Jutlander Bank

Det er Jutlander Banks vision, at banken inden for sit markedsområde skal være en stærk og attraktiv samarbejdspartner for private kunder samt for mindre og mellemstore erhvervs-virksomheder.

Bankens indtjening, etik, samfundsbevidsthed og personlige betjening af kunderne skal gøre det attraktivt at være aktionær, kunde og medarbejder i banken.

Banken ønsker en værdiskabende rolle i relation til aktionærer, kunder og medarbejdere, så bankens selvstændighed og udvikling, som regionalt pengeinstitut sikres.

Visionen er som følger:

- Værdiskabende for aktionærer - ved at drive en lønsom forretning som grundlag for fortsat vækst og videreudvikling som et regionalt, selvstændigt pengeinstitut
- Værdiskabende for kunder - ved aktivt at bruge kendskabet til kunden til gennem en stærkere dialog og personlig relation at skabe merværdi for kunden
- Værdiskabende for medarbejdere - ved at sikre et motiverende arbejdsmiljø med ansvar, mulighed for personlig udvikling og en sund balance mellem arbejde og fritid¹⁴

¹⁴ Fondsbørsmeddelelse nr. 16/2013, s. 9

5.1.3 Hvad er motivationen bag denne fusion?

Hensigten med fusionen er ifølge ledelsen af den nye Jutlander Bank at skabe et stærkt og fremtidssikret pengeinstitut med lokalforankring og gode vækstmuligheder¹⁵.

Begrundelsen med et stærkt og fremtidssikret pengeinstitut er der næppe nogen der vil modsætte sig, men hvad betyder dette konkret?

6 Interessentanalyse

For at forstå processen og klarlægge muligheden for succes i forbindelse med fusionen er det vigtigt at skabe overblik over de forskellige interessenter, samt deres motivationsgrunde, forventninger og deres forventede gevinst. Disse områder kan sammen med interessenterne indflydelse på/magt over projektet hjælpe med at danne et overblik over hvilke bagvedliggende bevæggrunde, som har gjort sig gældende i forbindelse med denne fusion. Desuden kan indblik i motivationen hjælpe med at skabe overblik over mulige faldgrubber, som kan have betydning for om denne fusion vil bidrage eller nedbryde værdi.

Som det fremgår indledningen ovenfor har omverdenen og markedet stor betydning for alle virksomheders struktur og succes, heriblandt også finansielle virksomheder. Men det er ikke alle i virksomhedens omverden, som har lige stor betydning og indflydelse. For at skabe overblik over hvilke interessenter, der har mest interesse i og mest betydning i forhold til den forestående fusion er det væsentligt at starte ud med at lave en interessentanalyse. En interessentanalyse har til formål at skabe overblik over de interne og eksterne parter, som enten er en del af virksomheden, eller som påvirker virksomheden¹⁶.

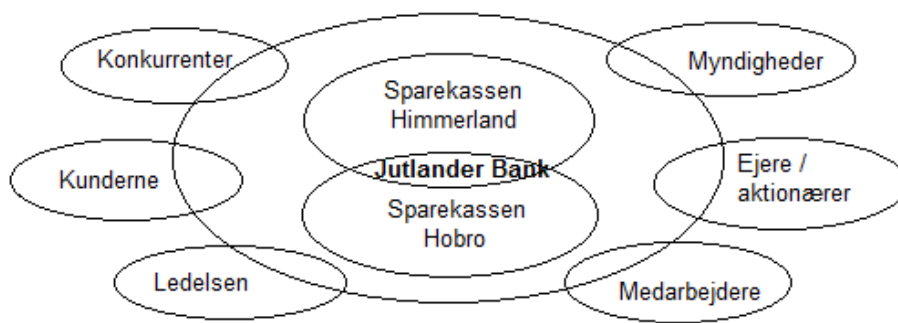
En interessent er en person eller en gruppe, som enten berøres eller er en medvirkende årsag til at fusionen sker¹⁷. Den følgende interessentbeskrivelse indeholder overordnet, hvilken betydning interessenterne har for beslutningen omkring fusionen, samt hvilke udfordringer og forhåbninger, som interessenten har.

¹⁵ Fondsbørsmeddelelse nr. 16/2013, s. 1

¹⁶ http://www.fm.dk/FM/GamlePub/effektivearbejdsprocesser_tools99/kap06.htm

¹⁷ http://www.fm.dk/FM/GamlePub/effektivearbejdsprocesser_tools99/kap06.htm

Figur 1: Interessentanalyse



Kilde: Egen tilvirkning ud fra inspiration fra "Organisationsteori – Struktur, kultur og Processer", side 19

6.1 Myndigheder

Staten og andre myndigheder har en markant påvirkning på den finansielle sektor, herunder også på Sparekassen Hobro og Sparekassen Himmerland.

En helt central og meget direkte påvirkning i forhold til fusionen er at denne skulle godkendes af Finanstilsynet før den kunne effektueres¹⁸.

Men myndighederne, herunder lovgivere og kontrolinstanser som Finanstilsynet, har også en anden direkte indflydelse på den finansielle sektor generelt. Den store indflydelse skyldes især de mange love og krav, som pengeinstitutter i dag er underlagt. Reglerne er til for at sikre den økonomiske stabilitet – også gennem krisetider. Der fremsættes løbende nye regler og krav i takt med at økonomien og forbrugsmønstrene ændrer sig¹⁹. Der er stort fokus på reguleringen af den finansielle sektor, hvilket også skyldes de samfundsmæssige opgaver, som pengeinstitutterne udfører. Det er Folketinget, samt EU, der vedtager lovgivningen og som derved bestemmer spillereglerne på finansmarkederne, men det er Finanstilsynet, som står for det løbende tilsyn med at reglerne overholdes. Finanstilsynets opgave er i samråd med Nationalbanken at sikre økonomisk stabilitet²⁰. Der er i forbindelse med de løbende tilsyn især fokus på om institutterne overholder kravene om tilstrækkelig kapital (solvenstilsyn), likviditet, god selskabsledelse, rapportering, risikostyring, regnskab mv.

Både Sparekassen Himmerland og Sparekassen Hobro opfylder uden problemer deres solvensbehov, men begge er tidligere blevet bebudet yderligere nedskrivninger i forbindelse med tilsynsbesøg.

¹⁸ Selskabsmeddelelse nr. 3/2014 fra Sparekassen Himmerland

¹⁹ http://da.wikipedia.org/wiki/Finansiell_virksomhed

²⁰ Den finansielle krise i Danmark – Årsager, konsekvenser og læring (Rangvid rapporten), s. 163

Finanstilsynet har desuden fået mere indflydelse efter krisen. Den generelle holdning var tidligere, at det var ledelserne i pengeinstitutterne, som var ansvarlige for institutternes forretningsmodeller, hvorimod tilsynet nu har mulighed for at gribe ind overfor finansielle virksomheder, som vurderes at have usunde forretningsmodeller²¹.

Poul Damgaard, tidligere direktør i Sparekassen Himmerland og nu direktør i Jutlander bank har gennem udtalelser i forbindelse med offentliggørelsen af fusionen hentydet til at selvom de nuværende regler ikke tvinger sparekasserne til at fusionere, så spiller kapitalopbygningen alligevel en væsentlig faktor i forbindelse med motivationen for fusionen:

*”Her og nu er fusionen ikke nødvendig. Hverken for os i Himmerland eller for vores kommende partner i Hobro. Begge er solide pengeinstitutter med en stor egenkapital i forhold til vores udlån. Det er en kendsgerning. Begge ville være i stand til at fortsætte som selvstændige i mange år frem... Men sammen bliver vi stærkere.”*²²

6.2 Aktionærer / garantanter

En anden og måske den vigtigst interessant er virksomhedernes ejere, som har investeret i virksomhederne med henblik på en forventning om et afkast. De ejere, der bliver berørt i forbindelse med den pågældende fusion er aktionærene i Sparekassen Himmerland. Ligeledes påvirkes garantanterne i det tidligere Sparekassen Hobro selv om disse teoretisk set ikke betragtes som ejere, da en sparekasse er en selvejende institution²³.

Garanterne har tidligere fået afkast af de investerede midler i form af forrentning af deres garantkapital ud fra en fastsat rente, mens aktionærene i Sparekassen Himmerland har fået afkast i form af kursgevinster/tab og udbytte²⁴. I forbindelse med fusionen blev garanternes garantkapital konverteret til aktier i Jutlander Bank, med mindre garantanterne valgte at kontantindfri deres garantkapital i perioden 11. - 24. oktober 2013.

Når man som mindretalsaktionær investerer i en aktie, er formålet at opnå størst muligt afkast - risikoen taget i betragtning²⁵. Det betyder, at de fremtidige aktionærer i Jutlander Banks hovedinteresse er, at banken formår at skabe et tilfredsstillende resultat og dermed kan give en passende forrentning af den indskudte kapital (aktiekapital), som står mål med den risiko som

²¹ Den finansielle krise i Danmark – Årsager, konsekvenser og læring (Rangvid rapporten), s. 166

²² <https://www.sparhobro.dk/hobro/nyheder/nyhedforsiden/jutlander>

²³ http://www.denstoredanske.dk/Geografi_og_historie/%C3%98konomisk_historie/sparekasse

²⁴ Der er dog ikke udbetalt udbytte siden 2007

²⁵ ”Aktieinvestering – Teori og praktisk anvendelse” s. 180

aktionærerne løber ved at investere i banken. Foruden det normale risikotillæg, som investorerne kræver, så bør aktionærerne kompenseres ekstra for den forhøjede risiko, som de løber i forbindelse med fusionen²⁶ og aktionærerne vil kun betragte det som tilfredsstillende, hvis Jutlander Bank formår at skabe en værditilvækst af virksomheden, som er større end den værditilvækst som Sparekassen Hobro og Sparekassen Himmerland kunne have skabt tilsammen, hvis fusionen ikke var sket.

Netop optimering af afkastet til investorerne benyttes også som begrundelse for fusionen:

”Det vil ikke stille vores nuværende aktionærer ringere, da værdien af de nye aktier modsvarer den værditilvækst, som Sparekassen Hobro bringer med ind i JUTLANDER BANK A/S... Tværtimod er hensigten med fusionen at tilføre den nye bank synergieffekter, mere volumen og dermed mulighed for en bedre indtjening pr. aktie”²⁷

6.3 Ledelsen

Ledelsen betragtes i denne forbindelse, som den tidligere bestyrelse og direktion i henholdsvis Sparekassen Hobro og Sparekassen Himmerland. Direktionen har ansvaret for den daglige drift i samarbejde med bestyrelsen og dermed har disse haft afgørende indflydelse og har formentligt fungeret som idéskaber for fusionen²⁸. Ledelsen har gjort meget ud af at kommunikere til omverdenen, at der er tale om en fusion mellem to ligestillede pengeinstitutter²⁹, men faktum er, at Sparekassen Himmerland har en ca. dobbelt så stor balance og også er det fortsættende pengeinstitut for så vidt angår banklicens mv. Selvom der er tale om en frivillig fusion og at parterne *”har fundet sammen af lyst og ikke af nød”³⁰* kan der være risiko for at en del af ledelsen i Sparekassen Hobro føler sig usikre hvad angår deres job og jobbet indhold i fremtiden i forbindelse med fusionen. Der er statistisk set stor chance for, at det hovedsageligt vil være ledelsen i Sparekassen Himmerland, som sætter sig på de vigtigste pladser i virksomheden og som vil have størst indflydelse³¹. Det er dog lidt det modsatte der er tilfældet i forbindelse med denne fusion, da Poul Damgaard forventer at trække sig tilbage indenfor de næste par år og dermed efterlader direktørstillingen til Per Sønderup.

²⁶ Creating value from Mergers and Acquisitions, s. 65

²⁷ <https://www.sparhobro.dk/hobro/nyheder/nyhedforsiden/jutlander>

²⁸ Den endelige accept af fusionen er foretaget af repræsentantskabet i Sparekassen Hobro og på en ekstraordinær generalforsamling i Sparekassen Himmerland.

²⁹ <https://www.sparhobro.dk/hobro/nyheder/nyhedforsiden/jutlander>

³⁰ Citat fra <https://www.sparhobro.dk/hobro/nyheder/nyhedforsiden/jutlander>

³¹ Creating value from Mergers and Acquisitions, s. 84

6.4 Kunderne

Kunderne har ikke meget indflydelse i forbindelse med beslutningen om at fusionere de to sparekasser, men de fleste (gode) kunder vil have mulighed for at lægge deres forretninger hos et andet pengeinstitut, hvis de ikke er tilfredse med den daglige drift, de foretagne beslutninger eller den forretningsmodel, som deres bankforbindelse benytter.

Førhen var kunderne som oftest tilknyttet deres lokale pengeinstitut, da det var mest hensigtsmæssigt at have en bank, som lå indenfor lokalmiljøet. Dette skyldtes at størstedelen af de daglige bankforretninger, som oftest foregik i banken, som for eksempel ind- og udbetaling. I dag har forbrugsmønstret ændret sig, og der er i højere grad tale om at kunderne benytter selvbetjeningskanaler, som netbank eller applikationer til smart phones. Derfor lægger kunderne ikke længere så stor vægt på geografien i forbindelse med bankvalg. Dette betyder også, at kundernes loyalitet overfor de små lokalbanker er reduceret og konkurrencen er steget.

Hvorvidt fusionen vil medføre kundeflugt eller det modsatte vil tiden vise, men ledelsen kan med fordel følgekundeudviklingen i de kommende regnskabsår, for at følge op på kundernes dom.

6.5 Medarbejdere

Medarbejderne har ikke haft en direkte indflydelse på beslutningen om fusionen, kun de medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer, har haft medbestemmelse. Medarbejderne har generelt set stor relevans alligevel.

Først og fremmest fremhæves ønsket om at kunne fastholde og tiltrækkes medarbejdere med høje faglige kompetencer og engagement, som en af de bagvedliggende årsager fra ledelsen.

”JUTLANDER BANK A/S bliver så attraktiv, at vi også på den lange bane kan tiltrække de mest kompetente medarbejdere - til gavn for vores kunder.”³²

Desuden har medarbejderne en stor betydning for om implementeringen af ændringer og den nye identitet, som Jutlander Bank, bliver en succes eller ej.

³² <https://www.sparhobro.dk/hobro/nyheder/nyhedforsiden/jutlander>

6.6 Konkurrenter

De to direktører Poul Damgaard og Per Sønderup i Jutlander Bank begrundet selv fusionen delvist med et ønske om at forbedre konkurrenceevnen:

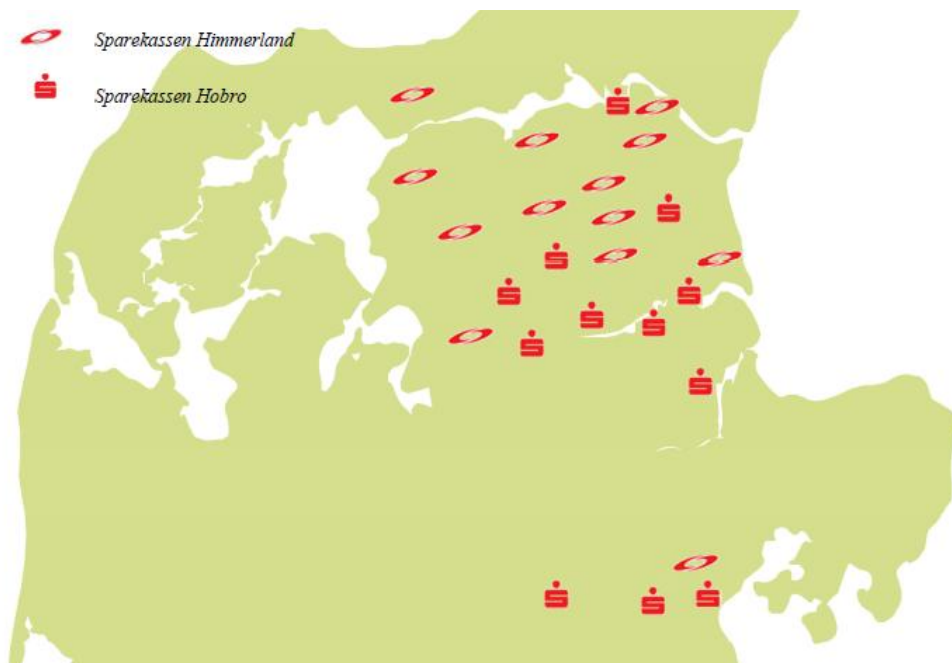
”Tendensen går mod større enheder, når vi skal være med i konkurrencen om både kundernes og medarbejdernes gunst. Større volumen er det bedste grundlag for fortsat udvikling og vækst”

”... sammen bliver vi stærkere. Med større volumen bliver vi mere konkurrencedygtige...”³³

”Vi skal ikke ligne de største pengeinstitutter i landet. Men det er de største, vi skal konkurrere med. Derfor er vi nødt til at være effektive og kompetente også på længere sigt. Og det kræver en vis volumen.”³⁴

For at undersøge nærmere omkring konkurrencesituationen, som de to sparekasser befinder sig i, er det vigtigt først at definere branchen. Sparekassen Himmerland og Sparekassen Hobro har begge hjemsted i Nord- og Østjylland, men de er også begge åbne overfor muligheden for at fjernbetjene kunder, som er bosiddende udenfor deres naturlige markedsområde. Derfor udvides branchen til at omfatte full-service pengeinstitutter i Danmark, som målretter sig til både privat- og erhvervskunder.

Figur 2: Oversigt over filialer for Sparekassen Himmerland og Sparekassen Hobro



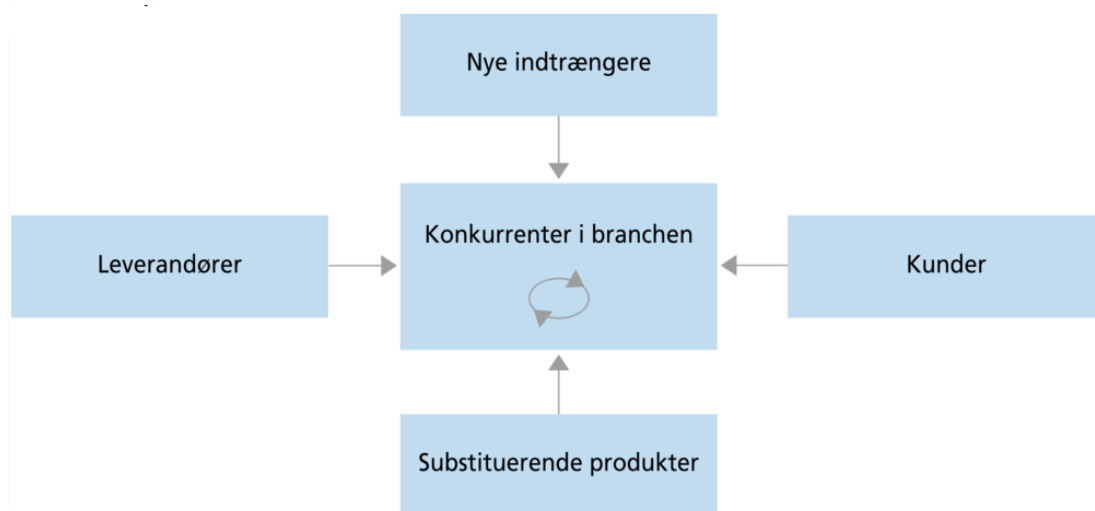
Kilde: Fondsbørsmeddelelse nr. 16/2013

³³ <https://www.sparhobro.dk/hobro/nyheder/nyhedforsiden/jutlander>

³⁴ <https://www.sparhobro.dk/nyheder/nyheder/fusionsvedtagelse>

For at se nærmere på konkurrencesituationen kan der med fordel tages udgangspunkt i fusionens påvirkning beskrevet med udgangspunkt i Porters Five Forces.

Figur 3: Brancheanalysemodel – Porters Five Forces.



Kilde: <http://toolbox.systime.dk/index.php?id=586>

For at give større overblik over konkurrenterne i branchen kan de med fordel opdeles efter deres størrelse³⁵:

- Gruppe 1: Pengeinstitutter med en arbejdende kapital³⁶ på 65 mia. kr. og derover.
- Gruppe 2: Pengeinstitutter med en arbejdende kapital på 12 mia. kr. og op til 50 mia. kr.
- Gruppe 3: Pengeinstitutter med en arbejdende kapital på 250 mio. kr. og op til 10 mia. kr.
- Gruppe 4: Pengeinstitutter med en arbejdende kapital på under 250 mio. kr..

Sparekassen Himmerland befinder sig i gruppe 3 og Sparekassen Hobro i gruppe 4 og ingen af dem er dermed blandt de væsentligste aktører på markedet.

Efter fusionen indgår Jutlander Bank i gruppe 2³⁷.

Der er som tidligere nævnt sket mange fusioner efter finanskrisens indtog i Danmark, hvilket har betydet at antallet af konkurrerende pengeinstitutter er reduceret kraftigt. Der har historisk set været en tendens til at fusioner og opkøb ”smitter”. Det har tidligere vist sig, at hvis markedsledende virksomheder har valgt at benytte fusioner, som en del af deres strategiske overvejelser, så spredte dette sig til mindre virksomheder inden for samme branche, da disse

³⁵ Oversigten er fra 2012. Kilde: <http://www.finansraadet.dk/Tal--Fakta/Pages/statistik-og-tal/de-stoerste-pengeinstitutter.aspx>

³⁶ Arbejdende kapital er defineret som summen af indlån, egenkapital, udstedte obligationer og efterstillede kapitalindskud

³⁷ <http://www.finanstilsynet.dk/~media/Tal-og-fakta/2014/Gruppeopdeling%202014.ashx>

er bange for at sakke bagud³⁸. Denne tendens kan medvirke til at forklare de ”bølger” af fusioner der opstod i perioden omkring 1990 og 2000 og er måske også medvirkende til den nye bølge af fusioner, som vi ser i dag.

Størstedelen af de fusionerede pengeinstitutter siden finanskrisen har været blandt de mindre og lokale pengeinstitutter, hvilket betyder at fusionerne som oftest kun har haft en påvirkning på den lokale konkurrencesituation. Sparekassen Hobro og Sparekassen Himmerland er, som nævnt ovenfor, ligeledes ”små spillere” indenfor branchen og fusionen mellem disse må ikke formodes at have den store betydning for konkurrencesituationen på nationalt plan. Lokalt for Nord- og Østjylland, hvor begge sparekasser er pænt repræsenteret, kan det have stor betydning.

Fusionen kan forbedre sparekassernes konkurrenceevne direkte, da de har tidligere har været konkurrenter om de samme kunder i nærområdet og når de nu går sammen bliver der én konkurrent mindre. Desuden kan Jutlander Banks størrelse virke afskrækkende i forhold til nye indtrængere, som vil have sværere ved at etablere sig overfor én stor spiller kontra flere små konkurrenter. Indgangsbarriererne forstærkes altså.

Med hensyn til forhandlingsstyrken overfor leverandører vil denne også forbedres ved at sparekasserne samler kræfterne. EDB er en stor udgiftspost blandt pengeinstitutters faste udgifter og bygger grundlaget for de daglige processer i nutidens pengeinstitutter. Størrelsen af pengeinstituttet har ingen betydning for de krav som kunderne stiller teknologi vedr. netbank, hjemmeside, mv. Da udgifterne ikke stiger proportionelt med kundeantal, balance eller andre størrelsesmæssige parametre, vil der formentligt kunne opnås besparelser indenfor teknologien generelt i forbindelse med fusionen. Desuden vil Jutlander Bank også stå stærkere i en forhandlingssituation vedr. nyanskaffelser og vedligeholdelse af EDB systemerne.

I forhold til substituerende produkter vil Jutlander Bank formentligt stadigvæk opleve stor konkurrence fra de danske realkreditselskaber. Der er siden finanskrisens begyndelse sket en substitution fra banklån til realkreditlån pga. det lave renteniveau. Dette er en af årsagerne til den faldende udlånsvækst.

6.7 Delkonklusion

Ved gennemgang af en interessentanalyse er det tydeligt at der er en lang række forskellige interessenter, som har relevans og indflydelse i forbindelse med en fusion og derfor er der

³⁸ Creating value from Mergers and Acquisitions, s. 27

også forskellige perspektiver og metoder, der kan benyttes til at vurdere fusionens succes. Hvorvidt en fusion kan betragtes som en succes, afhænger i særdeles hed af hvilke øjne man ser fusionen med.

Ud fra interesseanalysen ovenfor vurderes det, at de mest indflydelsesrige interessenter i forbindelse med motivationen for og beslutningen om en fusion mellem Sparekassen Himmerland og Sparekassen Hobro er:

- Myndighederne
- Aktionærerne
- Ledelsen

De tre interessenter ser forskelligt på, hvad der må betragtes som en succesfuld fusion. De forskellige og ofte modstridende succeskriterier er dannet ud fra hver enkeltes interesse i virksomheden og det er derfor umuligt at tilfredsstille alle tre interessenter optimalt.

I det følgende vil fremgå en analyse af hver af de tre og deres interesse i fusionen, hvilket vil resultere i en vurdering af hvilke interessenter, der har haft størst indflydelse på beslutningen om at indgå i en fusion. Der vil også blive kigget nærmere på hvilke fordele interessenterne opnår ved fusionen.

Ud fra ovenforstående er det relevant at vurdere om de begrundelser, som direktionen i Jutlander Bank har begrundet fusionen ud fra, holder stik eller om der er andre motivationsfaktorer.

7 Motivation i forhold til myndigheder / lovkrav

I fondsbørsmeddelelse nr. 16/2013 begrundes beslutningen om fusionen til dels med *”stigende administrative og økonomiske byrder, der følger de øgede rapporteringskrav og tilsyn for danske pengeinstitutter”*³⁹. For at vurdere om den øgede regulering og nye krav til kapitalopbygningen er motivationen for sammenlægningen af de to sparekasser, er det relevant at kigge nærmere på, hvad det er for nogle lovkrav, der er gældende indenfor branchen og derefter undersøge om Sparekassen Himmerland og Sparekassen Hobro vil stå stærkere sammen, end hver for sig.

³⁹ Fondsbørsmeddelelse nr. 16/2013 s. 1

7.1 Nuværende lovregler

Den mest grundlæggende lov indenfor den finansielle branche er Lov om finansiell virksomhed. LFV § 124; ”*Pengeinstitutters og realkreditinstitutters bestyrelse og direktion skal sikre, at instituttet har en tilstrækkelig basiskapital. Samt i følge stk. 2. Skal basiskapitalen i pengeinstitutter og realkreditinstitutter mindst udgøre 8 pct. af de risikovægtede poster (solvenskravet) og 5 mio. euro (minimumskapitalkravet).*”⁴⁰

LFV § 124 indeholder også regler om hvilke typer kapital, der indgår i basiskapitalen, samt hvilke krav, der gør sig gældende for basiskapitalen. Basiskapitalen er en sikkerhed i forhold til risici og ikke-forventede tab, der kan forekomme, som ikke kan dækkes af de løbende driftsindtægter. Basiskapitalen i et pengeinstituts regnskab består af tre forskellige slags kapital Jf. FIL § 128, stk. 2.

1: Kernekapitalen er den ”rene” egenkapital, som mindst skal udgøre 50 % af basiskapitalen. Kernekapitalen består af bl.a. indskudt aktiekapital, garantikapital og henlagt overskud. Kernekapitalen er den mest usikre kapital at investere i, da der ikke er dækning for det investerede beløb, hvis banken går ned.

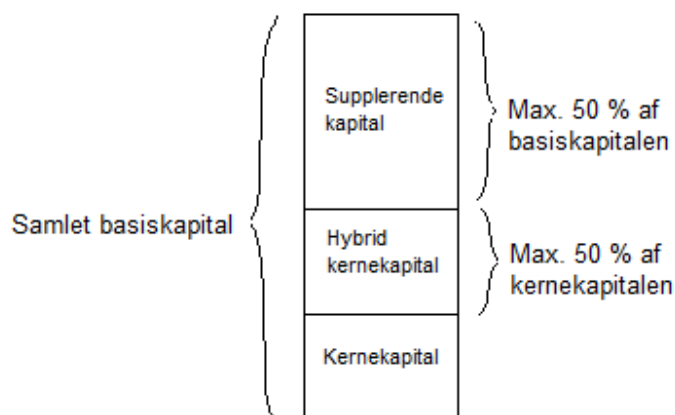
2: Hybrid kernekapital er en blanding af egenkapital og lånekapital. Der er helt særlige regler som skal opfyldes, før kapital kan betegnes som hybrid kernekapital. Kravene er at kapitalen skal være med uendelig løbetid og uopsigelig af långiver. Desuden bortfalder forrentningen af gælden, hvis banken ikke har frie reserver og sidst men ikke mindst så er denne type kapital også efterstillet anden gæld i tilfælde af konkurs⁴¹.

3: Supplerende/ansvarlig kapital minder lidt om hybrid kernekapital. Denne form for lånekapital skal have et bestemt tidspunkt for tilbagebetalingen til låntager og der er en konkret løbetid. Kapitalen kan ikke opsiges af kreditor og kan indfries med tilladelse fra Finanstilsynet. Supplerende kapital består blandt andet af ansvarlig lånekapital med begrænset løbetid og er efterstillet almindelige indlån. Andelen af den supplerende kapital der kan medregnes i opgørelsen af basiskapitalen nedtrappes i løbet af lånets løbetid.

⁴⁰ <https://www.retsinformation.dk/Forms/r0710.aspx?id=142178> - § 124.

⁴¹ Bankvirksomhed og risikostyring, kapitel 1, s. 14

Figur 4: Opdeling af basiskapital.



Kilde: Egen tilvirkning

Fra marts 2013 trådte der nye krav i kraft omkring opgørelsen af pengeinstitutters individuelle solvensbehov. Denne nye metode ”solvensbehovs metode 8+” indregner blandt andet svage kunder, markedsrisici og andre risikoområder i beregningen af solvensen. En 8+ tilgang betyder, at der tages udgangspunkt i, at minimumskravet på 8 procent af de risikovægtede poster dækker de normale risici, hvorefter der skal tages stilling til, om det pågældende institut har risici derudover, som nødvendiggør et tillæg til solvensbehovet.

7.1.1 Tilsynsdiamanten

Ud fra erfaringerne med nødlidende institutter under den finansielle krise har Finanstilsynet opstillet en række pejlemærker for, hvad Finanstilsynet som udgangspunkt anser for værende pengeinstitutvirksomhed med forhøjet risiko – den såkaldte Tilsynsdiamant. Eventuelle overskridelser indgår i Finanstilsynets tilrettelæggelse af tilsynsvirksomheden⁴².

Figur 5: Tilsynsdiamanten for Sparekassen Himmerland, Sparekassen Hobro og Jutlander Bank

Pejlemærker pr. 30. september 2013	Sparekassen Himmerland	Sparekassen Hobro	Jutlander Bank (Proforma)
Summen af store engagementer < 125 % af Basiskapital	14,5 %	14,9 %	0,0 %
Udlånsvækst < 20 %	-9,9 %	-5,1 %	-8,3 %
Ejendomseksponering < 25 % af de samlede udlån og garantier	14,6 %	19,3 %	16,2 %
Funding ratio < 1	0,7	0,7	0,7
Likviditetsoverdækning > 50 %	182,9 %	197,2 %	189,2 %

Kilde: Fusionsplan – fondsmeddelelse nr. 16. 2013, s. 38

Som det fremgår af figur 5 ovenfor overholder Sparekassen Himmerland, Sparekassen Hobro og Jutlander Bank alle pejlemærkerne.

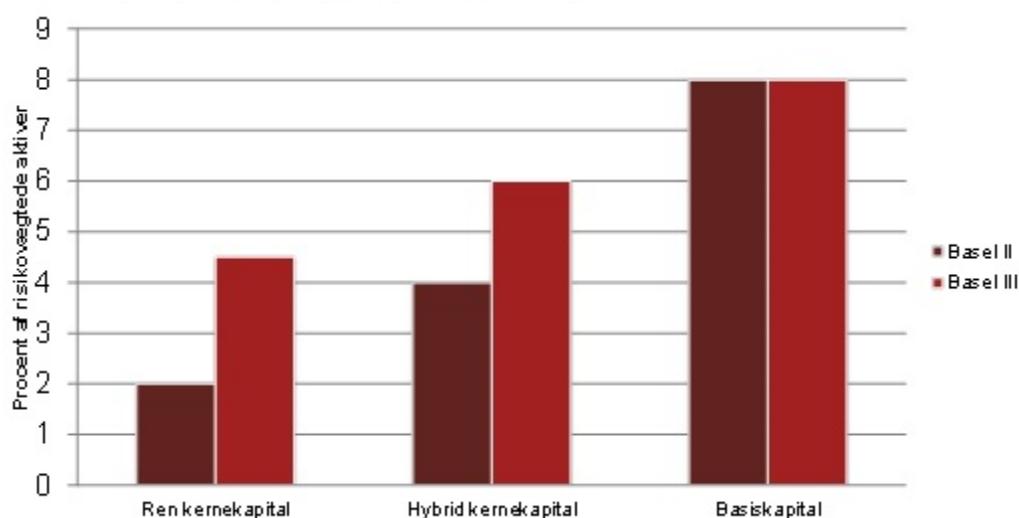
⁴² Den finansielle krise i Danmark – Årsager, konsekvenser og læring (Rangvid rapporten), s. 266

I forbindelse med Rangvid-kommissionens undersøgelser af årsagerne til og konsekvenser af finanskrisen anbefales det, at der holdes fast i Tilsynsdiamanten fremover, samt løbende vurderer hvorvidt den indeholder de relevante risikofaktorer⁴³.

7.2 Fremtidige lovændringer

Siden finanskrisens indtog har der været et nyt fremstød af lovændringer, i forsøg på at undgå lignende situationer i fremtiden – Basel III. Reglerne stiller i højere grad end tidligere krav til minimumskapital og kvaliteten af kapitalen. Kravene skal løbende indføres frem mod 2015 og forskellen i forhold til i dag fremgår nedenfor.

Figur 6: Krav til kapital under Basel II og Basel III.



Kilde: <http://www.pwc.dk/da/nyt/finance/risk/basel-iii.jhtml>

Ud over de skærpede krav til kapitalopbygningen indføres der også krav om etablering af kapitalbuffer:

1. Kapitalbevaringsbuffer
2. Kontracyklisk kapitalbuffer
3. Systemisk risikobuffer
4. Global systemisk kreditinstitutsbuffer (ikke relevant i Danmark pt.)
5. Andre systemiske buffere⁴⁴

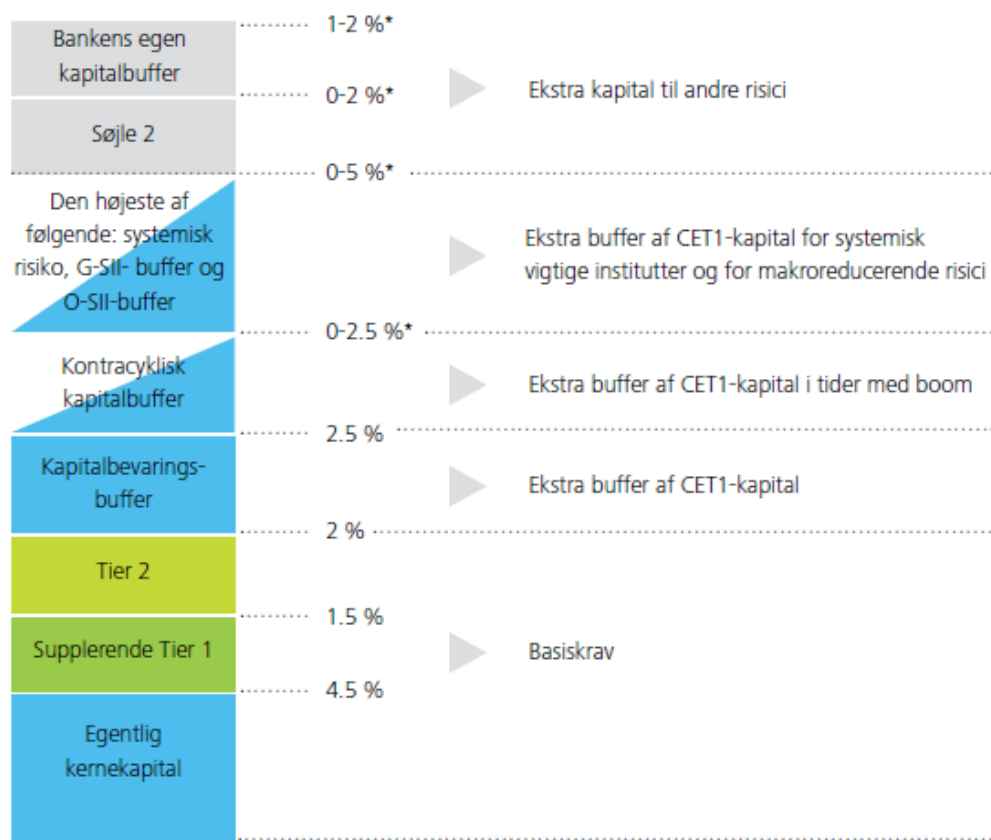
Kravene til kapitalopbygningen kan fremover se ud som nedenfor, når bufferne medregnes. Den store stigning i kravene til kernekapital mv. vil medføre at mange pengeinstitutter har

⁴³ Den finansielle krise i Danmark – Årsager, konsekvenser og læring (Rangvid rapporten), s. 33

⁴⁴ <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/dk/Documents/financial-services/nye%20kapitalkrav.pdf>

behov for at hente yderligere kapital i form af f.eks. aktieemission, opbygning af løbende overskud, mindre udbetaling af udbytte mv.

Figur 7: Oversigt over kapitalopbygningen og buffere fra 2015



*Formodede højere grænser (værdier kan være højere))

Kilde: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/dk/Documents/financial-services/nye%20kapitalkrav.pdf>

Ændringerne i kapitalopbygningen er ikke de eneste krav, der bliver ændret fra 2015. Der bliver fra 2015 også indført andre reguleringer, som pengeinstitutterne skal leve op til.

7.2.1 Gearingsratio (leverage ratio)

Med virkning fra januar 2015 skal alle kreditinstitutter oplyse deres gearingsratio. Gearingsrationen måles som forholdet mellem kernekapitalen på den ene siden og instituttets aktiver og ikke-balanceførte poster på den anden side. Fremover skal kreditinstitutterne have en gearingsratio på mindst 3 %, hvilket betyder at gearingen af egenkapitalen er på maksimalt 33 gange.

7.2.2 Likviditet

Der indføres et likviditetskrav, som indebærer, at institutterne skal have en likviditetsbuffer, som kan dække institutternes betalingsbehov over en stresset 30-dages periode.

Dertil kommer et krav om stabil finansiering. Målet med dette er, at institutternes udlån med en løbetid over 1 år, skal finansieres med langsigtet funding.⁴⁵

I den følgende analyse tages der ikke udgangspunkt i ændringerne til likviditet og gearingsration, da der fortsat kører test på disse og den præcise udformning ligger endnu ikke fast.

7.3 Prisen for de nye Basel III krav

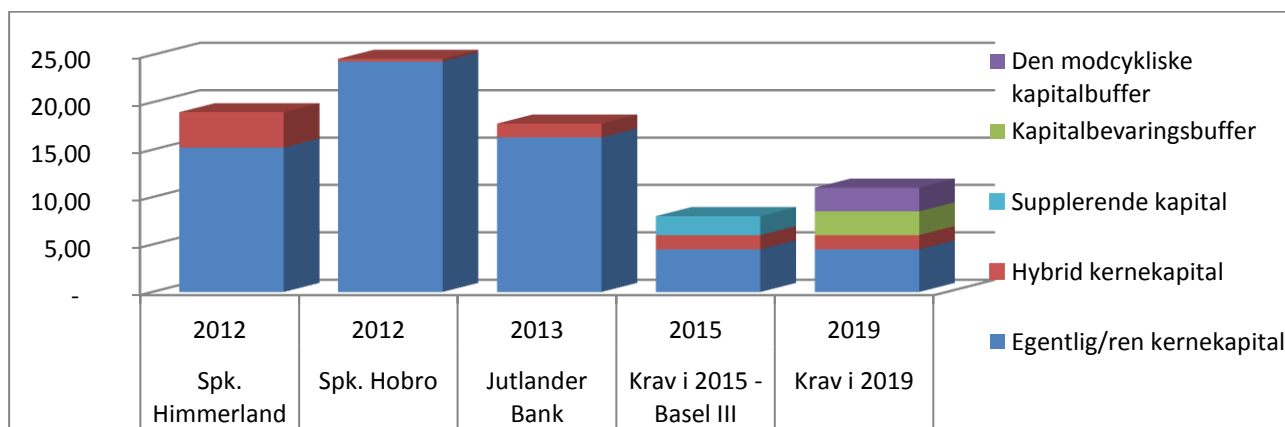
Egenkapital er pengeinstitutternes mest knappe kapital og det handler derfor om at udnytte denne bedst muligt. For hver krone egenkapital et pengeinstitut binder i ”overskydende solvens” mister virksomheden muligheden for at denne kan benyttes til at skabe ekstra indtjening ved at forhøje udlånet.

Højere kapitalkrav og krav til diverse buffere vil medføre, at der skal bindes yderligere kapital i de danske pengeinstitutter. Der har gennem de seneste år været heftig diskussion blandt eksperter, om hvad dette vil koste sektoren og kunderne generelt.

Det diskuteres bl.a. i artikler i FinansInvest⁴⁶. Nogle mener, at det vil medføre dyrere finansiering for kunderne, mens andre mener at de ekstraomkostninger, som er forbundet med stigningen i kernekapital, kan begrænses til at medføre stigninger i kundernes udlånsrenter på 0,15 %-point, pga. den besparelse pengeinstitutterne får på fundingsiden.

Inden der kigges dybere i denne diskussion, er det relevant at skabe overblik over de to sparekassers kapitalopbygning, samt at undersøge om der er behov for kapitaludvidelse og i så fald, hvor meget.

Figur 8: Kapitalopbygning



Kilde: Egen tilvirkning ud fra årsrapporter og fondsbørsmeddelelse. Bilag 5

⁴⁵ http://www.finanstilsynet.dk/da/temaer/internationalt/information-til-eu-specialudvalget/~media/Temaer/2011/Specialudvalgsnotat_CRD4.ashx

⁴⁶ FinansInvest 5/2013 (debatindlæg og Replik)

Som det fremgår ovenfor var både Sparekassen Himmerland og Sparekassen Hobro meget solvente pengeinstitutter med solvensprocenter markant over hvad lovgivningen kræver. Selv efter indfasningen af de nye skærpede krav til kapitalens sammensætning overstiger begge de to sparekasser kravene. Hvis der i opgørelsen medregnes de ekstra krav til den rene egenkapital i form af buffere vil det samlede solvensbehov være:

8 % = Solvenskrav

2,5 % = Kapitalbevaringsbuffer

2,5 % = Kontracyklisk kapitalbuffer

5 % = Systemisk risikobuffer (formentligt ikke relevant, da sparekasserne ikke vil være omfattet af SIFI)

18 % = I alt.

Realistisk set vil kravet dog ikke nå dette niveau, da der er mulighed for lavere buffere. Jutlander Bank har ved proformaopgørelsen 30.09.2013 en solvensprocent og kernekapitalprocent på 16,4 %, dvs. ikke langt fra det maksimale krav. Det vurderes derfor ikke at hverken Sparekassen Hobro med en solvens procent på 20,5 % eller Sparekassen Himmerland med en solvensprocent på 15,7 %, ville have fået de store udfordringer med at opfylde kravene i forbindelse med Basel III.

Det kan diskuteres om sparekasserne har ”for” høj basiskapital, da dette ofte er den dyreste kapital og derfor bør benyttes bedst muligt for at opnå en ekstraintjening, men i betragtning af de stigende krav er det som udgangspunkt bedre at have for meget end for lidt.

Ud over en solid kernekapital har begge institutter også indlånsoverskud, hvilket især skyldes de ændringer, der har været i forbrugsmønstret de seneste år. Danske forbrugere har ændret adfærd og har nu fokus op opsparing og nedbringelse af gæld. Det betyder at flere pengeinstitutter kæmper ufrivilligt med negativ udlånsvekst – heriblandt også Sparekassen Himmerland og Sparekassen Hobro⁴⁷. På den lange bane er dette en ugunstig udvikling og kan få stor betydning for pengeinstitutternes indtjening fremover. Diskussionen om konsekvenserne gennemgås dog ikke nærmere, da den ligger udenfor det centrale emne i opgaven.

Da begge i dag har indlånsoverskud, vurderes fusionen ikke at have væsentlig betydning med hensyn til Jutlander Banks funding fremover. Indlånsmidler er ikke så prisfølsomme omkring bankernes rating mv., da de er sikret af Indskydergarantifonden⁴⁸.

⁴⁷ Sparekassen Himmerland / Jutlander Bank Årsrapport 2013, s. 9 (ledelsesberetning)

⁴⁸ Op til 750.000 kr. i indlån pr. juridisk kunde

Der er forskellige holdninger til den stigende regulering af sektoren. Nogle mener, at den stigende regulering af sektoren er ved at resultere i et rigtigt og bureaukratisk finansielt system, som vil kvæle fremtidig vækst⁴⁹. Andre mener, at det er nødvendigt at holde bankerne i ørerne for at undgå overdreven risikotagning og begrænse bankernes kreative løsninger på at skabe profit⁵⁰. I Rangvid-rapporten beskrives den liberalisering af den finansielle regulering, der skete i årene op til finanskrisen, som en medvirkende årsag til, at det hele gik så galt⁵¹. Særligt de nye internationale regnskabsstandarder (IFRS) og kapitaldækningsregler (Basel II) medførte en reduktion i pengeinstitutternes polstring og en øget udlåns gearing – på et meget u hensigtsmæssigt tidspunkt.

Der er generel enighed om, at visse regler i forbindelse med reguleringen af finansielle virksomheder var nødvendig, men nogle mener, at lovgiverne med de seneste stramninger er ved at gå for langt i den anden grøft. Som eksempel udtalte Bendt Bendtsen følgende til debatmøde med Finansrådet: *"Der er ingen tvivl om, at ovenpå krisen skal bankerne polstres. Men det giver problemer. Konkret betyder det, at der er for få penge til små- og mellemstore danske virksomheder, som ikke kan låne i banken"*.

Det er ikke kun i forhold til stramninger i kreditpolitikken, at de mange regelændringer skaber udfordringer for de danske pengeinstitutter. Især for de små lokale pengeinstitutter, herunder Sparekassen Hobro og Sparekassen Himmerland, medfører de mange ændringer desuden store administrative byrder, som udgør en særlig udfordring for de små institutter⁵². Det kommer til udtryk i udtalelsen fra Claus E. Petersen, adm. direktør i Den Jyske Sparekasse og formand for foreningen af Lokale Pengeinstitutter: *"Vi beder hverken om lettelser eller lempelser i den danske finanssektor men om arbejdsro"*⁵³. Den store administrationsbyrde for små pengeinstitutter opvejes dog delvist af de ekstra krav som stilles til de store Systemisk Vigtige Finansielle Institutter i Danmark⁵⁴.

7.4 Delkonklusion

Der er ingen tvivl om, at der er sket store ændringer i forhold til reguleringen af den finansielle sektor, og at der generelt stilles større krav til pengeinstitutter i dag end før 2008.

⁴⁹ <http://www.pwc.dk/da/nyt/finance/deal/banking-industry-insights.jhtml>

⁵⁰ <http://www.dr.dk/Nyheder/Penge/2013/12/02/1202135310.htm>

⁵¹ Den finansielle krise i Danmark – Årsager, konsekvenser og læring (Rangvid rapporten), s. 35

⁵² <http://www.b.dk/danmark/smaa-banker-drukner-i-lovkrav>

⁵³ <http://www.pwc.dk/da/nyt/finance/deal/banking-industry-insights.jhtml>

⁵⁴ SIFI rapporten

På trods af de stigende krav til finansielle virksomheder, er der dog ikke nogen af de indførte eller forventede ændringer, som lader til at volde Sparekassen Himmerland eller Sparekassen Hobro problemer i forhold til kapitalopbygningen, da begge er meget solide pengeinstitutter, med en høj egenkapital.

Selvom ændringerne i kravene ikke umiddelbart berettiger behovet for fusionen mellem Sparekassen Himmerland og Sparekassen Hobro, vurderes det at de mange ændringer, som kræver ændringer i pengeinstitutternes forretningsgange, processer mv. optager uhensigtsmæssigt mange ressourcer hos mindre pengeinstitutter og dermed kan bidrage til beslutningen om fusionen. Ifølge aktieanalytiker Christian Hede fra Nordea er Jutlander Bank, dog stadigvæk for små til at have en lys fremtid⁵⁵.

8 Motivation for aktionærer

For at kunne lave en retvisende analyse af konsekvenserne af fusionen, samt rentabiliteten af Jutlander Bank fremover, er det vigtigt at have et sammenligningsgrundlag at arbejde ud fra.

Derfor laves indledningsvis et overblik over, hvordan de to sparekasser har preformet tidligere (hvor er vi nu?) før der analyseres nærmere på, hvordan Jutlander Bank vil klare sig fremover (hvor er vi på vej hen?).

I en undersøgelse foretaget af Ioannis Asimakopoulos & Panayiotis Athanasoglou omkring fusioner i Europa⁵⁶ fremgår det, at der er størst sandsynlighed for en generel værditilvækst og dermed en succesfuld fusion, når den opkøbte bank er lille, ineffektiv og med en dårligt fungerende ledelse⁵⁷. Om dette gør sig gældende analyseres nærmere i afsnittet nedenfor.

8.1 Regnskabsanalyse - tidligere performance

I det følgende analyseres, der nærmere på Sparekassen Himmerlands og Sparekassen Hobros væsentligste nøgletal for at analysere deres evne til at tjene penge, som selvstændige pengeinstitutter. Dette vil efterfølgende danne grundlag for analysen af den fremtidige performance.

Analyserne tager udgangspunkt i årene fra 2008 – 2013.

⁵⁵ Bilag 1- mail fra Christian Hede, Nordea Markets

⁵⁶ "Revisiting the merger and acquisition performance of European banks", s. 243

⁵⁷ "Revisiting the merger and acquisition performance of European banks", s. 245

8.1.1 Resultat efter skat

Resultat efter skat er et udtryk for virksomhedens bundlinje, altså om den tjener penge. Det er også vigtigt, at resultatet udvikler sig positivt år efter år og dermed viser, at den stigende værdi i virksomheden også bidrager til en større indtjening i årene efter. Indtjeningen bør altså stige i takt med at volumen i virksomheden stiger. En stabilt og stigende resultat er ønskelig for virksomhedens aktionærer, da det også almindeligvis vil medføre mindre udsving i aktiekurserne.

Tabel 1: Årets resultat efter skat for Sparekassen Himmerland og Sparekassen Hobro

Resultat efter skat (t.kr.)	2013	2012	2011	2010	2009
Spk. Himmerland	6.000	8.000	- 101.000	- 39.000	21.000
Spk. Hobro	- 32.536	- 28.052	- 16.446	15.772	19.761

Kilde: Egen tilvirkning jf. Årsrapporter fra 2009-2013. Kilde: Bilag 4

Ovenfor fremgår det, at der har været store udsving i resultatet for de to sparekasser gennem årene. Der er altså markant forskel på, hvordan sparekasserne har klaret sig igennem de forskellige år. Resultaterne går fra positive resultater for begge sparekasser i 2009 på ca. 20 mio. kr. til chokerende negative resultater for dem begge i hhv. 2011 for Sparekassen Himmerland og 2011, 2012 og 2013 for Sparekassen Hobro.

Formålet med at investere i virksomheder er, at investor har en forventning om at få et positivt afkast af sin investering. Hvis ikke dette er tilfældet, bør investor i stedet sætte pengene i noget, som giver et positivt afkast eller som minimum placere pengene i banken på en konto til den risikofrie rente. Det er altså på ingen måde tilfredsstillende for investorer, at der er negativt resultat af virksomhedens løbende drift på den længere bane.

Der er forskel på hvor stort et resultat, der skal til, for at det kan betragtes som tilfredsstillende, da dette skal ses i forhold til virksomhedens aktiekapital og den samlede balance. Det er ikke retvisende at sammenligne krone for krone i de to pengeinstitutter, da der er betydelig forskel på balancestørrelsen og dermed også forskel på hvilket afkast, der kan accepteres som tilfredsstillende.

For at kunne sammenligne resultaterne, kan der med fordel benyttes nøgletallet Return on Assets, som viser, hvor gode sparekasserne er til at skabe overskud, i forhold til hvor mange penge, der er bundet i forskellige aktiver. Nøgletallet er således fordelagtigt at bruge til at sammenligne virksomheder, da det er uafhængigt af virksomhedens mission, størrelse og kapitalgrundlag. Beregningen er som følger:

Ligning nr. 1:
$$ROA = \frac{\text{Årets resultat}}{\text{Balancen}} \cdot 100$$

Tabel 2: Return on assets

ROA	2013	2012	2011	2010	2009
Spk. Himmerland	0,06 %	0,08 %	-0,98 %	-0,32 %	0,18 %
Spk. Hobro	-0,68 %	-0,59 %	-0,31 %	0,28 %	0,39 %

Kilde: Egen tilvirkning jf. oplysninger fra årsrapporter fra 2009-2013. Kilde: Bilag 4

Sparekassen Himmerlands samlede balance ligger i perioden fra 2008-2013 på omkring 10.000.000 t.dkk, hvorimod Sparekassen Hobros samlede balance ligger på ca. det halve svarende til omkring 5.000.000 t.dkk. Som udgangspunkt bør Sparekassen Himmerland derfor have mulighed for at generere et ca. dobbelt så højt resultat, hvis balancen udnyttes lige så effektivt.

Det er forskelligt fra år til år hvilken af sparekasserne, der har klaret sig bedst. Det tyder på at Sparekassen Himmerland, med sin væsentligt større balance har oplevet større udsving i årets resultat, men har til gengæld hurtigere formået at rette op, så der igen er skabt (beskedne) positive resultater efter finanskrisen. Sparekassen Hobro var længere om at blive ramt af finanskrisen, som først medførte negativt resultat i 2011, men til gengæld kæmper Sparekassen Hobro fortsat med stigende negative resultater.

For at afdække, hvad de svingende resultater skyldes, er det nødvendigt at kigge dybere i regnskaberne.

8.1.2 Nettoindtjening

Udsvingene i årets resultat kan påvirkes af hhv. udsving i indtægterne eller i udgifterne.

Netto rente- og gebyrindtægter er for pengeinstitutter den væsentligste indtægtskilde og for de to sparekasser ser de ud som følger:

Tabel 3: Netto rente – og gebyrindtægter.

Netto rente- og gebyrindtægter (t.kr.)	2013	2012	2011	2010	2009
Spk. Himmerland	451.000	457.000	448.000	454.000	492.000
Spk. Hobro	207.200	241.066	221.271	222.534	223.430

Kilde: Egen tilvirkning jf. oplysninger fra årsrapporter fra 2009-2013. Kilde: Bilag 4

Det fremgår af tabellen, at der i perioden fra 2009-2013 ikke har været tilsvarende store udsving i rente- og gebyrindtægterne, som der har været i årets resultat. Det er med andre ord

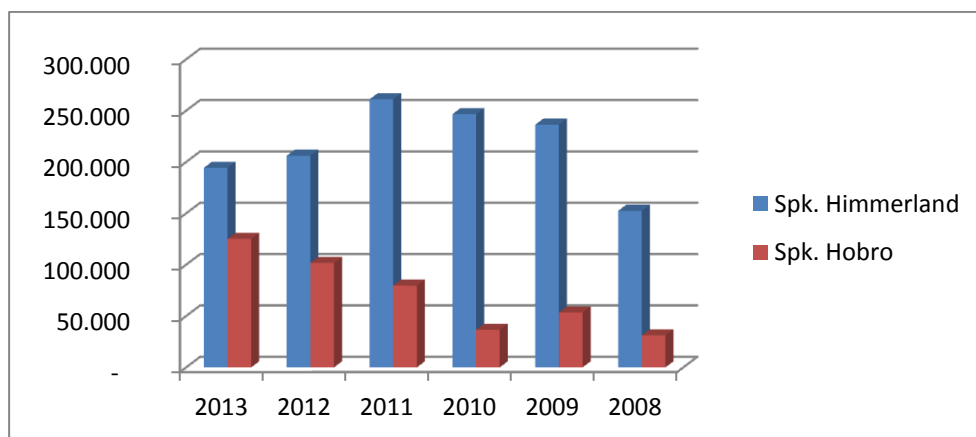
ikke sparekassernes evne til at skabe indtjening, der er problemet. Det skal dog bemærkes at begge sparekasser har oplevet fald i nettoindtjeningen, som følge af den faldende udlånsefterspørgsel, som skyldes en stigende tendens i samfundet til at afvikle gæld og spare op⁵⁸.

8.1.3 Nedskrivninger

Da de dårlige år med skuffende og endda negative resultater ikke kan tilskrives fald i indtjeningen, må det tilskrives stigninger i udgifterne. I finansbranchen findes der to slags udgifter, de løbende driftsudgifter og de udgifter, der opstår i forbindelse med kundernes manglende tilbagebetalingsevne, også kaldet nedskrivninger.

Både Sparekassen Himmerland og Sparekassen Hobro har haft betydelige nedskrivninger siden finanskrisen gjorde sit indtog i den danske økonomi i 2008.

Figur 9: Nedskrivninger i Sparekassen Himmerland og Sparekassen Hobro



Kilde: Egen tilvirkning jf. oplysninger fra årsrapporter fra 2008-2013. Bilag 6

Sparekassen Hobros nedskrivninger er gennem hele perioden væsentligt lavere end nedskrivningerne i Sparekassen Himmerland, men dette skyldes til dels Sparekassens Hobros lavere udlånsmasse. For at sammenligne de to sparekasser bør der i stedet tages udgangspunkt i årets nedskrivningsprocent, som beskriver årets nedskrivninger og hensættelser på udlån og garantier i procent af de samlede udlån og garantier⁵⁹.

Tabel 4: Nedskrivningsprocent

Årets nedskrivningsprocent	2013	2012	2011	2010	2009
Spk. Himmerland	2,6	2,6	3,0	3,2	2,9
Spk. Hobro	3,0	2,5	1,9	0,8	1,0

Kilde: Egen tilvirkning jf. oplysninger fra årsrapporter fra 2009-2013. Kilde: Bilag 4

⁵⁸ Årsrapport 2012 Sparekassen Hobro, s. 3 Ledelsesberetning.

⁵⁹ Årsrapport 2013 Jutlander Bank, s. 39

Sammenlignes i stedet nedskrivningsprocenterne er de to sparekasser mere jævnbyrdige. Sparekassen Himmerland ligger i perioden med en nedskrivningsprocent på et relativt højt niveau på 2,6-3,2 %, men ser ud til at have fået stabiliseret nedskrivningsprocenten omkring 2,6 %.

Sparekassen Hobro har gennem perioden haft tendens til stigende nedskrivninger, som topper i 2013 med en nedskrivningsprocent på 3 % og nærmer sig et nedskrivningsniveau i nærheden af Sparekassen Himmerlands på trods af en størrelsesmæssig forskel mellem udlånsporteføljerne på 5,5 mio. i Sparekassen Himmerland mod ca. 3 mio. i Sparekassen Hobro.

Hvis tendensen med Sparekassen Hobros stigende nedskrivninger fortsatte, vil det år for år medføre negative resultater og langsomt ”spise” egenkapitalen op, hvilket kunne medføre solvensproblemer på længere sigt. Sparekassen Hobro havde altså en stor udfordring på dette område, selvom sparekassen var et solidt pengeinstitut med solvensoverskud.

Til sammenligning kan det fremhæves at de fem største pengeinstitutters nedskrivninger alle lå mellem 1-2 procent i 2009⁶⁰.

8.1.4 Tidligere afkast til aktionærerne - Return on equity (ROE)

Return on equity viser forrentningen af de værdier, som ejerne har investeret i virksomheden efter skat, og er derfor et interessant nøgletal for aktionærerne. Nøgletallet viser pengeinstitutternes evne til at skabe indtjening til aktionærerne og beregnes med følgende formel:

$$\text{Ligning nr. 2:} \quad ROE = \frac{\text{Resultat efter skat}}{\text{Egenkapital}} \cdot 100$$

Tabel 5: Return on Equity

ROE	2013	2012	2011	2010	2009
Spk. Himmerland	0,41%	0,55%	-7,15%	-2,61%	1,38%
Spk. Hobro	-3,43%	-2,87%	-1,58%	1,50%	1,91%

Kilde: Egen tilvirkning jf. oplysninger fra årsrapporter fra 2009-2013. Kilde: Bilag 4

Som det fremgår af tabellen er ROE selvfølgelig meget påvirket af de negative resultater og må beskrives, som utilfredsstillende for begge pengeinstitutter de seneste år.

Finanskrisen har ikke kun medført udsving i ROE for de to sparekasser, men for hele sektoren. Som det fremgår af tabel 6 nedenfor, er det tydeligt, at de største danske

⁶⁰ Den finansielle krise i Danmark – Årsager, konsekvenser og læring (Rangvid rapporten), s. 237

pengeinstitutter, har klaret sig generelt bedst. Hvis sparekasserne sammenlignes med deres respektive grupper, har begge klaret sig en smule bedre end gennemsnittet i grupperne de sidste par år, men klarer sig langt fra lige så godt som Gruppe 2 pengeinstitutterne, som de bliver en del af efter fusionen.

Tabel 6: ROE i sektoren generelt

ROE efter skat	2009.06	2010.06	2011.06	2012.06	2013.06
Pengeinstitutter, gruppe 1-4	-2,78	0,39	1,78	1,03	3,08
Pengeinstitutter, gruppe 1	0,88	2,05	1,82	1,39	3,56
Pengeinstitutter, gruppe 2	-14,09	-6,04	1,88	-0,17	2,05
Pengeinstitutter, gruppe 3	-9,97	-2,51	1,55	0,21	0,09
Pengeinstitutter, gruppe 4	-0,06	2,77	1,06	-0,86	-4,32

Kilde: <https://www.finanstilsynet.dk/da/Tal-og-fakta/Statistik-noegletal-analyser/Noegletal.aspx>, Bilag 4

Som tidligere nævnt kan det være vanskeligt at fastlægge, hvilket afkast, der er tilfredsstillende for investorer, men vi kan med fordel se nærmere på om fusionen er et projekt, som de tidligere garanter og dermed ”nye investorer” i Jutlander Bank har tillid til. Sparekassen Hobro havde pr. 30. september 2013 en samlet garantkapital på 264 mio. kr. I forbindelse med sammenlægningen til Jutlander Bank har garanter, svarende til 83,3 mio. kr. i garantkapital valgt at få kontantindfriet deres garantikapital i stedet for at få denne konverteret til aktier. Af de 83,3 mio. kr. udgjorde Finansiell Stabilitets andel 18,3 mio. og Galten-fonden og Gjerlev-fondens andele udgjorde 16,3 mio. Garantkapital på i alt 48,7 mio. kr. er altså blevet indfriet af de almindelige garanter i Sparekassen Hobro. Denne andel svarer til ca. 18,5 %, hvilket tyder på at en forholdsvis stor del af kunderne i tidligere Sparekassen Hobro ikke mente, at det ville være gunstigt for dem, at fortsætte med at investere i banken efter fusionen med Sparekassen Himmerland.

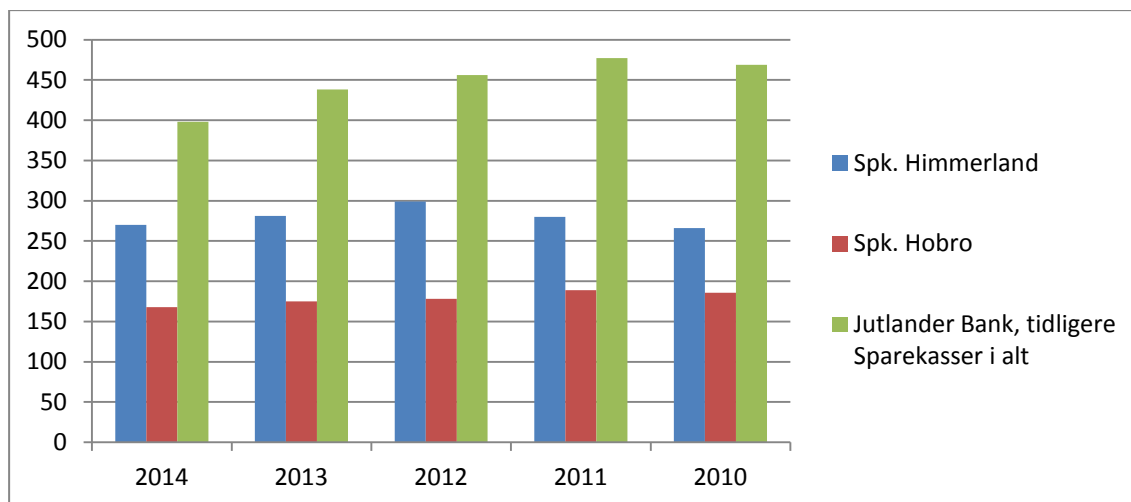
8.1.5 Medarbejdere og effektivitet

Medarbejderne er som i mange servicefag en af de største aktiver, som virksomhederne besidder. Som nævnt i interessentanalysen begrundes fusionen også delvist med ønsket om at kunne tiltrække og fastholde kompetente medarbejdere. Alligevel er det netop medarbejderstaben, der i første omgang har mærket de markante konsekvenser af fusionen. Samtidig med offentliggørelsen af fusionen i oktober 2013 varslede den nye direktion i Jutlander Bank nedskæringer på personalesiden. En personalenedgang på 9 % svarende til 40

medarbejdere blev gennemført i januar 2014. 26 medarbejdere valgte at tage imod bankens tilbud om en frivillig fratrædelsesaftale, og der var derfor ”kun” behov for 14 fyringer⁶¹.

Medarbejderudviklingen i Sparekassen Himmerland og Sparekassen Hobro har gennem de sidste 5 år set ud som følger:

Figur 10: Udviklingen i antal medarbejdere



Kilde: Egen tilvirkning ud fra årsrapporter og fondsbørsmeddelelser. Bilag 7

Som det fremgår af figuren ovenfor, så har der medarbejderstaben været faldende siden 2011, hvor den samlede medarbejderstab udgjorde 477 fuldtidsmedarbejdere. Siden 2011 er antal medarbejdere faldet med i alt 16 % frem til primo 2014. Formålet med at reducere antallet af medarbejdere er at skabe besparelser på de løbende udgifter. Hvor store besparelser medarbejderreduktionen vil medføre gennemgås nærmere senere i analyse i afsnit 8.3.3.2.1.

Men hvor effektivt bliver medarbejdernes kompetencer udnyttet? Det er svært at opgøre menneskelige ressourcer i kr. og øre, men for at danne et overblik over effektiviteten i processerne og indtjeningen generelt i forhold til ressourcerne, kan der med fordel kigges nærmere på sparekassernes nøgletal omkring indtjening pr. medarbejder og overskud pr. medarbejder.

Tabel 7: Indtjening pr. medarbejder og resultat pr. medarbejder

	2013	2012	2011	2010	2009
Sparekassen Himmerland					
Indtjening pr. medarbejder	1670,37	1626,33	1498,33	1621,43	1849,62
Resultat pr. medarbejder	40,74	35,59	-468,23	-210,71	63,91
Sparekassen Hobro					
Indtjening pr. medarbejder	1233,33	1377,52	1243,10	1178,05	1201,88
Resultat pr. medarbejder	-193,67	-98,13	-126,31	108,57	125,54

Kilde: Egen tilvirkning ud fra årsrapporter og fondsbørsmeddelelser. Bilag 7

⁶¹ Pressemeddelelse pr. 23. Januar 2014 fra Jutlander Bank, se bilag

Som det fremgår af tabellen ovenfor, så har Sparekassen Himmerland gennem hele perioden formået at frembringe en højere indtjening pr. medarbejder end Sparekassen Hobro og udnytter derfor arbejdskraften mere effektivt. Den lavere effektivitet hos Sparekassen Hobro er ikke nødvendigvis ensbetydende med mindre arbejdsomme eller mindre dygtige medarbejdere, men kan skyldes en lang række forskellige elementer for eksempel uhensigtsmæssige forretningsprocesser, dårligere EDB support, lavere kompetencer hos medarbejdere, dårlig motivation mv.

Den generelle tendens indenfor banksektoren er, at der igen hos de fleste banker er bedring at læse i regnskaberne og at flere banker igen giver overskud efter nogle hårde år⁶². Dette gør sig ikke gældende hos Sparekassen Hobro, hvis resultat per medarbejder viser en alarmerende tendens. Sparekassen Hobro har gennem de sidste fem år, på trods af nogenlunde stabil indtjening, haft faldende resultat pr. medarbejder. Overskuddet og dermed også overskud per medarbejder har for Sparekassen Himmerland heller ikke været tilfredsstillende set i forhold til markedet generelt. I Magasinet Finans fra marts 2014 fremhæves det at 10 udvalgte danske banker i gennemsnit har et overskud på 500.000 kr. per ansat. Jutlander Bank optræder som en af de 10 banker, som er medtaget i undersøgelsen, men med markant det laveste resultat per medarbejder på ca. 41.000 kr. i 2013⁶³. Det er selvfølgelig ikke retvisende at sammenligne Jutlander Bank med de helt store banker som Nordea og Danske Bank, men sammenligningen kan bidrage til at vise en tendens.

8.1.6 Delkonklusion på tidligere performance

Som det fremgår af regnskabsanalysen ovenfor, så har begge pengeinstitutter haft store problemer med at håndtere de udfordringer, som finanskrisen har medbragt. Begge sparekasser har været i stand til at fastholde nogenlunde stabilt indtægtsniveau på trods af udfordringer med indlånsoverskud og manglende efterspørgsel efter udlån.

Det store problem ligger derimod på omkostningssiden, hvor begge har haft store problemer med at styre nedskrivningerne og dermed oplevet år med store negative resultater. Sparekassen Himmerland er kommet bedst igennem krisen og har formået at få vendt resultaterne til nu igen at give overskud – dog beskedne. Generelt kan det konkluderes at hverken Sparekassen Himmerland eller Sparekassen Hobro har givet tilfredsstillende afkast til

⁶² <http://finanswatch.dk/Finansnyt/article6539992.ece>

⁶³ “En halv million i overskud per ansat” fra Magasinet Finans marts 2014, s.22-24

ejerne de seneste år, og også skaber en langt lavere indtjening pr. medarbejder end andre i sektoren.

Sparekassen Himmerland har præsteret bedre end Sparekassen Hobro på alle områder de seneste år, hvilket betyder at Sparekassen Hobro, som udgangspunkt, er en egnet kandidat til at indgå i en succesfuld fusion ifølge de tidligere omtalt undersøgelser. Spørgsmålet er bare om Sparekassen Himmerland er i stand til at vende udviklingen i Sparekassen Hobro, da de selv har haft svært ved at opretholde tilfredsstillende resultater gennem krisen. Der er måske risiko for at gentage fusionsfiaskoen mellem Vestjysk Bank og Aarhus lokalbank, som tydeligt viste at minus og minus ikke giver plus, altså at to ”dårlige” parter, som fusioner ofte blot resulterer i en større, men stadigvæk dårligt fungerende bank.

8.2 Bidrager fusionen med merværdi til aktionærer?

Er en fusion gunstig?

For at en fusion skal bidrage med værdi til virksomheden, kræver det investeringer i integration af de to virksomheder og integration koster. Der investeres løbende store beløb i forbindelse justering/omformulering af forretningsplaner og strategier, ændringer i lokaler og ikke mindst kommunikation til både medarbejdere og offentligheden.

Fusionen mellem Sparekassen Hobro og Sparekassen Himmerland forventes ifølge direktionen i Jutlander Bank at løbe op i omkostninger på 45-50 millioner kroner⁶⁴. Direktionen forventer at fusionen vil bidrage med synergieffekter på 30-35 millioner kroner årligt, når den er fuldt implementeret. Umiddelbart virker dette jo, som et positivt regnestykke, og gevinsten ved at foretage fusionen burde overstige udgifterne i løbet af meget få år. Men holder udmeldingerne stik?

8.3 Aktieanalyse

Som nævnt under interessentanalysen, så kan der være andre end udefrakommende motivationsfaktorer for en fusion som denne. Der er store diskussioner blandt professorer og markedsanalytikere vedrørende rentabiliteten af fusioner generelt og litteraturen er ikke enig om hvorvidt fusioner og opkøb styrker eller svækker en virksomhed.

Der er foretaget adskillelige undersøgelser af fusioner og deres påvirkning på virksomhederne og de efterfølgende resultater. Blandt disse kan nævnes en undersøgelse over fusioner i USA gennem de sidste 75 år, som konkluderer at mere end halvdelen af de gennemførte fusioner ikke

⁶⁴ Fondsbørsmeddelelse nr. 16/2013 s. 12

opnåede de forventede resultater og at mange af de omtalte fusioner medførte et fald i den samlede værdi af virksomhederne og virksomhedernes generelle performance⁶⁵. Undersøgelsen var generelt gældende for fusioner på tværs af brancher, men den finansielle verden skiller sig ikke ud på dette område. Dette bekræftes af Hagendorff, som konkluderede ud fra sine undersøgelser, at bankfusioner generelt ikke bidrog, men derimod oftest svækkede aktionærernes værdi, da markedet generelt reagerer negativt på de fleste bankfusioner⁶⁶.

En undersøgelse af Ioannis Asimakopoulos & Panayiotis Athanasoglou om europæiske fusioner i den finansielle sektor viser, at fusioner har haft en positiv effekt på værdien af aktierne i den opkøbte bank, men at dette stort set svarer til den nedgang som aktionærerne af den opkøbende bank oplever⁶⁷. Dette kommer ikke nogen til gode i dette tilfælde, da Sparekassen Hobro var en sparekasse og dermed ikke havde en påvirkelig aktiekurs. Derimod fik garantterne indløst deres garantbeviser til aktier i Jutlander Bank til en vægtet gennemsnitskurs af Sparekassen Himmerlands aktiekurs fra 11.-24. oktober 2013⁶⁸.

8.3.1 Kursudviklingen

Faktum er at fusioner historisk set fra aktionærernes synspunkt i mere end 50 % af tilfældene har en tendens til at reducere virksomhedens værdi frem for at bidrage til en samlet stigning⁶⁹.

Figur 11: Udvikling i aktiekursen (2/4-2013-2/4-2014) på Sparekassen Himmerland/Jutlander Bank



Kilde: Nordea Online investering

⁶⁵ Harvard Business Review on Mergers and Acquisitions, s. 68

⁶⁶ Governance and Mergers Activity in Banking, Thomas J. Piskula, s. 7

⁶⁷ "Revisiting the merger and acquisition performance of European banks", s. 243

⁶⁸ Fondsbørsmeddelelse nr. 16/2013 s. 10

⁶⁹ "Creating value from Mergers and Acquisitions" af Sudi Sudarsanam

Som det fremgår af markeringen i figuren ovenfor, så toppede kursen på Sparekassen Himmerlands aktier d. 28.10.2013 – dagen hvor Sparekassen udsendte en fondsmeddelelse med offentliggørelse af planerne omkring fusionen⁷⁰. Investorerne tog altså umiddelbart pænt imod nyheden om fusionen.⁷¹

Samme dag udsendte Sparekassen Himmerland også en periodemeddelelse med resultatet af 3. kvartal, hvilket også kan have haft påvirkning på kursudviklingen. Resultaterne i periodemeddelelsen afviger dog ikke umiddelbart fra de forventninger ledelsen tidligere havde givet udtryk for med hensyn til nedskrivninger, nettorenteindtægter og resultat og derfor vurderes det ikke at periodemeddelelsen kan retfærdiggøre den kursudvikling som skete i dagene omkring offentliggørelsen af fusionen.

Investorerne reagerede altså ikke umiddelbart negativt på denne fusion, modsat hvad ellers generelt er tilfældet ifølge diverse undersøgelser af fusioner, som nævnt ovenfor. Aktiens kursstigning tolkes, som investorernes forventninger om at fusionen vil bidrage med en forhøjelse af virksomhedens samlede værdi. Det efterfølgende fald umiddelbart efter offentliggørelsen tyder på at investorerne alligevel ændrede holdning omkring forventningerne til fusionen og generelt set har kursen ligget væsentligt lavere end kursen pr. 28. oktober på 174,50 DKK i perioden efter offentliggørelsen og frem til i dag, hvor kursen ligger i nogenlunde samme niveau som inden offentliggørelsen af fusionsplanerne.

8.3.2 Multipelmodeller

Værdiansættelse ved relative prissammenligninger klassificeres bredt, som værdiansættelse ved multiple. De relative værdiansættelsesmodeller fokuserer på historiske data, primært de seneste års resultater og er dermed relativt simple at udregne. Men det er vigtigt, at man i forbindelse med analysearbejdet er opmærksom på, at selv indenfor den samme branche kan der være markante forskelle i vækstpotentiale, kapitalstruktur og evne til at forrente egenkapitalen. Derfor vil en sammenligning på baggrund af branche-tal i bedste fald være intetsigende, og i værste fald er direkte forkert. Der skal altså sammenlignes med lignende virksomheder, hvis analyse skal bidrage med nogen værdi.

⁷⁰ Fondsbørsmeddelelse nr. 13/2013

⁷¹ http://finans.borsen.dk/artikel/1/269078/fusion_sender_sparekassen_himmerland_paa_kursridt.html

8.3.2.1 P/E ratio

Når investorer i Jutlander Bank skal beslutte, om de ønsker at købe, sælge eller beholde en aktie er det afgørende, hvorvidt det forventede afkast forventes at blive tilstrækkeligt stort i forhold til andre alternative investeringsmuligheder.

Det mest anvendte nøgletal til denne sammenligning er P/E-ratioen, som udtrykker aktiekursen i forhold til indtjeningen i virksomheden.

$$\begin{aligned}\text{Ligning nr. 3:} \quad & \text{Earnings per share, EPS} &= \text{Resultat} / \text{antal aktier} \\ & &= 9.400.000 \text{ kr.} / 8.596.679 \\ & &= 1,10\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\text{Ligning nr. 4:} \quad & \text{P/E ratio} &= \text{Kurs} / \text{EPS} \\ & &= 150,50 \text{ kr.} / 1,10 \\ & &= 136,82 \text{ kr.}\end{aligned}$$

Dette betyder altså at prisen for 1 krones overskud er 136,82 kr. Er dette en høj pris for investor at betale? Det afhænger af flere forskellige faktorer. P/E ratioen er direkte eller indirekte afhængig af følgende forhold:

- Markedskursen på det pågældende tidspunkt og herunder rente- og konjunkturudsving
- Forventninger til fremtidig indtjening og herunder vækstforventninger
- Virksomhedens risiko
- Opsparingsdelen i virksomheden

Som udgangspunkt vurderes en P/E ratio på 136,82 som værende høj, hvilket er udtryk for at Jutlander Bank ikke formår at skabe den store indtjening pr. krone egenkapital. Dette forstærkes af en sammenligning med de 20 ”billigste” aktier ifølge hjemmesiden www.shareholders.dk⁷², som også indeholder flere bankaktier med en P/E ratio på mellem 10-20. Der kan dog ikke laves en ren sammenligning med disse virksomheder, da der er stor forskel på bankernes kapitalopbygning og mængde af egenkapital. Desuden kan der i forbindelse med vurderingen af P/E med fordel ses på virksomhedernes resultater over en længere periode, så tallet ikke er så følsomt over for udsving de enkelte år.

⁷² http://www.shareholders.dk/videnominvestering/markedsnyt/price_earnings_kurs_indre_vaerdi.aspx

8.3.2.2 K/I – kurs/indre værdi

Et andet nøgletal, som er særdeles relevant i forbindelse med en aktieanalyse og med fordel kan supplere P/E ratioen er K/I, kurs/indre værdi. K/I betragtes, som prisen for hver krone egenkapital. K/I bør aldrig stå alene, som analyseværktøj, men kan give et billede af hvor meget den givne aktie handles til i forhold til den bogførte værdi. En indre værdi på mindre end 1, kan skyldes at markedet ikke har forventning til at virksomhedens kan producere et overskud og dermed vil virksomheden tære på reserverne. Indre kurs på over 1 betyder at markedet har en forventning om fremtidige overskud og derfor godt vil betale en overskurs. K/I over 1 kan altså tolkes, som den risiko som investor løber ved at betale for en forventet vækstmulighed⁷³. Det er normalt ikke muligt for virksomheder at realisere aktiverne til den bogførte værdi, hvis det går galt og der er stor forskel på om værdifastsættelse af virksomhedens aktiver sker ud fra going concern eller gone concern princippet. Aktier i finansielle virksomheder er dog mindre påvirket af dette pga. relativt omsættelige aktiver. Dette er også en af grundene til at K/I ofte benyttes, som grundlag i forbindelse med vurdering af bankaktier i tider med meget lave afkast eller underskud, da P/I-ratioen i denne forbindelse er uanvendelig.

Egenkapital 2013: 2.263.600 tDKK⁷⁴

Antal aktier: 8.596.679 stk. á nominelt 10 kr.

Kurs pr. 2/4-2014: 150,50 kr.⁷⁵

Ligning nr. 5: Aktiens indre værdi

Egenkapital / antal aktier

= 2.263.600.000 / 8.596.679

= 263,31 kr.

Ligning nr. 6: Kurs/indre værdi, K/I

Børskurs/egenkapital pr. aktie

= 150,50 / 263,31

= 0,5716

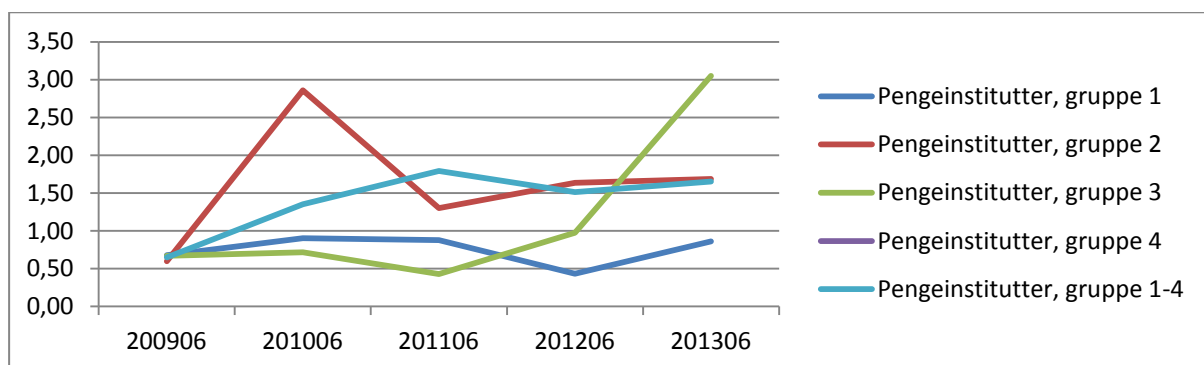
For at vurdere Jutlander Banks kurs/indre værdi, kan denne sammenlignes med det generelle niveau i sektoren.

⁷³ ”Aktieinvestering – Teori og praktisk anvendelse” s. 195

⁷⁴ Ifølge proformaopgørelse pr. 30.09.2013 – Fondsbørsmeddelelse nr. 16/2013 s. 97

⁷⁵ www.Onlineinvestering.dk pr. 02.04.2014

Figur 12: Udvikling i Kurs/indre værdi blandt danske pengeinstitutter



Kilde: Egen tilvirkning ud fra <http://finansstilsynet.dk/da/Tal-og-fakta/Statistik-noegletal-analyser/Noegletal.aspx>

Danske pengeinstitutter havde i juni måned 2013 et gennemsnitligt en børskurs/indre værdi på 1,65 (stykstørrelse 100 kr.)⁷⁶ i kurs/indre værdi. Generelt set var investorerne i gennemsnit villige til at betale en merpris for egenkapitalen på 0,65 %. Dette kan begrundes med at der er en høj egenkapitalsforrentning eller fordi P/E er høj, dvs. at investorerne forventer en højere indtjening i fremtiden.

Jutlander Banks kurs/indre værdi er derimod væsentligt lavere end branchens generelle. Sammenlignes der med Gruppe 2 pengeinstitutter, som er den gruppe som Jutlander Bank indgår i efter fusionen, er billedet det samme. Jutlander bank ligger med K/I på næsten samme niveau som Salling Bank (K/I på 0,57), som betragtes som blandt de 20 danske banker med den laveste K/I⁷⁷. En lav kurs/indre værdi kan tyde på investorerne ikke har de store forventninger til Jutlander Banks evne til at skabe værditilvækst, men derimod forventer en faldende værdi. Kurs/indre værdi er dog ikke så langt ned at der kan argumenteres for at der er indregnet en decideret konkursrisiko⁷⁸

8.3.3 Nutidsværdimodel / kapitalværdimodeller

En anden type modeller er de kapitalværdibaserede. Værdiansættelse ud fra de kapitalværdibaserede modeller tager udgangspunkt de forventninger, der måtte være til fremtiden, samt købers krav til investeringens forrentning.

En nutidsværdimodel bygger grundlæggende på de med aktien forbundne pengestrømme. Aktiens købspris, samt kurtage i forbindelse med handlen er investeringens initiale udbetaling⁷⁹. Indbetalinger kommer efterfølgende i form af udbetaling af dividende og

⁷⁶ Se bilag ?? Nøgletal fra sektoren. Kilde: Finansstilsynet.dk: <http://finansstilsynet.dk/da/Tal-og-fakta/Statistik-noegletal-analyser/Noegletal.aspx>

⁷⁷ http://www.shareholders.dk/videnominvestering/markedsnyt/price_earnings_kurs_indre_vaerdi.aspx

⁷⁸ <http://www.business.dk/finans/aktiemarkedet-har-spottet-de-svageste-banker>

⁷⁹ "Aktieinvestering – Teori og praktisk anvendelse" s. 181

forventet salgsspris, når aktien sælges igen. Set fra et kapitalmarkedsperspektiv, sælges aktien aldrig og derfor bør kursen afspejle den uendelige dividendestrøm.

8.3.3.1 DCF modellen, diskonteret cash flow model

DCF modellen har vundet stor udbredelse, da den er meget fleksibel med hensyn til at inddrage og udelade forskellige parametre.

I bund og grund er formålet med DCF modellen at finde egenkapitalens værdi, da egenkapitalens værdi divideret med antal aktier bør svare til aktiekursen. Egenkapitalens værdi = Værdien af aktiverne – værdien af gælden. Værdien af aktiverne og gælden findes ud fra et forventet cashflow⁸⁰.

Modellen er en simplificering af virkeligheden og værdifastsættelsen koncentrerer sig om nogle få parametre – value drivers.

Ligning 7: DCF modellen, V

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

V = Værdien af virksomheden, enterprise value

DCF_t = Frie cash Flow

t = periode

WACC = Vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger

Som det fremgår af formelen ovenfor, så tilbagediskonteres det forventede fremtidige cash flow med WACC, som udtrykker virksomhedens vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger. De fleste virksomheder finansierer sig med en blanding af egenkapital og fremmedkapital. Dette gælder i særdeleshed pengeinstitutter, som generelt har en meget høj grad af gearing sammenlignet med almindelige produktionsvirksomheder.

Også både Sparekassen Hobro og Sparekassen Himmerland finansierer sig hovedsageligt med fremmedkapital. Modsat mange andre danske pengeinstitutter finansierer sparekasserne sig med hovedsageligt indlån, hvilket også betragtes som gæld.

WACC beregnes på følgende måde:

Ligning 8: $WACC, k_w = k_d \cdot (1 - T) \cdot L + k_e \cdot (1 - L)$

De forskellige lede i formelen udtrykkes og beregnes ved følgende:

$$k_d = \frac{\text{Renteudgifter}}{\text{Passiver} - \text{Egenkapital} - \text{Aktiver tilknyttet puljeordninger}}$$

T = Skat (25 %)

⁸⁰ "Aktieinvestering – Teori og praktisk anvendelse", s. 198

$$L = \frac{\text{Passiver} - \text{Egenkapital} - \text{Aktiver tilknyttet puljeordninger}}{\text{Aktiver} - \text{Aktiver tilknyttet puljeordninger}}$$

$K_e = r_f + b(k_m - r_f)$, hvor r_f er den rentefrie rente, b er beta og k_m er udtryk for det forventede afkast på aktiemarkedet.

Beregningen kan deles op i 2 dele: $k_d \cdot (1 - T) \cdot L$ og $k_e \cdot (1 - L)$

Første led viser, hvad fremmedkapitalen koster efter skat og anden led viser, hvad egenkapitalen koster. Nogle af tallene i ligningen er kendt på forhånd f.eks. $T = 25\%$.

Det forventede afkast (investors afkastkrav) kan fastsættes ved brug af CAPM modellen. CAPM modellen kan bruges til at analysere, hvilket afkast en given aktie bør give⁸¹ og udtrykkes ved ligningen:

Ligning 9:
$$CAPM = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f)$$

Ligningen udtrykker aktionærernes afkastkrav til en given aktie, ud fra en beregning af risikomål for aktien, markedets risikopræmie og den risikofrie rente. Den nærmere beregning af CAPM gennemgås ikke i denne opgave, men afkastkravet anslås til 7% ⁸².

Beta forudsættes at være $0,3$ ⁸³ og den risikofrie rente på $1,62\%$ ⁸⁴.

Tabel 8: WACC

WACC	2013	2012	2011	2010	2009	Gennemsnit
Sparekassen Himmerland	1,37 %	1,58 %	1,93 %	1,81 %	2 17 %	1,77 %
Sparekassen Hobro	1,04 %	0,55 %	0,56 %	0,59 %	0,72 %	0,69 %
Jutlander Bank	1,28 %					1,28 %

Kilde: Egen tilvirkning. Bilag 8

Der er i tilbagediskonteringen for Jutlander Bank taget udgangspunkt i WACC for 2013, for Jutlander bank. Bemærk at det forudsættes, at WACC ikke ændrer sig igennem beregningsperioden. Dette vurderes ikke for værende realistisk, men en mere tilpasset estimering af WACC ud fra forventninger til udvikling i rentekurven, virksomhedens

⁸¹ ”Aktieinvestering – Teori og praktisk anvendelse” s. 196

⁸² Afkastkravet fastsættes lavere end hvad man normalt ville regne med i en normaliseret samfundsøkonomi, hvilket skyldes at det forventes at den meget lave risikofrie rente vil have en afsmittende effekt på markedets afkastkrav. Desuden forventes risikotillægget at være begrænset vedr. sparekasserne, pga. den høje soliditet.

⁸³ <http://www.euroland.com/indices/KaupthingIS/indices31.asp?Language=english&ShareId=34019&IndexNr=88&Currency=DKK>. Det bemærkes dog, at β vurderes som værende lav i forhold til fusionen, men at dette kan begrundes med virksomhedens høje kernekapitalprocent, likviditetsoverdækning mv.

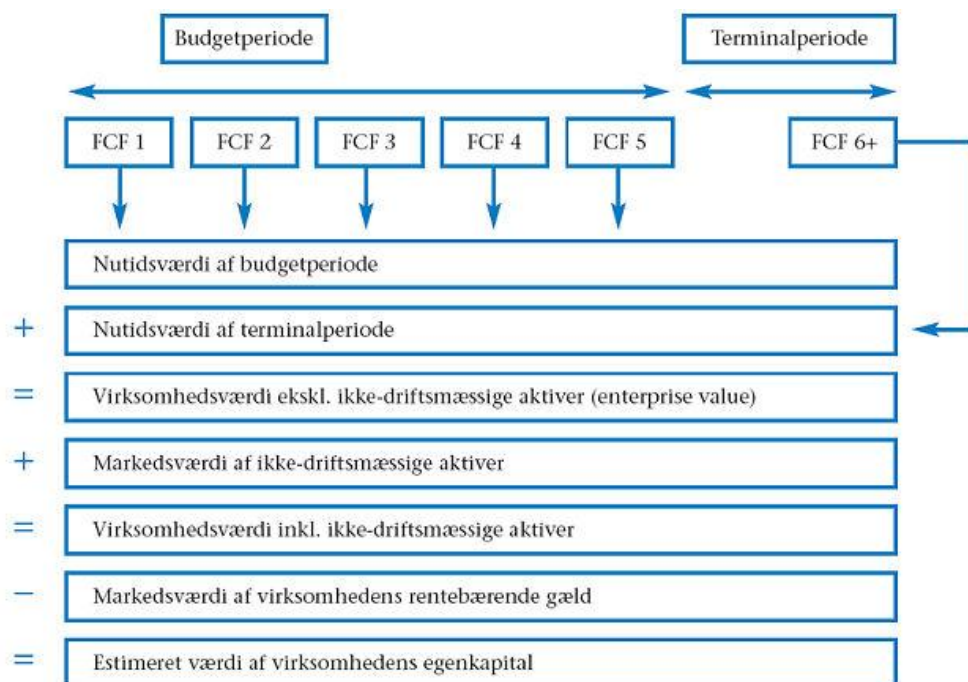
⁸⁴ Fastsat ud fra en 10-årig statsobligation, der kan diskuteres om investeringshorisonten, men niveauet minder om en indlånsrente på en konto med binding i 2-3 år, hvilket må formodes at være minimum løbetid for investors investeringshorisont. kilde: <http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/SelectVarVal/saveelections.asp>

kapitalstruktur mv. vil tilsvarende være behæftet med usikkerhed og derfor fastholdes WACC på nuværende niveau i mangel på bedre.

Ligeledes benyttes WACC fra 2013 til tilbagediskonteringen af DCF beregningerne på Sparekassen Himmerland og Sparekassen Hobro. Til den samlede DCF beregning mellem Sparekassen Himmerland og Sparekassen Hobro benyttes dog Jutlander Banks WACC for 2013.

Som nævnt er modellen orienteret mod fremtidig pengestrømme og der opereres ud fra en forudsætning om, at der er tale om going-concern investeringer, hvorfor værdiansættelsen af virksomheden har en uendelig horisont. Det er i praksis ikke muligt at operere med en uendelig budgetperiode, da selv forventninger til virksomhedens planer og muligheder på den korte bane er usikre. Derfor er modellen opdelt i to budgetperioder - en budgetperiode, som er 5 år og en terminalperiode. Terminalperioden er den periode, der i teorien ligger fra afslutningen af budgetperioden til uendeligheden og for denne periode fastsættes value drivers ud fra en realistisk vækstrate, som forventes at fortsætte i det uendelige.

Figur 13: Illustration over DCF model



Kilde: <http://www.skat.dk/SKAT.aspx?oId=1813207>

8.3.3.1 Udfordringer generelt ved DCF modellen

DCF modellen er en mekanisk model, som er meget afhængig af hvilket input, der leveres til modellen. Selv de mindste ændringer i forudsætningerne kan betyde en markant forskel i det endelige resultat, da modellen arbejder med uendelighedsprincippet. Usikkerheden omkring

fremtiden og hvorvidt fremtidige budgetter og forventninger holder stik, gør at resultatet af analysen skal vurderes kritisk og analytikeren bør være opmærksom på at der i høj grad er tale om ”garbage in – garbage out”⁸⁵.

Desuden forudsætter DCF modellen at investor har en uendelig horisont på sin investering, hvilket ikke er tilfældet for de fleste investorer. De fleste investorer har en fastlagt eller forventet tidshorisont og forventer derefter at afhænde aktien, hvilket i princippet indebærer, at der bør tages højde for forventningen til en fremtidig salgskurs.

Den finansielle branche adskiller sig fra almindelige produktionsbrancher på mange måder. Som tidligere gennemgået er der tale om et meget reguleret marked, som indeholder krav og begrænsninger til hvordan pengeinstitutterne er kapitaliseret, hvor hurtigt de kan vækste, samt hvordan de kan geninvestere løbende overskud⁸⁶. Ændringer i disse forhold kan medføre store udsving for kursværdien af aktierne i den finansielle sektor generelt. Det vil derfor i perioder med hyppige lovændringer eller forventninger til fremtidige ændringer forhøje investors risiko i forbindelse med investeringen, hvilket igen påvirker den pris han er villig til at betale for aktien og det forventede fremtidige afkast.

Regnskabsreglerne indenfor pengeinstitutter adskiller sig ligeledes i forhold til andre virksomheder. Afkastet i branchen er præget af at være positivt i lange perioder af gangen, som det var tilfældet i årene op til finanskrisen. Efterfølgende kommer ofte korte perioder med store tab. Pengeinstitutter har derfor mulighed for løbende at sætte til side til forventede tab i form af nedskrivninger, med det formål at udjævne de største udsving og sikre et mere jævnt afkast.

Det kan diskuteres om der op til finanskrisen er sat nok til side til fremtidige nedskrivninger, hvilket til dels kan skyldes indførelsen af de nye internationale regnskabsstandarder (IFRS) og kapitaldækningsreglerne i forbindelse med Basel II⁸⁷ i 2005. Indførselen af IFRS kom i praksis til at betyde at pengeinstitutternes polstring mod tab blev forringet, da det betød tilbageførsel af en række tidligere hensættelser, samt krav om godkendelse inden fremtidige nedskrivninger kunne medføre skattemæssigt fradrag⁸⁸. På trods af at pengeinstitutterne ikke længere kan benytte det tidligere ”forsigtighedsprincip” i forbindelse med nedskrivninger, er der stadigvæk i høj grad tale om at pengeinstitutterne har medbestemmelse i forhold til deres nedskrivningsniveau og dermed vil der være forskel på hvor meget en konservativ bank sætter

⁸⁵ <http://www.stockopedia.com/content/valuation-101-how-to-do-a-discounted-cashflow-analysis-63489/#sthash.ZvXYMp4X.dpuf>

⁸⁶ Valuing Financial Service Firms, s. 5

⁸⁷ Den finansielle krise i Danmark – Årsager, konsekvenser og læring (Rangvid rapporten). 18 pkt. xvi

⁸⁸ Den finansielle krise i Danmark – Årsager, konsekvenser og læring (Rangvid rapporten), s. 150 pkt. 10

til side til tab i forhold til en mere aggressiv bank. Dette kan vanskeliggøre sammenligningsprocessen og da aktiens værdi udregnes ud fra fremtidige overskud (efter nedskrivninger) vil nedskrivningsmetoden også påvirke den forventede værdi af egenkapitalen.

Der er flere udfordringer ved at bruge DCF modellen i relation til finansielle virksomheder kontra produktionsvirksomheder. En anden væsentlig udfordring er det faktum at man benytter WACC som tilbagediskonteringsfaktor. Banker lever at have gæld - de modtager indlån og låner pengene ud igen til en højere rentemarginal. Bankerne har derfor i form af deres formål en væsentligt højere gældsandel end en almindelig produktionsvirksomhed. Gæld fungerer på mange måder som "råmateriale" for pengeinstitutterne. Der er dog forskel på bankers gearing og hvor stort gab, der er mellem bankernes indlån og udlån. WACC delen tager ikke højde for hvilken type gæld, der er tale om, dvs. at den samlede gæld indeholder alt fra hybrid kernekapital til en almindelig lønkonto. Da der er stor forskel på den pris som pengeinstitutterne betaler på det billige indlån i forhold til den dyrere gæld, som er optaget på finansmarkederne, vil det medføre at WACC for mange institutter er unaturlig lav, hvis den samlede gæld medregnes. Alternativt kan man vælge kun at medregne den langfristede gæld, men da begge kategorier er gæld, er denne skildring svær at argumentere for med logik.

Cash flowet kan ikke bare betegnes, som det løbende overskud, da det ikke er hele overskuddet i virksomheden som kommer til udbetaling, en del af det løbende overskud bliver geninvesteret. Fratrækkes disse geninvesteringer fra det løbende overskud (cash flow) opnår man Free Cash Flow (FCFF)⁸⁹. Hos almindelige produktionsvirksomheder geninvesteres der i form anlægsaktiver (capital expenditures) eller arbejdende kapital (working capital)⁹⁰. Det er vanskeligt at opgøre begge af disse faktorer hos pengeinstitutter.

8.3.3.2 *Modificeret DCF model*

Som følge af de mange uhensigtsmæssigheder i forbindelse med værdifastsættelse ud fra DCF modellen, har jeg forsøgt at lave en forenklet DCF model. Den traditionelle opdeling af geninvesteringsdelen er fravalgt pga. de tidligere omtalte vanskeligheder med at definere hvilke regnskabsposter, der tilhører disse. Det er dog vigtigt at være opmærksom på, at hvis geninvesteringen/opsparingsdelen ikke medregnes i forbindelse med det forventede cash flow vil der medføre udfordringer - selv for virksomheder med lav vækst. Dette skyldes at der er behov for geninvestering i takt med at balancen stiger for at undgå problemer med

⁸⁹ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestions/valquestions.htm

⁹⁰ Forskellen mellem nuværende ikke-kontante aktiver og nuværende ikke-gæld passiver

solvenskrav osv. Der medregnes derfor et anslået beløb til øvrige udgifter / geninvestering, som value driver i budgettet.

Analysen tager udgangspunkt i hvilket afkast, der forventes af Jutlander Bank fremover. Indledningsvis laves en beregning ud fra forudsætningerne, som Jutlander Banks direktion har givet udtryk for i fusionsplanen. Da der for de fleste poster ikke er udtrykt konkrete talværdier i forbindelse med udmeldingerne, er disse fortaget ud fra bedste skøn og der tages forbehold for eventuel over- eller undervurdering af direktionens forventninger.

Efterfølgende foretages der en kritisk analyse af realismen i direktionens forventninger til fremtiden ud fra historik og øvrige forhold. Denne vurdering danner ligeledes grundlag for en DCF beregning.

Til sidst laves beregninger på hvilken enterprise value Sparekassen Himmerland og Sparekassen Hobro ville have haft hver for sig og til sammen, hvis ikke de havde foretaget fusionen.

Ved at sammenligne de forskellige senarier kan det vurderes om fusionen forventes at have bidraget med et positivt afkast til aktionærer i Jutlander Bank.

Nedenfor er kommentareret nogle af de væsentligste forudsætninger for budgetterne fremover.

8.3.3.2.1 Value drivers

For at lave en beregning ud fra DCF modellen er det nødvendigt at fastsætte nogle value drivers, som jeg vil tage udgangspunkt i, i forbindelse med forventningerne til regnskabsudviklingen:

Nettorenteindtægter

Nettorenteindtægter for Jutlander Bank kan sammenlignes med dækningsgraden i en produktionsvirksomhed. Nettorenteindtægter viser sammenhængen mellem Jutlander Banks omsætning (renteindtægter) i forhold til variable omkostninger (renteudgifter).

Direktionen udtaler i fusionsplanen at forventningen til den primære indtjening i 2014 er højere end den tidligere sammenlagte indtjening for de to sparekasser, selv efter betaling udgifterne i forbindelse med fusionen. Nettorenteindtægterne er derfor anslået til det samlede resultat for 2013 + en vækst rate med 5 % årligt. Væksten i terminalåret er sat til 2 % ud fra at

direktørerne erkender udfordringerne ved at konkurrere i et marked mod så store spillere som Danske Bank mv.⁹¹.

Vækstrater i stil med det ovenfor vurderer jeg dog ikke, som værende realistisk. Renteniveauet følger fortsat en faldende tendens, hvilket betyder ekstrarenteudgifter for Jutlander Bank i forbindelse med placering af indlånsoverskuddet i Nationalbanken, hvor renten pt. er negativ⁹². Begge banker har indlånsoverskud, hvilket er meget u hensigtsmæssigt i forhold til det meget lave renteniveau. Indlån er som udgangspunkt ikke den dyreste form for funding, men da en stor del af indlånet er på anfordring, skal pengeinstitutterne passe på med at låne pengene ud til kunder på langt sigt, da det skaber usikkerhed og risiko at finansiere langt udlån med kort indlån.

Desuden betyder det lave renteniveau, at der ikke er de store tegn på at et økonomisk opsving er på vej. Derfor forudses en periode med negativ udlånsvækst og dermed en reduktion af renteindtægterne. Der kan desuden argumenteres for at ændringer i forretningsgange, filiallukninger mv. vil medføre en vis utilfredshed blandt nogle kunder og dermed en risiko for kundeafgang. Derfor er der i den kritiske analyse regnet med en negativ vækst i nettorenteindtægter på hhv. 5 % i 2014 og 2 % i 2015, hvorefter det forventes at samfundsøkonomien er i bedring og vil bidrage med positive vækstrater på 5 % i 2016, 2017 og 2018. Vækstraten i terminalåret er anslået til 2 % på samme vis som i tidligere beregning. For budgetterne for sparekassen Himmerland og Sparekassen Hobro hver for sig, vurderes vækstraten at være lavere end i de tidligere beregninger. For begge banker forventes en vækstrate på 0 % i 2014 og 2015, mens der de efterfølgende år forventes en vækst på ca. 1 % årligt. Dette forventes ud fra den stigende konkurrence og globalisering indenfor sektoren. Jeg forventer i den forbindelse, at sparekasserne får svært ved at vækste.

Medarbejdere

Ledelsen i Jutlander Bank forventer synergi i niveauet 30-35 mio. kr. Synergieffekten skabes i forbindelse med en række rationaliseringer. Rationaliseringer alene kan kun medføre begrænset vækst, da den forudsætter at man i udgangspunktet befinder sig i en ineffektiv situation. Rationaliseringer kan ske til et vis punkt og kan derfor ikke betragtes som kilde til konstant vækst⁹³.

⁹¹ <https://www.sparhobro.dk/nyheder/nyheder/fusionsvedtagelse>

⁹² http://www.nationalbanken.dk/C1256BE20056B7B4/side/Officielle_Rentesatser

⁹³ "Aktieinvestering – Teori og praktisk anvendelse" s. 185

En del af besparelserne i omkostningerne på i alt 30-35 mio. kr. årligt, skal ske via reduktionen i medarbejderstaben, som allerede som tidligere nævnt er reduceret med 40 medarbejder. Dette betyder en markant reduktion af Personale- og administrationsudgifterne i de kommende år i Jutlander Bank. Ifølge finansforbundets beregner "Tjek din løn" tjener en privatrådgiver indenfor den finansielle sektor 37.970 kr. pr. måned, eller 455.000 kr. pr. år. Ud fra et gennemsnitligt lønniveau vil Jutlander Bank, som følge af fyringerne kunne reducere personaleudgifterne med 18,2 mio. kr. om året. De efterfølgende år forventes lønudgifterne at være stabile pga. modsatrettede tendenser med effektiviseringer kontra lønstigninger. Man kunne argumentere for at tendens med faldende udgifter burde fastholdes i hele budgetperioden, men da opsvinget formentligt rammer Danmark igen indenfor 5 år, vil der også komme fokus på at fastholde kvalificerede medarbejdere ved hjælp af f.eks. lønstigninger mv. Derfor er der regnet ud fra en reduktion de første 3 år, men derefter igen stigende personaleomkostninger.

Om der ville være sket tilsvarende medarbejderreduktion, hvis ikke fusionen var sket, er mere tvivlsomt. Generelt er antallet med medarbejdere indenfor den finansielle sektor faldet kraftigt indenfor de seneste år⁹⁴, men en medarbejder reduktion på ca. 10 % var formentligt ikke sket så hurtigt, hvis det ikke havde været for fusionen. Sparekassen Himmerland var allerede inden fusionen i gang med en omstrukturering af afdelingerne og derfor forudsættes en reduktion på 10 % fra 2013-2014, men derefter er der regnet ud fra en løbende reduktion på 1 % i personaleudgifter de kommende fem år.

Administrationsomkostninger

Fusionen er ikke gratis og direktionen forventer, at de samlede fusionsomkostninger løber op i ca. 45-50 mio. kr. i alt. Derfor er der i beregningen medregnet ekstraudgift til øvrige udgifter på ca. 25 mio. kr. i 2014 og 15 mio. kr. i 2015⁹⁵. Derefter indregnes synergieffekten og udgifterne reduceres med ca. 2 % om året. Den omtalte synergieffekt forventes at stamme fra besparelser i forbindelse med lavere udgifter til datacentral, annoncering mv.

Da der er tale om en meget omfattende fusion, vurderer jeg ikke, at de tidligere omtalte omkostninger er realistiske. Da Sparekassen Hobro i 2009 overtog Den lille Sparekasse som bestod af ca. 30 medarbejdere kostede det sparekassen en ekstra udgift på ca. 15 mio. kr. I det lys forventer jeg ikke at udgifter på 45-50 mio. er tilstrækkeligt, da der denne gang er tale om

⁹⁴ Fra 46.599 i 2008 til 40.492 ansatte i 2012. Kilde: <http://www.finansraadet.dk/tal--fakta/Pages/statistik-og-tal/pengeinstitutter,-filialer-og-ansatte.aspx>

⁹⁵ Visse udgifter i forbindelse med kommunikation, udfærdigelse af fusionsplan mv. er sket allerede i 2013. og omkostningerne er derfor afholdt.

en væsentlig større fusion. Der er behov for ændringer i begge sparekasser og ikke kun den ”opkøbte”, da begge sparekasser nu skal have ændret navn, logo mv.. Ændringerne medfører omkostninger til udskiftning af alt fra butiksudsmykning til visitkort. Jeg forventer derfor samlet set omkostninger i forbindelse med fusionen på mindst 60 mio. Desuden forventer jeg ikke, at den årlige besparelse i synergieffekter slår så hurtigt igennem. Synergieffekten forventes at modsvare de forventede fremtidige stigninger til inflation og lønstigninger.

Nedskrivninger

Det vurderes yderst relevant at se nærmere på forventningerne omkring nedskrivningerne fremover, da dette kan have afgørende betydning for de fremtidige resultater.

Direktionen har ikke lavet nogle konkrete udmeldinger vedr. forventningerne til nedskrivningerne, men åbner i fusionsplanen op for muligheden for at der fortsat er stor usikkerhed omkring nedskrivninger. Der har for begge sparekasser været udfordringer med nedskrivningerne de seneste år, hvilket har haft stor indflydelse på resultat efter skat.

I forbindelse med fusionen, vil der blive tale om at samle kompetencerne indenfor kredit mv. i større enheder, hvilket vil medføre en større sparring og en mere effektiv omstilling i forbindelse med ændringer i kreditgivningen, da medarbejderne fremover vil være bedre støttet af større kreditafdelinger og systemmæssig backup i form af rating systemer mv. Det bør dog bemærkes, at på trods af forventede synergieffekter i forbindelse med kreditvurderingen af kunderne i Jutlander Bank fremover, så vedrører størstedelen af nedskrivningerne i de kommende år, udlån som allerede er etableret inden fusionen.

Desuden må det forventes, at der de kommende år vil blive brugt en del energi på at få ensrettet processer og forretningsgange. I den mellemliggende periode vil kreditvurderingen af nyt udlån formentlig være påvirket af mere forvirring og fejlvurderinger blandt de ansatte. Derfor er regnet ud fra en forudsætning om, at der forventes høje nedskrivninger de næste par år, hvorefter effektiviseringen forventes at have slået igennem og nedskrivningerne vil falde løbende - eventuelt hjulpet af et opsving i økonomien. Vurderingen ovenfor gør sig gældende for begge beregninger af Jutlander Bank.

Ses nedskrivninger i forhold til de separate beregninger på sparekasserne ser det ud som følger. Sparekassen Himmerlands nedskrivninger toppede i 2011 og har siden været faldende, dog fortsat på et højt niveau. Nedskrivningerne forventes at falde gradvist de næste år.

Sparekassen Hobro har derimod endnu ikke formået at få nedskrivningerne under kontrol og det vurderes, at der stadigvæk er flere nødlidende engagementer, som endnu ikke er blevet

opdaget og nedskrevet korrekt. Derfor fastholdes Sparekassen Hobros nedskrivninger på et relativt højt niveau de kommende år.

8.3.3.3 Sammenligning af DCF modeller

Beregningerne af de forskellige DCF modeller findes i bilag 9 til 12, men nedenfor fremhæves beregningen ud fra direktionens forudsætninger:

Figur 14: DCF beregning, Jutlander Bank – Direktionens forventninger

Hoved - og nøgletal	Terminalår	2018 t.kr.	2017 t.kr.	2016 t.kr.	2015 t.kr.	2014 t.kr.
Resultatopgørelse						
Netto rente - og gebyr indtægter	889.785	872.339	830.799	791.237	753.559	717.675
Kursreguleringer og andre indtægter	50.000	59.693	59.693	59.693	59.693	59.693
Udgifter til personale og administration	420.000	414.409	410.306	402.261	402.261	410.470
Nedskrivning på udlån og tilgodehavender	200.000	229.047	245.424	266.652	304.486	345.876
Øvrige Driftsudgifter/Geninvestering	20.000	21.129	21.560	22.000	37.000	45.500
Årets resultat før skat / cash flow	299.785	267.447	213.201	160.017	69.505	-24.478
Nominal diskonteringsfaktor, WACC 1,28						
Tilbagediskonterede værdi af cash flow						
År 1				-24.169		
År 2				67.759		
År 3				154.027		
År 4				202.626		
År 5				250.968		
Nutidsværdi af budgetperiode				651.211		
Nutidsværdi af terminalperiode			23.420.740	21.977.696		
Virksomhedsværdi ekskl. Ikke-driftsmæssige aktiver				22.628.907		
+ Markedsværdi af ikke-driftsmæssige aktiver				3.719.000		
Virksomhedens værdi inkl. Ikke-driftsmæssige aktiver				26.347.907		
- Markedsværdi af virksomhedens rentebærende gæld				10.887.700		
Estimeret værdi af virksomhedens egenkapital				15.460.207		
Antal aktier			8.596.679			
Teoretisk aktiekurs			1798,39			
Faktisk Aktiekurs			150,5			

Kilde: Egen tilvirkning, Bilag 9

Som det fremgår af beregningen ovenfor vil aktien være voldsomt undervurderet i dag, hvis direktionens forventninger til fremtiden holder stik. En aktiekurs på ca. 1800 DKK pr. aktie må vurderes som urealistisk, selv hvis der sammenlignes med aktiekursen inden finanskrisen, hvor kursen nåede sin topkurs på 679 DKK (28.marts 2008).

Ses der i stedet på resultaterne ud fra den kritiske analyse er differencen i forhold til den aktuelle børskurs ikke så stor.

Figur 15: DCF beregning, Jutlander Bank – Personlig vurdering

Tilbage diskonterede værdi af cash flow		
År 1		-96.592
År 2		-56.266
År 3		29.946
År 4		82.724
År 5		125.341
Nutidsværdi af budgetperiode		85.154
Nutidsværdi af terminalperiode	8.677.110	8.142.478
Virksomhedsværdi ekskl. Ikke-driftsmæssige aktiver		8.227.632
+ Markedsværdi af ikke-driftsmæssige aktiver		3.719.000
Virksomhedens værdi inkl. Ikke-driftsmæssige aktiver		11.946.632
- Markedsværdi af virksomhedens rentebærende gæld		10.887.700
Estimeret værdi af virksomhedens egenkapital		1.058.932
Antal aktier	8.596.679	
Teoretisk aktiekurs	123,18	
Faktisk Aktiekurs	150,5	

Kilde: Egen tilvirkning. Bilag 10

Den nuværende børskurs ligger på 150,50 DKK pr. aktie, mens den udregnede teoretiske kurs er på 123,18 DKK pr. aktie. Altså vurderes aktien pt. at være overvurderet.

Som tidligere nævnt er det vigtigt at forholde sig til de usikkerheder, der er forbundet med brug af DCF modellen. Da terminalværdien repræsenterer værdien efter budgetperioden, er især denne del forbundet med stor usikkerhed. Op til 80 % af virksomhedens værdi befinder sig ofte i netop terminalperioden, hvilket betyder, at selv små ændringer i forudsætningerne for terminalperioden, kan resultere i meget store ændringer af virksomhedsværdien.

På trods af usikkerheden i vurderes det at være tydeligt, at direktionens forventninger til fremtiden er for optimistiske, og at investorernes vurderer, at der er større sandsynlighed for et cash flow som minder om det i figur 15. Umiddelbart er aktiekursen altså en smule overvurderet, men hvorvidt kursen er over- eller undervurderet siger ikke noget om en eventuel gevinst ved at indgå i fusionen.

For at vurdere om fusionen bidrager med værdi til sparekassernes samlede værdi af egenkapitalen, er det nødvendigt at se nærmere på hvilke cash flows, der kunne forventes, hvis Sparekassen Himmerland og Sparekassen Hobro ikke havde fusioneret.

Som udgangspunkt giver det ikke nogen mening at udregne en teoretisk aktiekurs for Sparekassen Hobro, da denne i fortsættende form ville være forblevet en sparekasse og dermed ikke have aktier. DCF beregningen foretages dog alligevel, for at have et sammenligningsgrundlag.

Havde sparekasserne fortsat deres drift som to selvstændige pengeinstitutter, havde deres forventede cash flow til sammen set ud som følger:

Figur 16: DCF beregning, Sparekassen Himmerland og Sparekassen Hobro (uden fusion)

Tilbageiskonterede værdi af cash flow		
År 1		20.039
År 2		40.634
År 3		71.982
År 4		100.654
År 5		122.632
Nutidsværdi af budgetperiode		355.941
Nutidsværdi af terminalperiode	8.256.588	7.747.867
Virksomhedsværdi ekskl. Ikke-driftsmæssige aktiver		8.103.808
+ Markedsværdi af ikke-driftsmæssige aktiver		3.718.401
Virksomhedens værdi inkl. Ikke-driftsmæssige aktiver		11.822.208
- Markedsværdi af virksomhedens rentebærende gæld		10.714.205
Estimeret værdi af virksomhedens egenkapital		1.108.003
Teoretisk aktiekurs	128,89	

Kilde: Egen tilvirkning. Bilag 13

Som det fremgår af figuren ovenfor er den forventede sammensatte kurs 128,89 DKK pr. aktie, dvs. en smule højere end den teoretiske kurs ud fra den kritiske vurdering af Jutlander Banks fremtidige resultater. Der forventes altså ikke nogen ekstra værditilførsel til det samlede fremtidige cash flow ved at sparekasserne fusionerer. Derimod udtrykker den sammensatte kurs at sparekasserne samlet set havde opnået en højere værdi samlet set, hvis de havde fortsat driften hver for sig. Den lavere forventede værdi af egenkapitalen, sammenholdt med de unødvendige risici, som opstår i forbindelse med fusionen taler altså imod den gennemførte fusion.

Da alle beregningerne er behæftet med usikkerhed kan der argumenteres for at det i praksis er at foretrække at beregne værdien af en virksomhed ved opstilling af en række scenarier, hvorefter værdiansættelsen baseres på et vægtet gennemsnit af, hvor sandsynligt det enkelte scenarie er for den pågældende virksomhed. Denne vurdering af sandsynlighederne indenfor de forskellige value drivers vurderes dog, som værende behæftet med tilsvarende usikkerhed, pga. den korte historik som Jutlander Bank har efter fusionen.

Ud fra de ovenstående resultater vurderes det at Sparekassen Himmerland ikke opnår nogen værditilvækst ud af fusionen, da besparelsen i forbindelse med rationaliseringerne forventes at være begrænsede og kun har kortsigtet effekt, hvilket modsvares af den ekstra risiko og de udgifter som opstår i forbindelse med fusionen.

Sparekassen Hobro derimod forventes at komme styrket ud af fusionen jf. bilag 12, som viser at Sparekassen Hobro forventes at ville have haft store problemer med at skabe positive resultater i fremtiden. Fusionen passer altså godt med de undersøgelser omkring fusioner, som beskriver at det ofte kun er ”den overtagne” bank, der opnår værdi af fusionen⁹⁶. Da Sparekassen Hobro er en Sparekasse og ikke børsnoteres er der altså ingen aktionærer, der får glæde af gevinsten.

8.3.3.4 Analyse ud fra dividender / udbytte

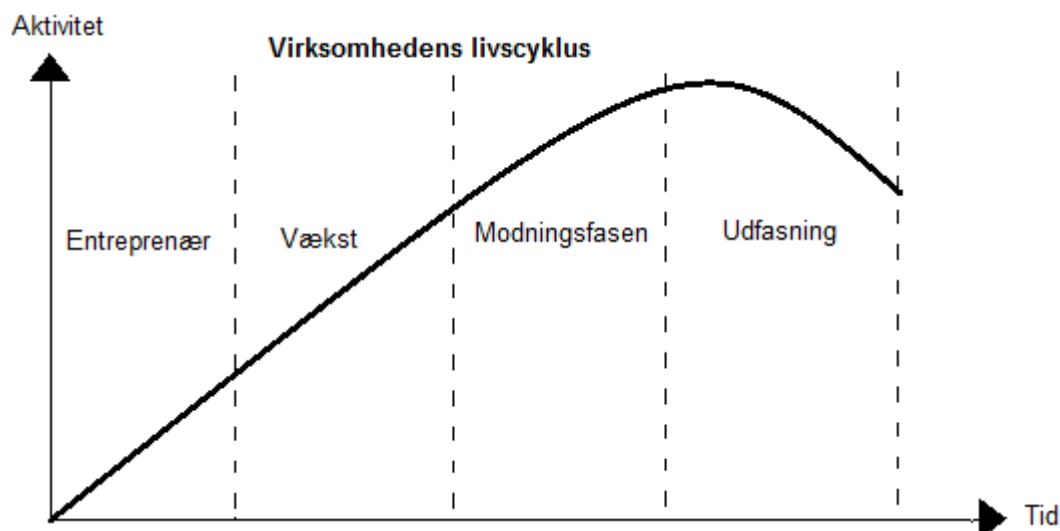
Mange aktieanalytikere er kommet til den konklusion, at DCF modellen ikke er særlig anvendelig i forhold til finansielle virksomheder, og har derfor i stedet kastet sig over en analyse ud fra noget mere målbart: Udbetaling af dividende. Som udgangspunkt giver dette god mening, da udbytte er en meget direkte del af det afkast, som investor modtager i forbindelse med sin investering, men denne vurderingsmetode har desværre også sine begrænsninger.

Dividenderne i fremtiden er usikre og selv hvis en virksomhed har udbetalt et stabilt udbytte gennem de sidste mange år, kan man ikke uden forbehold stole på dividende modeller. Et af problemerne med dividendemodeller er, at hvis en virksomhed bedømmes ud fra udbyttebetaling alene, forudsætter en retvisende analyse at virksomheden udbetaler ”det rigtige” i udbytte. Der kan med andre ord være virksomheder, som udbetaler for meget eller for lidt i udbytte og dette vil påvirke analysen og resultere i en over- eller undervurdering af virksomhedens værdi.

Desuden tager denne vurderingsteknik ikke højde for hvor virksomheden er i sin livscyklus og dermed om der er behov for at tilbageholde en del af det løbende overskud til fremtid vækst og konsolidering af virksomheden, eller om der kan udbetales størstedelen af overskuddet pga. forventning til lav vækst.

⁹⁶ Governance and merger activity in Banking, s. 1

Figur 17: Virksomhedens livscyklus



Kilde: Egen tilvirkning jf. <http://blog.net2change.dk/livscyklusanalyse-mennesker-produkter-og-virksomheder/>

Teknikkens begrænsninger kommer i særdeleshed til udtryk, hvis den anvendes i forbindelse med Jutlander Banks aktie. Da Jutlander Bank er en nyfusioneret bank, er der ingen direkte historik på udbetaling af udbytte. Den tidligere Sparekassen Himmerland udgør størstedelen af værdien i Jutlander Bank, og der kan derfor argumenteres for at der tages udgangspunkt i Sparekassen Himmerlands historiske udbyttebetaling, især eftersom Jutlander Bank har overtaget Sparekassen Himmerlands tidligere fondskode.

Sparekassen Himmerland gjorde tidligere brug af Bankpakke 2 og har ikke haft mulighed for at udbetale udbytte siden. Dette skyldes, at der kun må udbetales udbytte i det omfang, udbyttet kan finansieres via Sparekassen Himmerlands nettooverskud efter skat, der udgør frie reserver, og som er oparbejdet i perioden efter 1. oktober 2010. Kravet gælder i den periode, hvor det statslige kapitalindskud indestår⁹⁷. Denne betingelse videreføres til Jutlander Bank og de samme vilkår gælder derfor denne.

Af Fondsbørsmeddelelse nr. 16/2013 fra d. 29. november 2013, som beskriver den samlede fusionsplan, fremgår det at det er Jutlander Banks udbyttepolitik at skabe et konkurrencedygtigt afkast til sine aktionærer i form af kursudvikling og udbytte. Der vil således kun blive udbetalt udbytte til aktionærerne i de år, hvor resultaterne tillader det.

Sparekassen Himmerland har ikke udbetalt udbytte siden 2007⁹⁸ og derfor vil en vurdering af Jutlander Bank på dette grundlag resultere i en værdi af egenkapital på tæt ved 0 kr.

⁹⁷ Sparekassen Himmerland, Årsrapport 2012, s. 49

⁹⁸ Dels pga. utilfredsstillende resultater og dels pga. begrænsninger som følge af deltagelse i Bankpakke 1.

Det samme problem opstår hvis vi forsøger at udregne værdien af egenkapital per aktie ud fra Gordon Growth model⁹⁹:

$$\text{Ligning 10: Værdien af egenkapital per aktie} = \frac{\text{Forventet dividende per aktie}_{\text{næste år}}}{\text{Kapitalomkostninger}_{\text{egenkapital}} - \text{Forventet vækstrate}}$$

For at kunne lave en berettiget beregning over forventet udbytte kræver det en historik vedr. udbyttebetaling eller som indblik i udbyttepolitikken. Det eneste kendskab vi har til Jutlander Banks udbyttepolitik, er at det fremover tilstræbes at forsyne aktionærer med et konkurrencedygtigt afkast. Dette udsagn er meget ukonkret og sammenholdt med den tidligere udbyttepolitik i Sparekassen Himmerland – eller mangel på samme, vurderes det ikke at give mening at regne ud fra fiktive forudsætninger.

8.3.4 Delkonklusion aktieanalyse

Ser man på aktionærernes reaktion, som følge af offentliggørelsen af fusionen, så de taget positivt imod nyheden, hvilket resulterede i en kursstigning umiddelbart efter. Kursen er efterfølgende faldet, hvilket kan tyde på, at forventningerne til aktien efterfølgende er faldet.

I analysen ovenfor er beskrevet en række forskellige metoder og modeller, som kan benyttes til værdiansættelse af finansielle virksomheder. Alle modeller har fordele og ulemper.

P/E og K/I er nogle simple og hurtige nøgletal, som kan bruges til at skabe overblik over virksomhedens rentabilitet, samt hvilke forventninger investorerne har til Jutlander Banks fremtidige værditilvækst. Nøgletallene kan ikke stå alene og bør sammenholdes med øvrige analyser, for at give det mest retvisende billede. P/E for Jutlander bank ligger på 136,82, hvilket vurderes som højt i forhold til øvrige aktier – heriblandt bankaktier. K/I ligger på 0,5716, hvilket vurderes utilfredsstillende lavt i forhold til øvrige pengeinstitutter.

DCF modellen er en anden og mere kompliceret analysemodel. Modellen kræver opstilling af et forventet fremtidigt cash flow, som tilbagediskonteres tilbage til år 0. Den samlede tilbagediskonterede værdi er udtryk for værdien af virksomhedens egenkapital. DCF modellen har dog nogle svagheder i forbindelse med vurdering af netop finansielle virksomheder bl.a. opgørelse af gæld kontra ”vareforbrug”, geninvesteret kapital, begrænsningerne pga. lovkrav mv. Desuden er der en naturlig usikkerhed omkring det opstillede cash flow. Svaghederne ved modellen accepteres i forbindelse med denne opgave, da modellen kan bruges til at skabe et

⁹⁹ Valuing Financial Service Firms, s. 15

sammenligningsgrundlag af profitabiliteten ved fusionen ud fra en række opstillede forudsætninger.

En anden metode til beregning af virksomhedens værdi er via dividendemodeller, som ud fra en tilbagediskontering af forventet dividende, samt forventet vækstrate kan give et billede af hvad værdien af egenkapitalen er i dag. Denne metode har også sine udfordringer, da den forudsætter, at det udbetalte udbytte er ”det rigtige”, samt indeholder usikkerhed omkring fremtidigt udbytte. Alligevel er denne metode, som udgangspunkt mere velegnet til finansielle virksomheder. I tilfælde af Jutlander Bank er beregningsgrundlaget dog så sparsomt, at det ikke vurderes relevant at benytte udbytte i forbindelse med evaluering af fusionens rentabilitet.

Som konklusion på gennemgangen af de forskellige metoder ovenfor, kan det siges at ingen af modellerne er fejlfri og alle er behæftet med store usikkerhedsfaktorer. Det er derfor altafgørende at forholde sig kritisk til resultaterne. Som udgangspunkt er det en fordel at modellerne ikke står alene, men komplementerer hinanden og benyttes til at skabe et samlet billede, for i bund og grund handler værdiansættelse af et pengeinstitut ikke om udbetalte dividender, indtjening eller vækst alene, men af om vi tror på at virksomhedens forretningsmodel vil medføre en forrentning af den indskudte egenkapital på den lange bane.

9 Motivation for ledelsen

Flere forskere konkluderer at den interessant, der i langt de fleste fusioner opnår den største gevinst er den øverste ledelse, som belønnes med højere lønninger, optionsprogrammer mv. på trods af fald i aktiekursen¹⁰⁰. Er det en højere indtjening for ledelsen eller en stræben efter mere prestige, som udgør hovedmotivationen for fusionen?

Som det fremgår af figur 11, som viser kursudviklingen på Jutlander Banks aktien, så har aktiemarkedet modtaget fusionsnyheden med blandede følelser. Det er derfor også relevant at se nærmere på om ledelsen kunne have andre motiver for at foretage fusionen end aktionærernes interesser. I det følgende undersøges det nærmere, hvilke motivationsgrunde de to direktører, samt den resterende del af ledelsen kunne have for at foretage fusionen.

9.1 Motivation i form af lønstigninger

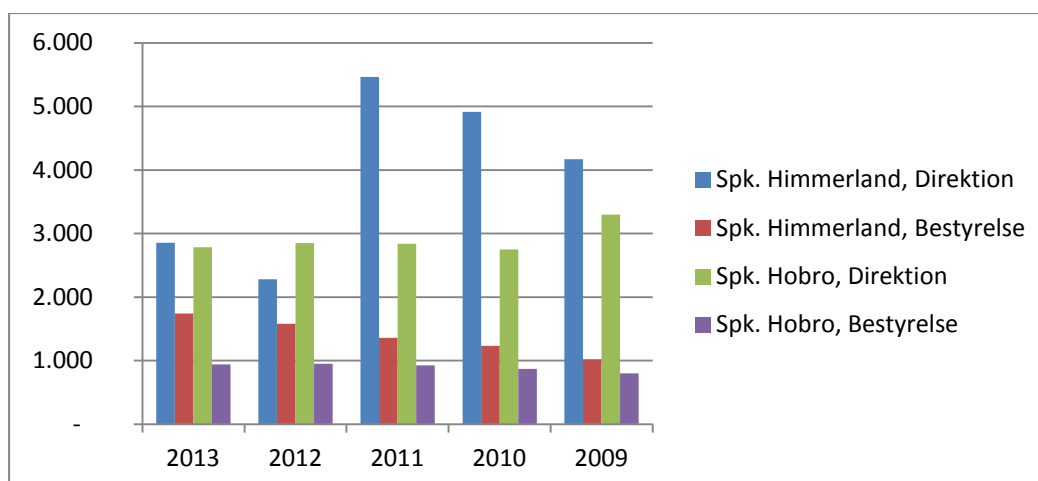
Da det ifølge de tidligere omtalte undersøgelser viser sig at ledelsen ofte tjener mere på en fusion end aktionærerne, findes det væsentligt først at skabe et overblik over hvordan

¹⁰⁰ CEO compensation and bank mergers af Richard T. Bliss, Richard J. Rosen

lønudviklingen har været for ledelserne gennem de seneste år, samt hvilke forventninger, der er til lønniveauet fremover. Direktionens motivation i forhold til fremtidige lønstigninger gennemgås separat, da de to direktører ikke vurderes at have samme motivationsgrunde og samme opfattelse af lønniveauet.

Det er ifølge Jutlander Banks lønpolitik¹⁰¹ ikke bankens politik at bestyrelsen, direktionen eller øvrige ansatte er ”provisionslønnede” eller har andre forhold, som fastsættes afhængigt af salg. Der lægges vægt på, at aflønningen harmonerer med principperne om beskyttelse af kunder og investorer, samt at aflønningen ikke tilskynder til overdreven risikotagning. Der er altså ikke tale om at ledelserne i Sparekassen Himmerland og Sparekassen Hobro ”belønner” sig selv med fordelagtige optionsprogrammer. Incitamentsprogrammer har dog tidligere været benyttet i Sparekassen Himmerland, hvor den tidligere direktør Svend Jørgensen var omfattet af betydelige lønstigninger i årene 2009 til 2010¹⁰², som det fremgår nedenfor, netop som følge af en variabel løndel¹⁰³.

Figur 18: Lønninger til direktion og bestyrelse i t.kr.



Kilde: Egen tilvirkning ud fra Årsrapporter 2009-2013. Bilag 7

Som det fremgår af figuren ovenfor, har der været store udsving i lønudgiften til direktionen i Sparekassen Himmerland gennem perioden fra 2009-2013. Stigningen i lønudgifterne til direktionen fra 2010 til 2011, skyldes skift af direktør fra Svend Jørgensen til Poul Damgaard¹⁰⁴ og dermed dobbelt aflønning i en periode. Stigningen fra 2009-2010 skyldtes det tidligere omtalte incitamentsprogram.

Ændringerne i lønpolitikken i forhold til incitamentsprogrammer kan til dels begrundes med en generel holdningsændring i samfundet. Disse ordninger har vist sig at have medført

¹⁰¹ Jutlander Bank, 2.9 Lønpolitik

¹⁰² Incitamentsprogrammet resulterede i 2010 i 588.000 kr. og i 2009 i 784.000 kr. til Svend Jørgensen

¹⁰³ Svend Jørgensens resterende pensionsforpligtelse på 5.400.000 kr. er endda ikke medregnet i opgørelsen af aflønningen.

¹⁰⁴ Svend Jørgensen udtrådte af direktionen d. 16. november 2011

overdreven risikotagning i visse pengeinstitutter, som der for eksempel var tale om i den tidligere Roskilde Bank¹⁰⁵. Der er en påfaldende sammenhæng mellem de pengeinstitutter, som har benyttet incitationsprogrammer og de pengeinstitutter, som er bukket under for krisen¹⁰⁶. Desuden er der i forbindelse med vedtagelsen af bankpakkerne blevet indført visse begrænsninger vedr. incitamentsaflønning til ledelsen i finansielle virksomheder. Da Sparekassen Himmerland har modtaget statsligt kapitalindskud i henhold til Bankpakke II, er denne og nu Jutlander Bank omfattet af disse begrænsninger.

Fra 2011 til 2012 er løn til direktionen faldet markant hvilket, skal skyldes at der ikke længere udbetales løn til Svend Jørgensen.

Lønudgifterne til bestyrelsen i Sparekassen Himmerland har ligeledes været stigende. Selvom der ikke ifølge grafen er de store markante udsving kan det virke opsigtsvækkende at lønningerne til bestyrelsen er steget med 70 % fra 2009 til 2014, på trods af de alt andet end prangende økonomiske resultater for sparekassen i den pågældende periode. Lønstigningen virker også voldsom, når den sammenlignes med den generelle lønudvikling i samfundet og indenfor den finansielle sektor, hvor timelønnen er steget med ca. 13,4 % fra primo 2009 til ultimo 2013¹⁰⁷. Lønstigningen blandt Jutlander Banks bestyrelsesmedlemmer har dermed været ca. fem gange så høj som i sektoren generelt.

I Sparekassen Hobro har lønstigningerne ikke været nær så markante, som i Sparekassen Himmerland. Direktionens løn har ligget på nogenlunde samme niveau på ca. 2,8 mio. gennem perioden og bestyrelsens har oplevet løbende stigninger på 17,5 % fra 2009-2013, hvilket må betragtes som mere almindeligt i forhold til den generelle lønudvikling i sektoren på 13,4 %. Udviklingen i lønningerne til bestyrelserne giver ikke anledning til forundring, men det vurderes at niveauet for direktøren er højt sammenlignet med Sparekassen Himmerland. Per Sønderup har fået stort set sammen løn for at bestyre en væsentligt mindre sparekasse end Poul Damgaard.

Ses lønniveauet til bestyrelserne i forhold til den øvrige del af sektoren, så fik det gennemsnitlige bestyrelsesmedlem i 2008 et honorar på 132.000 kr. årligt¹⁰⁸. Sammenlignet med dette er bestyrelsesmedlemmer i Sparekassen Himmerland og Sparekassen Hobro ikke højt på lønningslisten. Gennemsnitshonoraret for de to sparekasser ligger på ca. 60-70.000 kr.

¹⁰⁵ Blændværk – Roskilde Banks storhed og fald, s. 7

¹⁰⁶ Den finansielle krise i Danmark – Årsager, konsekvenser og læring (Rangvid rapporten), s. 283

¹⁰⁷ Kilde: Danmarks statistik, Årlig ændring i timefortjenesten indenfor branchen finansiering og forsikring.

¹⁰⁸ Den finansielle krise i Danmark – Årsager, konsekvenser og læring (Rangvid rapporten), s. 283

i 2009. Det kan friste til spørgsmål, om hvorvidt det har været muligt for sparekasserne at tiltrække tilstrækkeligt kvalificerede medarbejdere til så lav en aflønning. Ud fra oversigten over diverse medlemmer af Jutlander Banks bestyrelse, fremgår det at der er stor forskel på, hvilke kvalifikationer bestyrelsesmedlemmerne har. Der er brancheuddannede som f.eks. fhv. sparekassedirektør Ole Christoffersen, statsautoriseret revisor Poul Mortensen, men bestyrelsen indeholder også medlemmer, som ikke umiddelbart har en baggrund, der taler for et stort kendskab til branchen f.eks. gårdejer Lars Tolborg og radiotekniker Hans Jørgen Nielsen.

Der er en tendens til at især bestyrelsesmedlemmer i Sparekassen Hobro ikke har den store faglige baggrund at støtte sig til i forbindelse med bestyrelsesarbejdet.

Bestyrelsens kompetencer og sammensætning har været meget til debat efter finanskrisen, da det har vist sig, at især kompetencerne har stor betydning for medlemmernes evne til at forstå pengeinstituttets forretningsmæssige forhold. Forståelsen er vigtig, for at sikre, at bestyrelsen kan fungere som et kontrolorgan for direktionen.

9.2 Motivation for Poul Damgaard – tidligere Sparekassen Himmerland

Poul Damgaard er tidligere direktør i Sparekassen Himmerland. Poul Damgaards løn er steget fra 2,28 mio. i 2012 til 2,86 mio. i 2013. En lønstigning på 25 % må betragtes, som en voldsom stigning selv for en direktør som formentligt har påtaget sig en række ekstraopgaver i forbindelse med fusionen.

Det står beskrevet i fusionsplanen, at den nye aftale omkring Poul Damgaards ansættelsesvilkår bærer præg af at han forventer pensionering, når opgaverne i forbindelse med fusionen er gennemført¹⁰⁹. Han kan opsiges med 6 måneders varsel, og vil ved opsigelse inden udgangen af 2014, være berettiget til fuld løn året ud.

Ifølge fusionsplanen fra november 2013 offentliggøres det at begge direktører fremover honoreres med en løn på 2,475 mio. kr., samt 23 % i pension. Dette vil med andre ord sige en samlet løn på ca. 3,05 mio. kr. per direktør i 2014, hvortil der stilles fri bil, pc, internet, telefon til rådighed, samt betaling af diverse kontingenter.

Denne lønstigning kan tolkes som et gyldent håndtryk til Poul Damgaard i forbindelse med hans forventede fratrædelse, men da hans lønning gennem de seneste år er steget tilsvarende, vurderes det ikke at være urealistisk, at samme lønstigning kunne være sket uden fusionen. Så hvis det ikke er lønvilkårene, der har motiveret Poul Damgaard til at indgå i fusionen, hvad er det så?

¹⁰⁹ Fondsbørsmeddelelse nr. 16/2013, s. 59

Det står klart at Poul Damgaard er interesseret i at trække sig tilbage fra direktionen indenfor den nærmeste fremtid og der kan derfor være tale om, at han har ønsket at sikre, at Sparekassen Himmerland er sikret bedst muligt til fremtiden og dermed være et udtryk for professionel stolthed. Men da Sparekassen Himmerland tydeligvis er den stærkeste part i fusionen, vurderes det mere realistisk, at ønsket om at være medbestemmende omkring hvem, der skal overtage posten efter ham selv, samt indflydelse på den fremadrettede drift vægtes højt.

9.3 Motivation for Per Sønderup - tidligere Sparekassen Hobro

For Per Sønderup, tidligere direktør for Sparekassen Hobro, som i dag deler direktørposten med Poul Damgaard, er motivationsgrundene formentlig nogle andre.

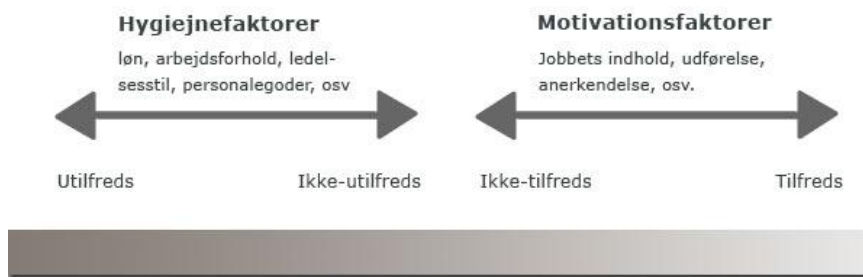
Først og fremmest er der forskel på vurderingen af lønstigningen. Per Sønderup har gennem de seneste 5 år ikke modtaget de store lønstigninger, sammenlignet med Poul Damgaard. Derfor vurderes en lønstigning fra 2,8 mio. kr. i 2013 til 3,05 mio. kr. i 2014, som værende et resultat af fusionen og en stigning, som er væsentligt højere end hvad han ellers kan formodes at have forhandlet sig til i Sparekassen Hobro. Dette forstærkes af, at Sparekassen Hobro har præsteret dårlige resultater de seneste år og derfor ville det have været svært at retfærdiggøre en markant lønstigning til direktøren på nuværende tidspunkt.

I forbindelse med fusionen kan der godt argumenteres for, at Per Sønderup bør modtage en lønforhøjelse. Direktøren vil på sigt på langt flere medarbejdere under sig og ansvaret for en større balance, da det er ham, der skal køres i stilling til at være fortsættende direktør for Jutlander Bank, når Poul Damgaard fratræder. Men så længe begge direktører er på posten, mener jeg ikke at der er nogen grund til at honorere Per Sønderup nu, dvs. før arbejdet er veludført.

Hvorvidt lønstigninger kan opfattes som motiverende, er der ikke enighed om indenfor de forskellige organisatoriske skoler. Taylorismen¹¹⁰ betragter løn, som den mest grundlæggende motivationsfaktor og opfatter incitamentsaf lønning, som effektivitetsfremmende. Derimod betragtes løn ifølge Herzbergs tofaktor teori, ikke som en motivationsfaktor, men derimod som en vedligeholdelsesfaktor.

¹¹⁰ http://www.denstoredanske.dk/Sprog,_religion_og_filosofi/Filosofi/Menneskets_grundvilk%C3%A5r/arbejde

Figur 19: Herzbergs to-faktor

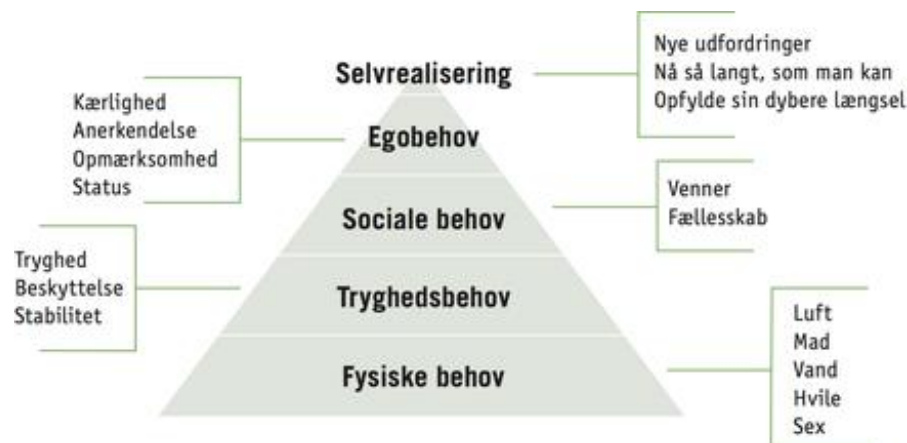


Kilde: http://rosfeldlearning.files.wordpress.com/2012/08/kontekst_4.jpg

Vedligeholdelsesfaktorer bidrager ikke ligefrem til tilfredshed, hvis de forbedres, men de kan resultere i utilfredshed, hvis de ikke opfattes som værende opfyldt¹¹¹. Min vurdering er dog at lønstigningen har været en medvirkende faktor til hvorfor Per Sønderup har været motiveret for at indgå denne fusion, men jeg vurderer ikke at lønstigningen er den eneste årsag.

Fusionen har betydet, at Jutlander Bank nu indgår blandt Gruppe 2 pengeinstitutter i Danmark, hvorimod Sparkassen Himmerland tidligere indgik i gruppe 3 og Sparekassen Hobro i gruppe 4. Per Sønderup, som tidligere var i spidsen for Sparekassen Hobro, vil fremover være direktør for det 12. største pengeinstitut i Danmark. Størrelse er på mange måder udtryk for ”magt” og indflydelse og der vil være væsentlig større prestige forbundet med at være direktør for et af de større pengeinstitutter end en af de mange små lokale sparekasser. Prestige og indflydelse er faktorer, som hører under motivationsfaktorer eller falder ind under selvrealiseringsbehovet og ego behovet ifølge Maslows behovspyramide, som fremgår nedenfor:

Figur 20: Maslows behovspyramide



Kilde: <http://samf-i-c-klassen.wikispaces.com/Fra+mangelbehov+til+v%C3%A6kstbehov>

Denne ændring vurderes derfor at have spillet en væsentlig rolle for Per Sønderups motivation for en gennemførelse af fusionen.

Et andet aspekt af ego behovet er, at Per Sønderup kan have tænkt i at sikre sig mod at tabe ansigt. Hvis Sparekassen Hobro fortsat var kommet med negative resultater, ville en del af skylden blive

¹¹¹ <http://www.lederweb.dk/Personale/Motivation-og-fastholdelse/Artikel/79540/Motivationsteoriene---en-kort-beskrivelse>

pålagt direktionen. Desuden kunne Sparekassen Hobro i sidste ende blive tvunget ud i at lave markante ændringer i forretningsmodellen eller indgå i en knap så frivillig fusion.

9.4 Delkonklusion

Den generelle lønstigning i Sparekassen Himmerland har markant oversteget den generelle lønudvikling i sektoren både hvad angår bestyrelsen og direktionen. Sparekassen Himmerland har tidligere benyttet variable løndelev, men dette er imod den nye lønpolitik.

Sparekassens Hobros lønstigninger har været mindre markante, men lønniveauet for direktør Per Sønderup er overraskende tæt på Poul Damgaards løn på trods af at Poul Damgaard er i spidsen for en væsentligt større bank. Bestyrelsesmedlemmernes honorarer er i begge sparekasser lave i forhold til det generelle niveau i sektoren, men Sparekassen Himmerland har gennem de senest 5 år oplevet kraftige stigninger, hvilket måske er begrundelsen for at de har kunnet fastholde kvalificerede bestyrelsesmedlemmer, hvorimod flere medlemmer i Sparekassen Hobros bestyrelse ikke umiddelbart har en kompetencegivende baggrund indenfor bankvæsen.

Poul Damgaards motivationsfaktorer vurderes hovedsageligt at være ønsket om indflydelse på sin efterfølger, samt medbestemmelse over hvordan den fremtidige drift af instituttet skal udformes.

Per Sønderups motivationsfaktorer vurderes at være en blanding mellem en markant lønstigning, samt behovet for øget indflydelse og prestige.

10 Konklusion

Grundideen med denne opgave var at undersøge motivationen for fusionen mellem Sparekassen Himmerland og Sparekassen Hobro, samt vurdere hvem der profiterer på den. De mest betydningsfulde interessenter i forbindelse med baggrunden for fusionen er myndighederne, aktionærene og ledelsen.

Myndighederne har øget reguleringen betydeligt inden for banksektoren. Kravene vedrørende solvens, kapital og kvaliteten af kapitalen er blevet ændret for at sikre, at bankerne er mere polstrede. Hverken Sparekassen Hobro eller Sparekassen Himmerland har på nuværende tidspunkt problemer med at opfylde de nye krav til kapitalopbygningen, men de stigende krav og mange ændringer betyder, at sparekasserne bruger uhensigtsmæssigt mange ressourcer på løbende at rette systemer, processer og forretningsgangene for at de løbende opfylder de nye krav. Det vurderes dog at den besparelse, der kan opnås i forbindelse med samling af centrale

opgaver er kortvarig og udgør en begrænset størrelse. Jutlander Bank vil fortsat være udfordret i forhold til at overholde de forskellige administrative krav pga. størrelsen.

Hvis vi ser på de tidligere resultater af de to sparekasser er de ikke imponerende. Begge virksomheder har haft meget svingende resultater i løbet af de sidste 5 år, og især Sparekassen Hobro har været meget udfordret med negative overskud på grund af store nedskrivninger. Generelt synes produktivitet og rentabilitet at være mindre i Sparekassen Hobro vedrørende ROA, ROE, nedskrivningsprocent, indtjening per medarbejder mv.. Dette gør Sparekassen Hobro en passende kandidat til en vellykket fusion ifølge forskning ud fra tidligere fusioner. Den umiddelbare reaktion på offentliggørelsen af fusionen var en markant kursstigning til 174,50 DKK, hvilket betød en værdistigning til aktionærerne. Efterfølgende faldt kursen til cirka samme niveau som inden offentliggørelsen.

For at vurdere, om aktionærerne første reaktion var rigtig, kan det underbygges af evalueringsmodeller. Med en P/E-ratio på 136,82 og en kurs/indre værdi på 0,57 vurderes Jutlander Bank ikke umiddelbart, at være en gunstig investering på nuværende tidspunkt.

DCF-modellen kan benyttes til at analysere dels hvilken værdi Jutlander Bank har i dag, sammenholdt med kursniveauet, samt for at sammenligne den nuværende værdi efter fusionen med den værdi, som sparekasserne til sammen ville have udgjort, hvis de havde fortsat driften hver for sig. Resultaterne viser, at hvis ledelsens forventninger er korrekte, er aktien meget undervurderet. Det vurderes ikke realistisk, at markedet tager så meget fejl af en aktie, hvilket underbygges af at den mere kritiske analyse af fremtidige betalingsstrømme. Denne viser et teoretisk aktieniveau på 123,18 DKK, hvilket er mere realistisk i forhold til børskursen på 150,50 DKK. Havde sparekasserne fortsat driften hver for sig havde Sparekassen Himmerland formentligt fortsat den positive udvikling, mens Sparekassen Hobro formentligt ville fortsætte med at reducere egenkapitalen, som følge af store nedskrivninger og negative resultater. Det er derfor kun Sparekassen Hobro, som står som ”vinder” i forbindelse med fusionen, da den samlede værdi af egenkapitalen ville være større, hvis fusionen ikke var sket. Siden fusionen ikke synes at være nødvendig, som følge af den stigende regulering og ej heller i aktionærernes bedste interesse, vurderes det at motivationen hovedsageligt ligger hos ledelsen. De to direktører Per Sønderup og Poul Damgaard har forskellige interesser i fusionen. Poul Damgaards motivation er ikke styret af økonomisk profit her og nu, men et ønske om at gå på pension i den nærmeste fremtid. Fusionen giver ham en fordelagtig fratrædelsesordning, samt en chance for at påvirke hvem der tager over og hvordan banken drives fremover.

Per Sønderup er mere påvirket af det finansielle aspekt, eftersom han opnår en betydelig lønstigning, som følge af fusionen. Lønnen gør det dog ikke alene, især ikke da hans lønniveau i forvejen er relativt højt. Motivationsfaktorer, som prestige og magt vurderes, at have en større betydning på hans beslutning.

Som det fremgår af ovenstående analyse er der ikke én faktor som er altafgørende i forbindelse med fusionen, men det viser sig ved en nærmere analyse at det hovedsageligt har været ledelsens personlige interesser, der er blevet opfyldt, som følge af fusionen, og ikke aktionærernes interesser. Hvorvidt de personlige interesser også har været den bagvedliggende årsag er ikke nemt at vide, men faktum er, at hvis ledelsen har handlet ud fra aktionærernes interesser, så har de fejlvurderet situationen.

11 Litteraturliste

Bøger

- "Aktieinvestering – Teori og praktisk anvendelse" af Michael Christensen & Frank Pedersen
- "Amagerbanken" af Uffe Gardel
- "Andre folks penge" af Niels Sandøe & Thomas G. Svaneborg
- "Bankvirksomhed og risikostyring", Særtryk fra Finansielle forretninger og Rådgivning – Privat
- "Blændværk – Roskilde Banks storhed og fald" af Morten Jeppesen
- "Commercial Banking - The Management of Risk" af Benton E Gup & James W Kolari
- "Creating value from Mergers and Acquisitions – the Challenges" af Sudi Sudarsanam
- "Finanskrisen 2008-2009" af George Soros
- "Harvard Business Review on Mergers and Acquisitions" af Harvard Business school Press
- "Mergers & acquisitions from A to Z" af [Andrew J. Sherman](http://site.ebrary.com/lib/librarytitles/docDetail.action?docID=10436197) (link: <http://site.ebrary.com/lib/librarytitles/docDetail.action?docID=10436197>)
- Organisationsteori – Struktur, kultur og Processer, 5. udgave, af Jørgen Frode Bakka & Egil Fivelsdal
- Den finansielle krise i Danmark – Årsager, konsekvenser og læring (Rangvid rapporten)

Artikler

- "What is Valuation?" af Aswath Damodaran
- "Valuing Financial Service Firms" af Aswath Damodaran
- "Governance and Mergers Activity in Banking", Thomas J. Piskula. Journal of Business & Economic Studies, Vol. 17, no. 1, Spring 2011
- "CEO compensation and bank mergers" af Richard T. Bliss, Richard J. Rosen
- "Revisiting the merger and acquisition performance of European banks" af Ioannis Asimakopoulos & Panayiotis Athanasoglou. International Review of Financial Analysis 29 (2013)
- "En halv million i overskud per ansat" fra Magasinet Finans marts 2014 via link: http://www.finansforbundet.dk/da/Aktuelt/magasinetfinans/MagasinetFinansnr32014/Documents/Magasinet_Finans_2014_03.pdf
- FinansInvest 5/2013 Højere kapitalkrav

Hjemmesider

- <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (20.01.2014)
- http://www.fm.dk/FM/GamlePub/effektivearbejdsprocesser_tools99/kap06.htm (20.01.2014)
- <http://www.pwc.dk/da/nyt/finance/deal/banking-industry-insights.jhtml>
- <http://www.dr.dk/Nyheder/Penge/2013/12/02/1202135310.htm>
- <http://www.b.dk/danmark/smaa-banker-drukner-i-lovkrav>

- <http://www.fyens.dk/article/1352277:Boers-nyt--Nordea-CEO--Fare-for-overregulering-af-banksektor> (09.03.2014)
- <http://www.finansraadet.dk/Nyheder/Pages/artikler-fra-finansraadets-nyhedsbrev/2013/overregulering-haemmer-vaeksten.aspx> (09.03.2014)
- <http://www.finansraadet.dk/tal--fakta/Pages/statistik-og-tal/pengeinstitutter,-filialer-og-ansatte.aspx> (13/4-2014)
- <https://www.finanstilsynet.dk/da/Tal-og-fakta/Statistik-noegletal-analyser/Noegletal.aspx> (13/4-2014)
- http://www.denstoredanske.dk/Geografi_og_historie/%C3%98konomisk_historie/spar_ekasse (22.02.2014)
- <http://toolbox.systime.dk/index.php?id=586> (09.03.2014)
- <https://www.sparhobro.dk/hobro/nyheder/nyhedforsiden/jutlander> (26.01.2014)
- <https://www.sparhobro.dk/nyheder/nyheder/fusionsvedtagelse> (26.01.2014)
- <http://www.pwc.dk/da/nyt/finance/risk/basel-iii.jhtml> (15.02.2014)
- <http://www.finansforbundet.dk/da/Aktuelt/pressemeddelelser/Sider/Medarbejdereharvaeretunderurimeligtpres.aspx> (12.04.2014)
- <http://finanswatch.dk/Finansnyt/article6539992.ece> (12.04.2014)
- <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/dk/Documents/financial-services/nye%20kapitalkrav.pdf> (09.03.2014)
- <http://blog.net2change.dk/livscyklusanalyse-mennesker-produkter-og-virksomheder/> (08.03.2014)
- http://borsen.dk/vaerktoejr/virksomhedsside/isin/ujlikhjldkWkr/jutlander_bank.html (03.04.2014)
- <http://www.business.dk/finans/aktiemarkedet-har-spottet-de-svageste-banker> (02.03.2014)
- <http://www.stockopedia.com/content/valuation-101-how-to-do-a-discounted-cashflow-analysis-63489/#sthash.ZvXYMp4X.dpuf> (22.04.2014)
- <http://www.statistikbanken.dk> (12.04-2014)
- http://www.sadolin-albaek.dk/dk/download/91.6324/vaerdiansaettelse_af_fast_ejendom.pdf (13.04.2014)
- <http://www.proinvestor.com/aktier/sparekassen-himmerland/SPHIM.CO> (13.04.2014)
- <http://www.euroland.com/indices/KaupthingIS/indices31.asp?Language=english&ShareId=34019&IndexNr=888&Currency=DKK> (13.04.2014)
- <http://ordnet.dk/ddo/ordbog?query=fusionere> (20.04.2014)
- <http://www.lederweb.dk/Personale/Motivation-og-fastholdelse/Artikel/79540/Motivationsteoriene---en-kort-beskrivelse> (22.04.2014)
- http://www.denstoredanske.dk/Sprog,_religion_og_filosofi/Filosofi/Menneskets_grundvilk%C3%A5r/arbejde (22.04.2014)
- <http://www.finanstilsynet.dk/~media/Tal-og-fakta/2014/Gruppeopdeling%202014.ashx> (01.03.2014)
- http://rosfeldlearning.files.wordpress.com/2012/08/kontekst_4.jpg (22.04.2014)
- <http://www.skat.dk/SKAT.aspx?oId=1813207> (23.04.2014)

- http://finans.borsen.dk/artikel/1/269078/fusion_sender_sparekassen_himmerland_paa_kursridt.html (24.04.2014)
- http://www.nationalbanken.dk/C1256BE20056B7B4/side/Officielle_Rentesatser (20.04.2013)
- <http://www.dr.dk/Nyheder/Penge/2014/04/25/0425064914.htm> (25.04.2014)
- http://www.shareholders.dk/videnominvestering/markedsnyt/price_earnings_kurs_indre_vaerdi.aspx (26.04.2014)

Fondsbørsmeddelelse

- Nr. 13/2013 – Offentliggørelse af fusionen
- Nr. 16/2013 – Fusionsplan

Øvrige

- Tales of the unexpected:
<http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2012/speech582.pdf>
- Selskabsloven §§ 241-242
- FIL § 128, stk. 2.
- LFV § 124
- SIFI rapporten
- Pressemeddelelse 23. Jan. 2014

Bilag 1**From:** Hede, Christian**Sent:** Friday, March 21, 2014 3:43 PM**To:** Frederiksen, Dorthe Johnsen**Subject:** RE: Speciale - Privat

Hej Dorthe

Jeg er vist den rigtige at tage fat i, men jeg kan kun hjælpe dig med noget af det.

Med stor sikkerhed findes der ikke aktieanalyser af Jutlander Bank, da den simpelthen er alt for lille, og der ingen penge er i, at analysere den. Jeg har vedhæftet mit eget take på Jyske Bank overtagelse af BRFkredit for at du kan se, hvorledes man kan gribe sådan noget an. Analysen er lavet om aftenen og natten, da sammenslutningen blev besluttet, så den kunne sagtens være langt mere dybdegående.

Når jeg analyserer banker er det simpelthen at estimere fremtidig indtjening og kapitalbehov, for derigennem at kunne vurdere hvad ROE bliver, og derigennem hvor meget man bør betale for egenkapitalen (Kurs/indre værdi). Det svære består dog i, at estimere den fremtidige indtjening og kapitalbehovet :-)

Motivationen i Jutlanders tilfælde skal nok findes i et ønske om at være selvstændige også i fremtiden. Det lyder måske lidt mærkeligt, at de så slår sig sammen, men jeg antager, at begge institutter er kommet frem til, at de hver især var for små til at have en lys fremtid. Og imellem os to sagt: De er stadig for små. Det er ikke sikkert, at du kan bruge aktietilgangen til din analyse, da der nok er lidt fætter-kusine fest over Jutlander frem for en egentlig investeringscase.

Da jeg kun har arbejdet hos Nordea i knap 2 måneder har jeg desværre ikke så mange analyser at sende dig.

God weekend!

/Christian

Bilag 2**Sparekassen Himmerland**

Hoved - og nøgletal	2013	2012	2011	2010	2009
	t.kr.	t.kr.	t.kr.	t.kr.	t.kr.
Resultatopgørelse					
Netto rente - og gebyr indtægter	451.000	457.000	448.000	454.000	492.000
Kursreguleringer	49.000	52.000	-27.000	66.000	73.000
Udgifter til personale og administration	267.000	274.000	295.000	262.000	248.000
Nedskrivning på udlån og tilgodehavender	194.357	206.217	261.086	246.653	236.378
Årets resultat før skat	11.000	10.000	-140.000	-59.000	17.000
Årets resultat	6.000	8.000	-101.000	-39.000	21.000
Balance					
Udlån	5.487.000	5.923.000	6.546.000	6.246.000	6.441.000
Indlån (incl. Puljer)	7.258.000	7.437.000	7.183.000	7.254.000	7.194.000
Egenkapital	1.455.000	1.444.000	1.413.000	1.496.000	1.526.000
Garantier	1.365.000	1.477.000	1.522.000	1.589.000	2.032.000
Ansvarlig kapital		0	0	0	0
Aktiver i alt	9.359.000	10.577.000	10.255.000	12.302.000	11.669.000
Nøgletal					
Solvensprocent	16,8	17,7%	18,1%	18,7%	21,4%
Kernekapital procent	16,8	17,7%	17,5%	17,8%	19,1%
Egenkapitalforrentning før skat	0,8	0,7%	-9,6%	-3,9%	1,1%
Egenkapitalforrentning efter skat	0,4	0,5%	-6,9%	-2,6%	1,4%
Indtjening pr. omkostningskrone	1	1	0,8	0,9	1
Udlån i forhold til indlån	83,7	86,50%	97,2%	91,0%	94,5%
Udlån i forhold til egenkapital	3,8	4,2	4	4,2	4,2
Årets udlånsvækst	-7,4	-9,5	4,2	-2,4	8,1
Overdækning i forhold til lovkrav om likviditet	147	196,8	148	374,7	290,3
Summen af store engagementer	14	14,5	13,2	10,4	10
Akkumuleret nedskrivningsprocent	8	6,5	5	4	4
Årets nedskrivningsprocent	2,6	2,6	3	3,2	2,9
Øvrige					
Årets resultat pr. aktie	1	1,4	-18	-7,2	3,8
Indre værdi pr. aktie	265	260	258	277,3	283
Børskurs/indre værdi pr. aktie	0,6	0,4	0,6	0,9	1
Børskurs ultimo	157	112,5	150	244,5	315
Årets resultat	6.000	8.000	-101.000	-39.000	21.000
Aktiver i alt	9.359.000	10.577.000	10.255.000	12.302.000	11.669.000
 Antal medarbejdere	 270	 281,00	 299,00	 280,00	 266,00

Bilag 3**Sparekassen Hobro**

Hoved - og nøgletal	2013	2012	2011	2010	2009
	t.kr.	t.kr.	t.kr.	t.kr.	t.kr.

Resultatopgørelse

Netto rente - og gebyr indtægter	207.200	241.066	221.271	222.534	223.430
Kursreguleringer	34.950	10.029	3.900	10.181	26.403
Udgifter til personale og administration	161.670	160.723	160.149	162.555	153.974
Nedskrivning på udlån og tilgodehavender	125.164	101.736	79.645	36.520	53.425
Årets resultat før skat	-32.536	-17.172	-22.484	20.508	23.337
Årets resultat	-32.536	-28.052	-16.446	15.772	19.761

Balance

Udlån	2.956.164	3.011.981	3.177.478	3.319.881	3.374.576
Indlån (incl. Puljer)	3.467.483	3.373.050	3.336.320	3.251.076	2.986.788
Egenkapital	949.676	978.518	1.039.112	1.051.133	1.034.069
Garantier	0	0	0	0	0
Ansvarlig kapital	0	0	0	0	0
Aktiver i alt	4.789.548	4.736.292	5.334.181	5.548.759	5.125.217

Nøgletal

Solvensprocent	19,6	20,6%	23,4%	22,9%	22,9%
Kernekapital procent	19,6	20,6%	23,0%	21,8%	21,8%
Egenkapitalforrentning før skat	-1,7	-1,7%	-2,2%	1,9%	2,3%
Egenkapitalforrentning efter skat	-1,7	-2,8%	-1,6%	1,6%	1,9%
Indtjening pr. omkostningskrone	0,9	0,94	0,88	1,06	1,07
Udlån i forhold til indlån	97,4	100,6	103,7	109,4	120,5
Udlån i forhold til egenkapital	3,2	3,1	3,1	3,2	3,3
Årets udlånsvækst	-3,6	-4,8	-4,2	-1,6	-5,2
Overdækning i forhold til lovkrav om likviditet	190,5	199,3	242,6	264	195,8
Summen af store engagementer	16,7	24,1	10,5	0	0
Akkumuleret nedskrivningsprocent	9,2	8	6,2	5,2	4,5
Årets nedskrivningsprocent	3	2,5	1,9	0,8	1

Øvrige

Indre værdi pr. aktie	0	0	0	0	0
Børskurs/indre værdi pr. aktie	0	0	0	0	0

Børskurs ultimo	0	0	0	0	0
-----------------	---	---	---	---	---

Årets resultat	-32.536	-28.052	-16.446	15.722	19.761
Aktiver i alt	4.789.548	4.736.293	5.334.181	5.548.759	5.125.217

Antal medarbejdere	170,25	177,70	179,80	188,90	185,90
--------------------	--------	--------	--------	--------	--------

Bilag 4

ROE	2013	2012	2011	2010	2009
Spk. Himmerland	0,41%	0,55%	-7,15%	-2,61%	1,38%
Spk. Hobro	-3,43%	-2,87%	-1,58%	1,50%	1,91%

ROA	2013	2012	2011	2010	2009
Spk. Himmerland	0,06%	0,08%	-0,98%	-0,32%	0,18%
Spk. Hobro	-0,68%	-0,59%	-0,31%	0,28%	0,39%

Indtjening pr. omkostningskrone	2013	2012	2011	2010	2009
Spk. Himmerland	1,00	1,00	1,00	0,80	0,90
Spk. Hobro	0,9	0,94	0,88	1,06	1,07

Resultat efter skat (t.kr.)	2013	2012	2011	2010	2009
Spk. Himmerland	6.000	8.000	-101.000	-39.000	21.000
Spk. Hobro	-32.536	-28.052	-16.446	15.772	19.761

Netto rente- og gebyrindtægter (t.kr.)	2013	2012	2011	2010	2009
Spk. Himmerland	451.000	457.000	448.000	454.000	492.000
Spk. Hobro	207.200	241.066	221.271	222.534	223.430

Årets nedskrivningsprocent	2013	2012	2011	2010	2009
Spk. Himmerland	2,6	2,6	3,0	3,2	2,9
Spk. Hobro	3,0	2,5	1,9	0,8	1,0

ROE efter skat	2009.06	2010.06	2011.06	2012.06	2013.06
Pengeinstitutter, gruppe 1-4	-2,78	0,39	1,78	1,03	3,08
Pengeinstitutter, gruppe 1	0,88	2,05	1,82	1,39	3,56
Pengeinstitutter, gruppe 2	-14,09	-6,04	1,88	-0,17	2,05
Pengeinstitutter, gruppe 3	-9,97	-2,51	1,55	0,21	0,09
Pengeinstitutter, gruppe 4	-0,06	2,77	1,06	-0,86	-4,32

Kilde: Nøgletal fra Finanstilsynet, Kilde: Finanstilsynet.dk

Bilag 5

Spk. Himmerland	2012	
Kapitalopbygning i t.kr.		
Egentlig/ren kernekapital	1.206.075	15,23
Hybrid kernekapital	295.190	3,73
Kernekapital inkl. Hybrid	1.399.248	17,67
Supplerende kapital	-	
Basiskapital efter fradrag	1.399.248	17,67
Risikovægtede poster	7.916.857	

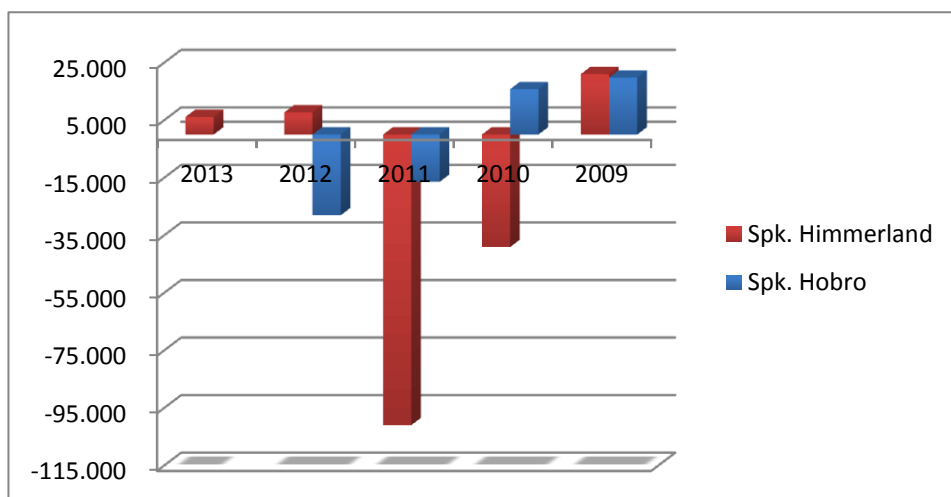
Skp. Hobro	2012	
Kapitalopbygning i t.kr.		
Egentlig/ren kernekapital	883.462	24,32
Hybrid kernekapital	10.000	0,28
Kernekapital inkl. Hybrid	893.462	24,59
Supplerende kapital	-	
Basiskapital efter fradrag	893.462	24,59
Risikovægtede poster	3.633.062	

Jutlander Bank		
Kapitalopbygning i t.kr.	30.09.2013	
Egentlig/ren kernekapital	1.925.000	16,31
Hybrid kernekapital	171.800	1,46
Kernekapital inkl. Hybrid	2.096.800	17,76
Supplerende kapital	-	
Basiskapital efter fradrag	893.462	7,57
Risikovægtede poster	11.806.000	

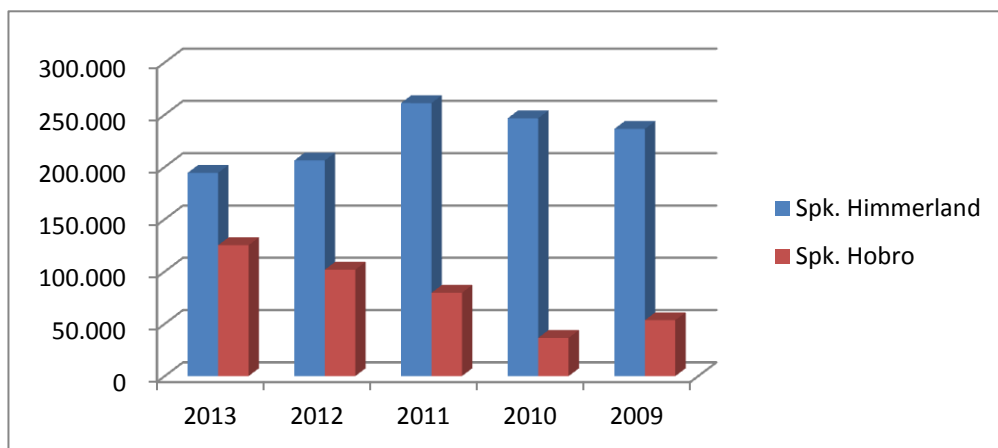
Kapitalopbygning	Spk. Himmerland 2012	Spk. Hobro 2012	Jutlander Bank 2013	Krav i 2015 - Basel III 2015	Krav i 2019 2019
Egentlig/ren kernekapital	15,23	24,32	16,31	4,50	4,50
Hybrid kernekapital	3,73	0,28	1,46	1,50	1,50
Supplerende kapital				2,00	2,00
Kapitalbevaringsbuffer					2,50
Den modcykliske kapitalbuffer					2,50

Bilag 6

Årets resultat efter skat	2013	2012	2011	2010	2009
Spk. Himmerland	6.116	7.679	-101.000	-39.100	21.000
Spk. Hobro		-28.052	-16.446	15.772	19.761



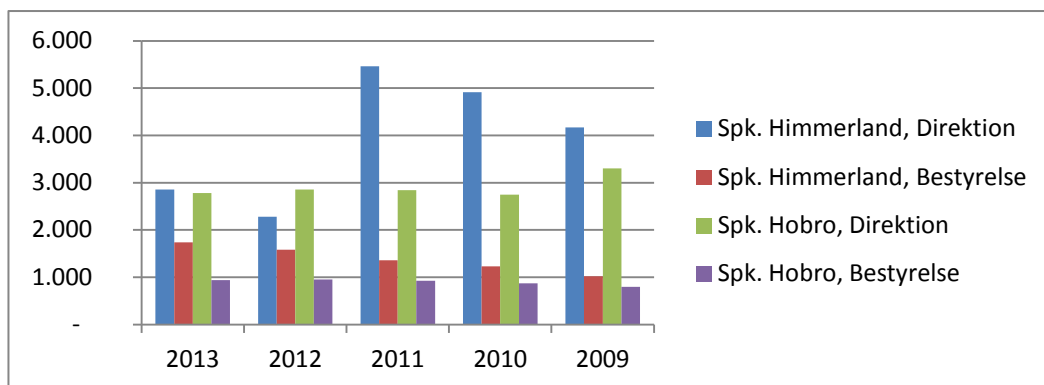
Nedskrivning	2013	2012	2011	2010	2009
1.000 kr.					
Spk. Himmerland	194.357	206.200	261.100	246.600	236.400
Spk. Hobro	125.164	101.736	79.645	36.520	53.425



Bilag 7

Lønninger til ledelsen (t.kr.)	2013	2012	2011	2010	2009
Spk. Himmerland					
Spk. Himmerland, Direktion	2.855	2.280	5.463	4.916	4.169
Spk. Himmerland, Bestyrelse	1.740	1.581	1.357	1.232	1.023
Spk. Hobro					
Spk. Hobro, Direktion	2.782	2.852	2.839	2.750	3.299
Spk. Hobro, Bestyrelse	940	951	925	872	800
Jutlanderbank					
Jutlander Bank, Direktion, Poul Damgaard/Per Sønderup	6.089				
Jutlander Bank, Bestyrelse					

Lønninger til ledelsen i t.kr.:



Øvrige personaleudgifter	2013	2012	2011	2010	2009
--------------------------	------	------	------	------	------

Spk. Himmerland

Lønninger inkl. Pension	158.580	164.237	167.798	149.697	140.367
Antal medarbejdere	270	281	299	280	266
Antal i bestyrelse	8	8	8	8	7
Lønudgift pr. medarbejder	587	584	561	535	528
Lønudgift pr. medlem i ledelsen (t.kr.)	109	99	85	77	64

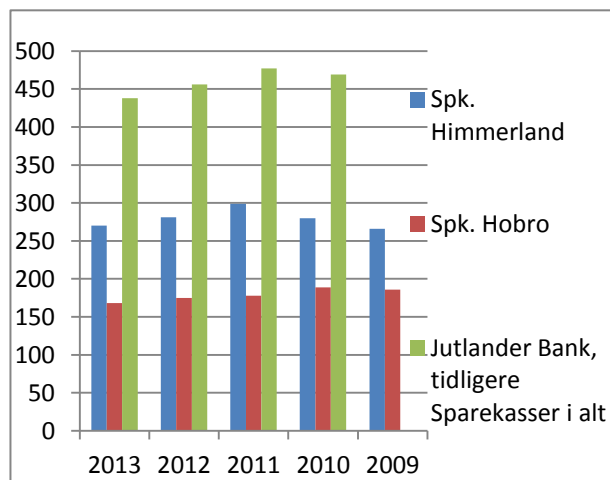
Spk. Hobro

Lønninger	107.250	105.997	103.941	103.679	96.911
Antal medarbejdere	168	175	178	189	186
Antal i bestyrelse	10	10	12	11	11
Lønudgift pr. medarbejder	638	606	584	549	521
Lønudgift pr. medlem i ledelsen (t.kr.)	94	95	77	79	73

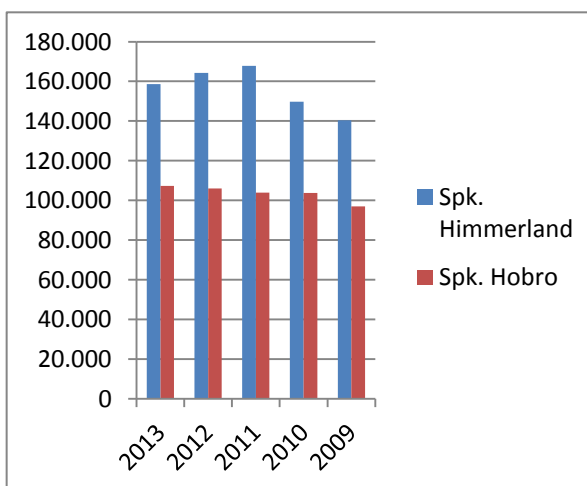
Jutlander Bank, tidligere Sparekasser i alt

Lønninger	158.580				
Antal medarbejdere	438	456	477	469	452
Antal i bestyrelse	16				
Lønudgift pr. medarbejder	362				
Lønudgift pr. medlem i ledelsen (t.kr.)	0				

Medarbejderudvikling:



Lønudvikling:



	2012	2011	2010	2009
Sparekassen Himmerland				
Indtjening pr. medarbejder	1626,33	1498,33	1621,43	1849,62
Resultat pr. medarbejder	35,59	-468,23	-210,71	63,91
Sparekassen Hobro				
Indtjening pr. medarbejder	1377,52	1243,10	1178,05	1201,88
Resultat pr. medarbejder	-98,13	-126,31	108,57	125,54

Bilag 8**WACC beregning 2013**

Jutlander bank		Spk. Himmerland		Spk. Hobro	
dage	360	dage	360	dage	360
Indkomst e skat	7,066667	Indkomst e skat	11,46667	Indkomst e skat	-1,73333
Udbytte	0	Udbytte	0	Udbytte	0
Renteudgifter	140,4 1	Renteudgifter	105,7333 1	Renteudgifter	34,66667 1
Balance	14389,9	Balance	9681,5	Balance	4751,5
Egenkapital	2263,6	Egenkapital	1430	Egenkapital	961,2
Garantkapital	0	Garantkapital	0	Garantkapital	264
Pulje (aktivside)	488,9	Pulje (aktivside)	488,9	Pulje (aktivside)	0
Skattesats %	25	Skattesats %	25	Skattesats %	25
Beta	0,3	Beta	0,3	Beta	0,3
Risikofrirente%	1,62	Risikofrirente%	1,62	Risikofrirente%	1,62
forventet rente%	7	forventet rente%	7	forventet rente%	7
kd	0,012065	kd	0,013621	kd	0,008551
L	0,837163	L	0,84444	L	0,844635
Ke	0,03234	Ke	0,03234	Ke	0,03234
Venstre side	0,007575	Venstre side	0,008627	Venstre side	0,005417
Højre side	0,005266	Højre side	0,005031	Højre side	0,005025
WACC	1,28%	WACC	1,37%	WACC	1,04%

Den risikofrie rente er fundet via dette link:

<http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/SelectVarVal/saveelections>.

Tal vedr. egenkapital, resultat, renteudgifter mv. er taget fra proformaopgørelsen fra 30.9-2014, for at have et bedre sammenligningsgrundlag mellem de to institutter.

WACC beregning 2012

Spk. Himmerland		Spk. Hobro	
dage	360	dage	360
Indkomst e skat	7,7	Indkomst e skat	-65,4
Udbytte	0	Udbytte	0
Renteudgifter	145,9 1	Renteudgifter	52,7
Balance	10554,7	Balance	4736,3
Egenkapital	1421,3	Egenkapital	978,5
Garantkapital	0	Garantkapital	274,8
Pulje (aktivside)	481,9	Pulje (aktivside)	
Skattesats %	25	Skattesats %	25
Beta	0,3	Beta	0,3
Risikofrirente%	2	Risikofrirente%	2
forventet rente%	7	forventet rente%	7
kd	0,016864	kd	0
L	0,858897	L	0,842273
Ke	0,035	Ke	0,035

Venstre side	0,010863	Venstre side	0
Højre side	0,004939	Højre side	0,00552
WACC	1,58%	WACC	0,55%

Den risikofrie rente er anslået, da der ikke findes statistik over satserne efter 2010.

WACC beregning 2011

Spk. Himmerland

dage	360
Indkomst e skat	-101
Udbytte	0
Renteudgifter	180,7
Balance	10255,4
Egenkapital	1413,5
Garantkapital	0
Pulje (aktivside)	436,3
Skattesats %	25
Beta	0,3
Risikofrirente%	2,5
forventet rente%	7
kd	0,021498
L	0,856046
Ke	0,0385
Venstre side	0,013802
Højre side	0,005542
WACC	1,93%

Spk. Hobro

dage	360
Indkomst e skat	-22,6
Udbytte	0
Renteudgifter	76,5
Balance	5334,2
Egenkapital	1030,9
Garantkapital	302,6
Pulje (aktivside)	0
Skattesats %	25
Beta	0,3
Risikofrirente%	2,5
forventet rente%	7
kd	0
L	0,855255
Ke	0,0385
Venstre side	0
Højre side	0,005573
WACC	0,56%

Den risikofrie rente er anslået, da der ikke findes statistik over satserne efter 2010.

WACC beregning 2010

Spk. Himmerland

dage	360
Indkomst e skat	-39,1
Udbytte	0
Renteudgifter	200,8
Balance	12301,9
Egenkapital	1495,7
Garantkapital	0
Pulje (aktivside)	548,1
Skattesats %	25
Beta	0,3
Risikofrirente%	2,9
forventet rente%	7
kd	0,019575
L	0,872748
Ke	0,0413

Spk. Hobro

dage	360
Indkomst e skat	10
Udbytte	0
Renteudgifter	66
Balance	5548,8
Egenkapital	1051,1
Garantkapital	294,6
Pulje (aktivside)	0
Skattesats %	25
Beta	0,3
Risikofrirente%	2,9
forventet rente%	7
kd	0
L	0,85602
Ke	0,0413

Venstre side	0,012813	Venstre side	0
Højre side	0,005256	Højre side	0,005946
WACC	1,81%	WACC	0,59%

Den risikofrie rente er fundet via følgende link:

<http://nationalbanken.statistikbank.dk/statbank5a/default.asp?w=1366>

WACC beregning 2009

Spk. Himmerland

dage	360
Indkomst e skat	21
Udbytte	0
Renteudgifter	228
Balance	11668,5
Egenkapital	1526,4
Garantkapital	0
Pulje (aktivside)	528
Skattesats %	25
Beta	0,3
Risikofrirente%	3,6
forventet rente%	7
kd	0,023715
L	0,862986
Ke	0,0462
Venstre side	0,015349
Højre side	0,00633
WACC	2,17%

Spk. Hobro

dage	360
Indkomst e skat	-1,73333
Udbytte	0
Renteudgifter	13,7
Balance	5125,2
Egenkapital	1034,1
Garantkapital	278,9
Pulje (aktivside)	0
Skattesats %	25
Beta	0,3
Risikofrirente%	3,6
forventet rente%	7
kd	0
L	0,84417
Ke	0,0462
Venstre side	0
Højre side	0,007199
WACC	0,72%

Den risikofrie rente er fundet via følgende link:

<http://nationalbanken.statistikbank.dk/statbank5a/default.asp?w=1366>

Bilag 9 - DCF model Jutlander Bank - Direktionens forudsætninger

Hoved - og nøgletal	Terminalår	2018 t.kr.	2017 t.kr.	2016 t.kr.	2015 t.kr.	2014 t.kr.
Resultatopgørelse						
Netto rente - og gebyr indtægter	889.785	872.339	830.799	791.237	753.559	717.675
Kursreguleringer og andre indtægter	50.000	59.693	59.693	59.693	59.693	59.693
Udgifter til personale og administration	420.000	414.409	410.306	402.261	402.261	410.470
Nedskrivning på udlån og tilgodehavender	200.000	229.047	245.424	266.652	304.486	345.876
Øvrige Driftsudgifter/Geninvestering	20.000	21.129	21.560	22.000	37.000	45.500
Årets resultat før skat / cash flow	299.785	267.447	213.201	160.017	69.505	-24.478

Nominal diskonteringsfaktor, WACC**1,28**

Tilbagediskonterede værdi af cash flow

År 1	-24.169
År 2	67.759
År 3	154.027
År 4	202.626
År 5	250.968
Nutidsværdi af budgetperiode	651.211

Nutidsværdi af terminalperiode	23.420.740	21.977.696
--------------------------------	------------	-------------------

Virksomhedsværdi ekskl. Ikke-driftsmæssige aktiver	22.628.907
---	-------------------

+ Markedsværdi af ikke-driftsmæssige aktiver	3.719.000
--	-----------

Virksomhedens værdi inkl. Ikke-driftsmæssige aktiver	26.347.907
---	-------------------

- Markedsværdi af virksomhedens rentebærende gæld	10.887.700
---	------------

Estimeret værdi af virksomhedens egenkapital	15.460.207
---	-------------------

Antal aktier	8.596.679
--------------	-----------

Teoretisk aktiekurs	1798,39
----------------------------	----------------

Faktisk Aktiekurs	150,5
--------------------------	--------------

Ikke driftsmæssige aktiver

Obligationer til dagsværdi	2.884.100
Aktier til dagsværdi	816.700
Kapitalandele til associerede virksomheder	500
Kapitalandele i tilknyttede virksomheder	17.700
I alt	3.719.000

Rentebærende gæld

Gæld til kreditinstitutter og centralbanker	541.800
Indlån og anden gæld	10.240.600
Udstedte obligationer (kostpris)	105.300
I alt	10.887.700

Bilag 10 - DCF model Jutlander Bank - Egne forudsætninger

Hoved - og nøgletal	Terminalår	2018 t.kr.	2017 t.kr.	2016 t.kr.	2015 t.kr.	2014 t.kr.
Resultatopgørelse						
Netto rente - og gebyr indtægter	751.374	736.642	701.563	668.156	636.339	649.325
Kursreguleringer og andre indtægter	59.693	59.693	59.693	59.693	59.693	59.693
Udgifter til personale og administration	420.000	410.346	406.283	402.261	402.261	410.470
Nedskrivning på udlån og tilgodehavender	250.000	229.047	245.424	266.652	304.486	345.876
Øvrige Driftsudgifter/Geninvestering	30.000	23.371	22.507	27.825	47.000	50.500
Årets resultat før skat / cash flow	111.067	133.570	87.042	31.111	-57.715	-97.828

Nominal diskonteringsfaktor, WACC **1,28**

Tilbagediskonterede værdi af cash flow

År 1	-96.592
År 2	-56.266
År 3	29.946
År 4	82.724
År 5	125.341
Nutidsværdi af budgetperiode	85.154

Nutidsværdi af terminalperiode 8.677.110 **8.142.478**

Virksomhedsværdi ekskl. Ikke-driftsmæssige aktiver **8.227.632**

+ Markedsværdi af ikke-driftsmæssige aktiver 3.719.000

Virksomhedens værdi inkl. Ikke-driftsmæssige aktiver **11.946.632**

- Markedsværdi af virksomhedens rentebærende gæld 10.887.700

Estimeret værdi af virksomhedens egenkapital **1.058.932**

Antal aktier 8.596.679

Teoretisk aktiekurs **123,18**

Faktisk Aktiekurs **150,5**

Ikke driftsmæssige aktiver

Obligationer til dagsværdi	2.884.100
Aktier til dagsværdi	816.700
Kapitalandele til associerede virksomheder	500
Kapitalandele i tilknyttede virksomheder	17.700
I alt	3.719.000

Rentebærende gæld

Gæld til kreditinstitutter og centralbanker	541.800
Indlån og anden gæld	10.240.600
Udstedte obligationer (kostpris)	105.300
I alt	10.887.700

Bilag 11 - DCF model Sparekassen Himmerland

Hoved - og nøgletal	Terminalår	2018	2017	2016	2015	2014
		t.kr.	t.kr.	t.kr.	t.kr.	t.kr.
Resultatopgørelse						
Netto rente - og gebyr indtægter	479.094	474.351	469.654	465.004	460.400	460.400
Kursreguleringer	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000
Udgifter til personale og administration	228.523	230.831	233.163	235.518	237.897	240.300
Nedskrivning på udlån og tilgodehavender	175.000	158.305	166.637	175.407	184.639	194.357
Øvrige Driftsudgifter/Geninvestering	30.000	19.101	18.191	17.325	16.500	15.000
Årets resultat før skat	95.571	116.114	101.663	86.754	71.364	60.743

Nominel diskonteringsfaktor, WACC	1,37	0
Tilbageiskonterede værdi af cash flow		
År 1		59.922
År 2		69.448
År 3		83.284
År 4		96.278
År 5		108.477
Nutidsværdi af budgetperiode		417.408
Nutidsværdi af terminalperiode	7.466.498	6.975.410
Virksomhedsværdi ekskl. Ikke-driftsmæssige aktiver		7.392.818
+ Markedsværdi af ikke-driftsmæssige aktiver		2.680.900
Virksomhedens værdi inkl. Ikke-driftsmæssige aktiver		10.073.718
- Markedsværdi af virksomhedens rentebærende gæld		7.106.200
Estimeret værdi af virksomhedens egenkapital		2.967.518
Antal aktier	8.596.679	
Teoretisk aktiekurs	345,19	
Faktisk Aktiekurs	150,5	

Ikke driftsmæssige aktiver	
Obligationer til dagsværdi	2.055.600
Aktier til dagsværdi	607.600
Kapitalandele til associerede virksomheder	-
Kapitalandele i tilknyttede virksomheder	17.700
I alt	2.680.900

Rentebærende gæld

Gæld til kreditinstitutter og centralbanker	352.900
Indlån og anden gæld	6.753.200
Udstedte obligationer (kostpris)	100
I alt	7.106.200

Bilag 12 - DCF model Sparekassen Hobro

Hoved - og nøgletal	Terminalår	2018	2017	2016	2015	2014
		t.kr.	t.kr.	t.kr.	t.kr.	t.kr.
Resultatopgørelse						
Netto rente - og gebyr indtægter	215.613	213.478	211.365	209.272	207.200	207.200
Kursreguleringer	25000	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000
Udgifter til personale og administration	150.000	150.000	150.000	155.000	155.000	160.000
Nedskrivning på udlån og tilgodehavender	75000	73.908	82.120	91.245	101.383	112.648
Øvrige Driftsudgifter/Geninvestering	5500	5.500	5.500	5.500	5.500	5.500
Årets resultat før skat	10.113	14.570	4.245	-11.973	-29.683	-40.448

Nominel diskonteringsfaktor, WACC	1,04	0
-----------------------------------	------	---

Tilbagediskonterede værdi af cash flow	
År 1	-40.031
År 2	-29.075
År 3	-11.607
År 4	4.073
År 5	13.836
Nutidsværdi af budgetperiode	-62.805

Nutidsværdi af terminalperiode	790.090	750.257
--------------------------------	---------	----------------

Virksomhedsværdi ekskl. Ikke-driftsmæssige aktiver	687.452
+ Markedsværdi af ikke-driftsmæssige aktiver	1.037.501
Virksomhedens værdi inkl. Ikke-driftsmæssige aktiver	1.724.952
- Markedsværdi af virksomhedens rentebærende gæld	3.608.006
Estimeret værdi af virksomhedens egenkapital	-1.883.053

Antal aktier	8.596.679
--------------	-----------

Teoretisk aktiekurs	-219,04
----------------------------	----------------

Faktisk Aktiekurs	150,5
--------------------------	--------------

Ikke driftsmæssige aktiver

Obligationer til dagsværdi	828.300
Aktier til dagsværdi	209.200
Kapitalandele til associerede virksomheder	1
Kapitalandele i tilknyttede virksomheder	-
I alt	1.037.501

Rentebærende gæld

Gæld til kreditinstitutter og centralbanker	188.800
Indlån og anden gæld	3.419.200
Udstedte obligationer (kostpris)	6
I alt	3.608.006

Gæld til kreditinstitutter og centralbanker	352.900
Indlån og anden gæld	6.753.200
Udstedte obligationer (kostpris)	100
I alt	7.106.200