

Børsnotering af DJS

30-04-2018



Michael Ellerbæk Broeng – 20167066

Troels Nymann Jensen – 20167798

Vejleder: Christian Farøe

Holdnr: HDFR-4. sem (Aarhus)

Indholdsfortegnelse

1. Executive Summary	5
2. Indledning	7
3. Problemformulering.....	8
4. Afgrænsning.....	9
5. Metode	9
6. Præsentation af Den Jyske Sparekasse.....	10
Fusioner	10
Direktion og bestyrelse.....	11
Sparekassens idégrundlag	11
Ejerskab af en garantsparekasse	13
Ejerstrukturen i DJS.....	13
Ejerskab af et aktieselskab indenfor finansverdenen	15
Fra garantsparekasse til aktieselskab – med succes?.....	16
7. En børsnoterings succes (modning)	17
Hvordan gør man det så?	18
Tidsplanen.....	20
Egnet til at være på børsen?	20
Ledelsen.....	22
Risikostyring	24
Regnskabspraksis ændres.....	25
Andre forhold	26
DJS får brug for stor kendskabsgrad.....	26
Ankerinvestorer	27
Den foreløbige værdiansættelse	28
Delkonklusion	28
8. Markedsanalyse	28
PEST analyse	29
Politisk og lovmæssige.....	29
Kapitalkrav	29
MIFID.....	30
Tilsynsdiamanten.....	30
Pengepolitik.....	31
Ny pensionsreform	31
Økonomi.....	31
Landbrug.....	31

Bolig salg/boligbyggeri	32
Vækst	32
Sociale faktorer	33
Fysiske filialer	33
Urbanisering	33
Demografi	34
Teknologi	34
Porters Five Forces	35
Leverandørernes forhandlingsstyrke	35
Nærpension	36
Totalkredit	37
Kundernes forhandlingsstyrke	37
Konkurrencen i branchen	38
Udbydere	38
Konkurrenceparametre	38
Forbrugerens aktivitet	39
Substituerende produkter	39
Deleøkonomi	40
Nye indtrængere	40
Delkonklusion markedsanalyse - SWOT Analyse	41
9. Analyse af nøgletal	42
Årets Resultat	42
ROE – Return on Equity – Egenkapitalens Forrentning	43
ROA – Return of assets – Forrentning af aktiver	44
ICGR – Internal Capital Generation Rate	45
(nettoresultat – udbytte)/egenkapitalen	45
WACC	46
Nedskrivninger	48
Personaleomkostninger	50
Renter	52
Indlånsrente versus udlånsrente	53
Delkonklusion på nøgletal	54
10. Analyse af DJS' kapitalgrundlag	55
Overordnet forståelse for solvens	55
Det individuelle solvensbehov og risiko	56
Fremtidige kapitalkrav og den forventede udvikling i deres kapitalprocent	58

Kontracyklisk kapitalbuffer	58
IRFS 9	58
NEP-kravet	59
Beregnet kapitalgrundlag for DJS for årene 2018 - 2022	60
Er de i sikker havn allerede nu?	61
Branchens nøgletal på kapitalgrundlaget og det individuelle solvensbehov	62
Delkonklusion på kapitalgrundlaget	64
11. Værdiansættelse af DJS	65
ECF modellen	66
Beregningen	67
Budgettet for værdifastsættelsen	67
Indtjening og udgifter	67
Renteindtægter, renteudgifter, gebyrer og provisioner	68
Øvrige indtægtsindtægter	70
Andre driftsindtægter	70
Resultat af kapitalandele i Associerede og tilknyttede virksomheder	70
Udgifter	71
Udgifter til personale og administration	71
Øvrige udgifter	71
Omkostning til børsnoteringen	71
Nedskrivninger	72
Regulering af udskudt skat	72
Resultatbudget for 2018 – 2027	72
Resultatbudget til fordeling 2018 – 2022:	72
Resultatbudget til fordeling 2023 – 2027 og terminalperioden T2028:	72
Kapitalforhold brugt i ECF modellen	73
For årene 2018 – 2022	73
For årene 2023 – T2028	73
Opgørelse af maksimalt udbyttekapacitet	74
Overført fra forrige år til solvensafdækning fremadrettet primo	75
Mulig maksimal udbyttekapacitet før solvensopfyldelse	75
Årets resultat til fordeling	75
Overført til solvensafdækning fremadrettet – ultimo	75
Maksimal udbyttekapacitet (teoretisk dividende)	75
Afkastkrav til egenkapitalen CAPM modellen	75
Afkastkrav til egenkapitalen - CAPM	75

Udregning for CAPM er derfor følgende:	76
Beregning af markedsværdien	77
Markedsværdien	78
Estimeret antal aktier ved børsintroduktionen	78
Følsomhedsanalyse	78
Kurs indre værdi i 2018	79
Delkonklusion på værdiansættelsen	80
12. Perspektivering	80
13. Konklusion	82
Litteraturliste	86
Hjemmesider:	86
Artikler	87
Litteratur	87
Bilag	88

1. Executive Summary

A savings bank in Denmark has announced that they want to issue an IPO (Initial Public Offering) in 2018 listed on the stock exchange. The savings bank is Den Jyske Sparekasse (DJS). The mandatory legal capital requirements and a wish to release their guarantor owners from their obligations to DJS, has created the need for the IPO.

We have chosen to analyse this IPO, particularly because we have followed DJS through our whole study. Do they need more capital? In addition, is this the right way to obtain it? Are they ready to be listed on the stock exchange, or what more does it take? How is DJS valued and what is the market price?

We found out that their board today does not have the competencies needed, and therefore new profiles who can execute an IPO should be included. Luckily, DJS is in the process of adding new people to the board, as well as employing another member to the management, so that these new profiles jointly will increase the competencies in the company for an IPO, and not least for managing a stock listed company. It is also a clear signal to future investors that there is a strong and competent management in the company. Until the IPO, DJS have to promote the company, and thereby make sure they are interesting for potential investors. It is important that “anchor investors” participate from the beginning, as these could potentially draw additional investors to DJS.

In order to analyse the capital requirements, we had to make a budget for the future. To make sure this was a diligent budget, we have made a market analysis based on the PEST-model as well as Porter’s Five Forces.

By doing this, we were able to use the opportunities and threats, which DJS is facing as a starting point. Additionally, we obtained a good insight into the parameters for competition in the business. We experience an industry, which determined very much by external factors, where economic trends and legal requirements has a great impact on the profitability. We also saw an industry, where size is a crucial factor if one aims for independence. The alternative to independence is to join other actors in the industry in regards to systems, products etc. DJS is far from the minimum size, and is therefore dependant on cooperation. The price for the products DJS is offering is not the most important factor - for the customers, the relationship to the savings bank is the most important factor, in contrast to the price on its own.

Furthermore, we analysed historical key numbers and found the reasons for this, as well as the directions for these figures. Then we used this to create a realistic budget. DJS has had some very difficult years, but is slowly getting back on the right track.

DJS needs more capital, especially due to the new capital requirements, which will be phased in from 2019 and onwards. DJS will also need to re-finance their current subordinated capital, so that their capital foundation is strengthened. This is a task the present owners cannot manage on their own, and therefore external capital is required.

We also found a valuation model, which is used by Corporate Finance institutions globally called ECF (Equity Cash Flow). The model is not the only one for valuations, but for a financial institution and its business model, the model is definitely suitable and trustworthy for an investor.

The theoretical ECF model and our budget for the coming 10 years, as well as the fulfilment of the minimum capital requirements yielded a theoretical market value in 2018 of 1,377,920,000 Danish Kroner. We verified the valuation based on Price/Book Value, and compared to other financial institutions. This comparison confirmed that our initial valuation was credible.

However, the valuation is somewhat fragile, and very much dependent upon the investors risk-evaluation and thereby their demand for return on investment. The higher a demand for return on their investment, the lower the net worth and vice versa.

Finally, we conclude that an IPO is a safe route for raising more and better capital for DJS.

2. Indledning

Selv 10 år efter finanskrisens start, har den stadig meget stor betydning for alle og den måde vi tænker økonomi på. Pengeinstitutterne har været nødsaget til at transformere sig til en helt ny verden. Det gælder både med negative renter, nedskrivninger og øgede kapitalkrav, som stadig bliver ved med at ændre sig. Hvis vi tager det første, har pengeinstitutterne tidligere kunnet genere overskud på at få indlån ind og få en højere rente, end de selv gav. Dette scenarie er pt. vendt på hovedet. Dette betyder, at pengeinstitutterne i dag typisk taber penge på indlånsforretningen, med mindre de låner pengene ud. Men efterspørgslen for lån har også været faldende, så der florerer pt. et likviditetsoverskud i pengeinstitutterne.

De fleste pengeinstitutter har oplevet kæmpe nedskrivninger i årene efter finanskrisen. Der havde nok været en for stor forbrugsfest, og der var lånt for mange penge ud uden tilstrækkelig sikkerhed. Dette sled hårdt på mange pengeinstitutters egenkapital, og en del pengeinstitutter måtte bukke under. Fra myndighedernes side, ville man for alt i verdenen ikke ud i en lignende krise igen. Pengeinstitutterne skulle nu fremadrettet polstres bedre, således der ikke længere er/var behov for nye bankpakker. Det gjorde, at mange pengeinstitutter pludselig kunne komme i bekneb med deres kapital pga. af de nye krav. Selv et pengeinstitut med en forholdsvis sund forretning i dag, skal skaffe yderligere risikovillig kapital til sikring af kapitalkravene - og hvorfra skal det skaffes? Hos kunderne, investorer, gennem overskud?

Flere garantsparekasser måtte over årene efter finanskrisen se i øjnene, at de nok ikke kunne rejse nok kapital, hverken hos deres garanter, hos staten eller andre med risikovillig kapital. Derfor fusionerede nogle pengeinstitutter, andre blev opkøbt, og nogle valgte at blive børsnoteret for at få lettere adgang til kapital.

Vi har gennem vores studieforløb fulgt "Den Jyske Sparekasse" (kaldet DJS), og de har været hele møllen igennem. I vores rapport om finansiell risiko styring fra 2017, har vi analyseret DJS og konkluderet herpå. De har haft skrækkelige regnskabsår pga. kæmpe nedskrivninger, ikke mindst pga. en stor eksponering mod landbruget. Endvidere har DJS haft problemer med sin kapital, og har måttet modtage statslig kapital gennem bankpakkerne, og har betalt dyrt herfor. Nu kan denne kapital ikke længere indgå i kapitalgrundlaget, og dermed skal DJS selv sørge for sin kapital. Det synes som en kæmpe udfordring for DJS. Og med endnu strengere kapitalkrav i vente, kan det synes som en svær opgave for DJS at stå alene som garantkasse. Det har DJS også set i øjnene og styrer nu mod en børsnotering i slutningen af dette år. Repræsentantskabet i DJS har godkendt arbejdet med børsmodningen, så det første step med at cleare baglandet har de klaret.

Igennem flere år, har de haft svært ved at tiltrække nye garantanter eller bare at sælge indskydernes garant kapital, Det har betydet, at de nuværende garantanter har været fastlåste, og mere eller mindre nu, er klar til at konvertere indskuddet til aktier og dermed få mulighed for at handle deres aktier.

Men der er stadig meget lang vej til en børsnotering. DJS skal have struktur og styring på de indre linjer før en børsnotering. De er nødt til at have styr på "penalhuset" for at kunne overbevise omverdenen og investorer om denne børsnotering. Nogle få pengeinstitutter er dog lykkedes med det i nyere tid, heriblandt Sparekassen Sjælland-Fyn (SPKS). Derfor bruger vi SPKS som sammenligning til DJS, og perspektiverer på analysen op mod SPKS succesfulde børsnotering og kommende emission.

Vi finder casen med DJS' børsnotering yderst interessant, og vil derfor gerne analysere på, hvad der skal til for at DJS får en succesfuld børsnotering, og ikke mindst om de er interessante for kommende investorer. Vi har gennem vores studie allerede fundet ud af, at DJS har haft stormfulde år med masse af udfordringer, og kan derfor være tvivlende overfor om de kommer godt igennem opgaven.

Men hvad er de værd på markedet? - det er interessant at værdiansætte et pengeinstitut, da det er en speciel virksomhed at værdiansætte pga. kapitalkrav og de lidt særlige produkter de lever af.

3. Problemformulering

Vores interesse for DJS spænder derfor ud i følgende problemformulering:

- Vil en børsnotering uden en aktieemission være den sikre vej til mere kapital?

For at komme frem til et svar på hovedspørgsmålet, kræves der en række svar på underspørgsmål:

- Hvorledes er markedssituation i branchen - og specifikt for DJS?
- Hvordan foretages en børsnotering - og hvad skal DJS have styr på inden?
- Hvor er DJS i forhold til kapitalkrav nu og fremtiden?
- Hvordan kan DJS værdiansættes? – og til hvilken pris?
 - o Hvilke modeller kan bruges til at værdiansætte - og er der nogle særlige forhold i at værdiansætte et pengeinstitut?

4. Afgrænsning

Specialet vil blive løst udelukkende med al tilgængelig information, hvilket vil sige årsrapporter fra DJS og SPKS, artikler, hjemmesider, artikler og fagbøger. Derudover vil undervisningsmateriale blive brugt.

I markedsanalysen vil vi analysere på de ting, vi mener har den største betydning for DJS. Vi laver ikke en analyse som analyserer dybdegående, da det vil blive for omfattende, og måske heller ikke vil bidrage mere til besvarelse af problemformuleringen. SWOT analysen vil udelukkende blive brugt som en delkonklusion på markedsanalysen.

Vi vil bruge al den information vi kan trække fra medierne. Samtidig skal vi dykke ned i regnskaberne osv. fra perioden 2012 – 2017. Vi vil kun i overfladen forholde os til årsager, hvorfor SPKS ser ud som de gør. Analyser og årsager vil vi gå i dybden med for DJS. Vi bruger SPKS til at sammenligne og perspektivere med.

Al information efter den 15. april vil ikke indgå i rapporten, men væsentlig viden efter denne dato vil vi medtage den 1. juni under forsvaret af specialet.

5. Metode

Specialets opbygning kan ses af denne struktur:

Figur 1



Kilde: Egen tilvirkning

Vi vil først beskrive DJS, således læseren får kendskab til sparekassen. Vi vil endvidere beskrive hvordan en sparekasse ejes, og hvad forskellen er på en garantsparekasse og et aktieselskab. Vi vil herefter analysere på, hvad DJS skal forberede inden en børsnotering, og kigge på, om de har den fornødne viden til dette.

Herefter vil vi lave en markedsanalysen for at vurdere DJS' muligheder. Der vil især blive analyseret på, hvor markedet for pengeinstitutter er på vej hen - og hvad det betyder for DJS.

Kapitalkravene er en de helt store årsager til DJS' ønske om at blive børsnoteret, og få mere adgang til bedre kapital. Vi vil derfor beskrive kravene, og analysere på, hvor DJS står nu og i nærmeste fremtid. Der vil blive lavet et budget, som også skal bruges i værdiansættelsen. I selve værdiansættelsen vil der blive diskuteret, hvilke modeller der bruges til værdiansættelse, og hvad der er problematikken i henhold til at værdiansætte et pengeinstitut fremfor en produktionsvirksomhed.

6. Præsentation af Den Jyske Sparekasse

Dette afsnit indeholder information om DJS' oprindelse, fusioner og historie. Da DJS er en garantsparekasse, vil det blive forklaret, hvordan dét virker, og hvorledes den daglige ledelse fungerer. DJS' markedsområde og filialnet, vil ligeledes blive beskrevet. Formålet med dette afsnit er, at give læserne kendskab til DJS, som baggrundsviden, hvilket skal bruges senere i rapporten.

Den første sparekasse i Danmark blev dannet i 1810, og op gennem århundredet blev der dannet flere og flere sparekasser. I starten var sparekassernes formål, at fremme opsparingen for mindrebemidlede ved at anbringe opsparingen i statsobligationer. I takt med, at forretningsomfanget blev udvidet, kom der flere og flere sparekasser til.

DJS blev oprettet i 1872, som Grindsted-Grene og omegns Spare og laanekasse. Den drivende kraft for oprettelsen var Sognepræsten i Grindsted Hans Jacob Julius Mygind. Den første åbningsdag var 4. september på Præstegården i Grindsted.

En sparekasse var dog på det tidspunkt ikke en bank. Sparekasser havde ikke samme frihed til at udføre forretninger som banker. Eksempelvis kunne sparekasser ikke handle med værdipapirer. En ny lov vedtaget i 1975 gav sparekasser de samme muligheder for at udføre bankforretninger som de banker, der er aktieselskaber. Hertil består forskellen i dag på en sparekasse og en bank, hvorledes kapitalen kan skaffes.

Fusioner

DJS fik sit navn i 1989 i forbindelse med en fusion mellem Grindsted Sparekasse og Sparekassen i Bording. I 2007 fusionerede sparekassen igen, denne gang med Sparekassen Jelling, og i 2009 med Sparekassen Løgumkloster. 2012 var et travlt år i DJS, da man her

fusionerede med Sparekassen Farsø og Sparekassen i Skals. Derudover opkøbte DJS Spar Salling.

Direktion og bestyrelse

DJS har som administrerende direktør Claus E. Pedersen, som har været direktør siden 2007. Herudover har de i 2017 fået nyt direktionsmedlem i Torben Sørensen, således direktionen nu består af 2 direktører. Bestyrelsen består af 9 medlemmer, hvoraf de tre er valgt af medarbejderne, og de 6 øvrige er valgt af repræsentantskabet. Repræsentantskabet består af 67 medlemmer, som er valgt af garantterne. Repræsentantskabet er øverste myndighed.

Sparekassens idégrundlag

”DJS skaber overblik, så kunderne oplever overskud – personligt og økonomisk”

For at sikre idégrundlaget har den Jyske Sparekasse følgende værdigrundlag:

- Købmandskab
- Visionær
- Professionalisme
- Teamånd
- Handlekraft
- Ærlighed

DJS' hovedaktiviteter er indlån, udlån, realkredit, garantistillelse og investeringsservice. DJS henvender sig til private detailkunder, offentlig virksomhed, foreninger og erhvervskunder under 250 ansatte og omsætning <1 mia.

DJS satser på hel- og langvarig kundeforhold, og de ønsker at kunne tilbyde de finansielle produkter som kunderne har behov for, enten ved selv at tilbyde dem, eller tilkøbe dem via leverandører.

DJS samarbejder med følgende:

- Realkredit: Totalkredit
- Pension og personforsikring: Nærpension (ejet af AP Pension)
- Skadesforsikringer: Privatsikring

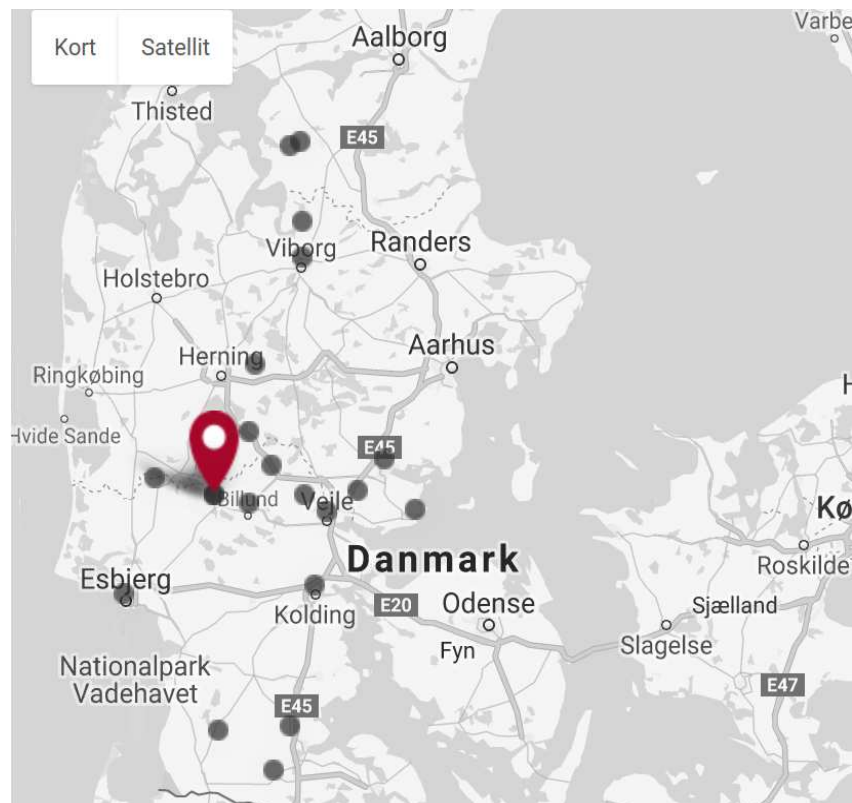
DJS har hvad der svarer til 362 fuldtidsstillinger. De 110 arbejder på hovedkontoret, og resten ude i filialerne. Der er 19 filialer i Jylland, og det er her DJS har sit primære markedsområde.

DJS har hovedsageligt filialer omkring hovedkontoret i Grindsted, men strækker sig til Farsø i Nord, Esbjerg i vest, Juelsminde i Øst og Tinglev i Syd.

Flytter en kunde til en anden del af landet, ønsker DJS at beholde kunden, men de opsøger ikke nye kunder udenfor det geografiske område.

Figuren viser hvor DJS har filialer:

Figur 2



Kilde: DJS.dk

Dialogen og rådgivningen med kunderne foregår i filialerne, som kan trække på hovedkontorets specialviden. Det betyder, at DJS satser på at være til stede for kunden lokalt, og kunderne derved har let adgang til deres rådgiver. DJS vil gerne give sig tid til den enkelte kunde, og forklare detaljerne, således alle kunder er trygge ved deres valg. Endvidere skal salget til kunderne have sammenhæng mellem kundens behov og DJS' indtjening.

Filialerne deltager aktivt i lokale arrangementer. Eks. deltager filialerne i *Open by Night” arrangementer. De sponsorater DJS giver, er også af lokal karakter. Dvs. man bruger ikke landsdækkende sponsorater, men giver sponsorater til klubber og foreninger i markedsområdet.

Ejerskab af en garantsparekasse

Formålet med dette afsnit, er at forklare, hvad det vil sige, at være garantsparekasse, således det giver en forståelse af, hvad DJS er ved at bevæge sig væk fra, og dermed også komme med de fordele og ulemper, set både med DJS' og kunders øjne.

Ejerstrukturen i DJS

DJS har ikke en egentlig ejer, men er en selvejende institution - som det er nu. Kunderne kan vælge at være garanter, hvilket vil sige, at de tegner garant kapital, som derved hæfter for DJS' forpligtelser. Vælger kunderne at blive garanter, er det risikovillig ansvarlig kapital. Det vil sige, at beløbet kan tabes helt eller delvis. Garant kapitalen har derfor også den gule risikomærkning for investeringsprodukter, ligesom aktier. I dag er der mere end 28.000 kunder der er garanter i DJS. Man kan blive garant for minimum 1.000 kr. og højest 500.000 kr. Kunder, der har for minimum 20.000 kr. i garant kapital, får nogle særlige fordele. Det tæller bl.a. gratis Visa kort, billigere MasterCard og bedre rentesatser med videre.

Garant kapitalen er et fast kronebeløb og svinger derfor ikke i forhold til markedet.

Det er garanterne der vælger repræsentantskabet, som er DJS' øverste myndighed. Repræsentantskabet vælger flertallet af bestyrelsen (6 ud af 9) og skal godkende årsberetningen og regnskabet. DJS' repræsentantskab består af 67 medlemmer. For hver garant kapital på 1.000 kr. får garanten 10 stemmer til repræsentantskabet, dog maks. 2.000 stemmer.

DJS kan, men skal ikke forrente garant kapitalen. Det er dog DJS' politik, at garant kapital skal forrentes med indskudsrenten for 12 mdr. plus 5 %. Dette kan dog fraviges, hvis DJS' økonomi tilsiger dette. Det er fraveget i nedadgående retning både i '14, '15, '16 og '17 og det forventes også at være billedet fremadrettet. Forrentningen af garant kapitalen fastsættes årligt i forbindelse med repræsentantskabsmødet, hvor regnskabet godkendes. Renten er indstillet af bestyrelsen.

Garanterne har ikke krav på at få indløst garant kapitalen. DJS har en garantbørs, der blev oprettet i 2013 for at sikre stabilitet af garantmidlerne. Garantbørsen skal sikre ligevægt mellem tegning af ny garant kapital og opsigelse. Det betyder, at ønsker en garant at opsig sine garant beviser, bliver dette overført til garantbørsen. Hvert år i marts måned, kigger bestyrelsen på, hvor meget garant kapital der er opsagt og hvor meget nyt der er tegnet. Herved besluttet det om opsigelser kan honoreres helt eller delvist. For garanterne betyder dette altså, at man ikke kan få pengene ud med det samme.

I de sidste mange år, hvor DJS har kæmpet med solvensen, har garanterne derfor ikke haft mulighed for at komme ud af bindingen af garant kapital. Det kan naturligvis være et problem for garanterne, at de ikke kan få deres penge ud i tider, hvor der ikke er nok nye garanterne. Det er bl.a. et af store argumenter for, at DJS gerne vil på børsen. Direktør Claus E. Petersen har erkendt, at denne garantbørs har været dysfunktionel, og ved omlægning til aktieselskab, bliver investeringer omsættelige på børsen. For garanterne betyder det, at deres indskud kan blive frigjort til en markedspris, hvilket vil sige børskursen på tidspunktet for salget (Emma Klinker Stephensen, Børsen 18. dec. Direktør i DJS ”Vi får travlt ad pommern til”).

DJS’ formål er at skabe et overskud, der gives til lokalsamfundet via tilskud, sponsorater med videre. Det vil sige, at DJS har en lidt anden tilgang til forretningen end de pengeinstitutter der er aktieselskaber. DJS’ formål er også at give garanterne en god rente på garant kapitalen, men ellers skal der uddeles til lokalsamfundet. Det betyder også, at kunderne føler, at DJS hjælper til lokalt, hvilket måske kan være en god historie for den enkelte filial, at formålet ikke kun er at skaffe højt afkast til ejerne.

Typisk vil en garant gerne bakke op om sin sparekasse, og vægter måske ikke nødvendigvis afkast som det vigtigste, når vedkommende vælger at blive garant. Det er måske mere sparekassens bidrag tilbage til lokalsamfundet, der betyder noget. Garanten tænker dog sikkert, at jeg kan få en rente på mit indskud, og jeg spare nogle penge på gebyrer og renter, som er ekstra fordele.

Det kan dog tænkes, at garanten ikke rigtig ser risikoen ved garant kapital, når denne tegnes. Især lige efter krisen, hvor nogle garant tabte penge, kom der en debat frem om, hvordan garant kapital blev solgt i sparekasserne. Oven på denne debat, lavede Finanstilsynet en undersøgelse om sparekassers salg af garant beviser. Finanstilsynet indsamlede materiale fra 7 sparekasser, og tog på inspektion i to sparekasser, hvor DJS var den ene.

Finanstilsynet fandt i 2009 frem til, at garant beviser i markedsføringsmaterialet mest fokuserer på en overrente og på de fordele der var med gratis MasterCard mv. Denne økonomiske gevinst, var dog som regel relativ beskeden. Finanstilsynet fandt også, at der ikke blev gjort meget opmærksom på risikoen ved at købe garant beviser. Ofte blev ord som ”Ingen kursrisiko” og ”Konto” brugt, hvilket sagtens kunne foranledige kunderne til at tro, at der ingen risiko var.

Finanstilsynet opstillede derfor skarpere regler for markedsføring af salg af garant beviser. Sparekassen skulle gøre mere ud at fortælle om risikoen, og give mere rådgivning. Derudover

skulle de ord, der kunne tolkes som om der ingen risiko er ved tegning, ikke bruges fremadrettet (Finanstilsynet, 2009, Undersøgelse af sparekassers salg af garantbeviser).

Derfor kunne man godt forestille sig, at i hvert fald kunder der er blevet garanter før 2009, har købt ud fra fordelene, og måske ikke helt har forstået risikoen. Så mange garanter er nok garanter, for at bakke op om sparekasse, og har tænkt, det kan de gøre med lidt fordele, uden den store risiko.

Ejerskab af et aktieselskab indenfor finansverdenen

Formålet med dette afsnit er, at give læseren et indblik i, hvad det vil sige, at være aktionær i pengeinstitut. Det er målet for DJS her i 2018!

Pengeinstituttet ejes af aktionærerne. Man kan købe aktier heri, og disse aktier giver en andel af ejerskabet. En aktionær får dermed andel i det fremadrettet overskud. Prisen på aktien bliver fastsat på markedet - dvs. efter hvad en sælger vil sælge til, og hvad en køber vil købe til. Typisk fastsættes prisen ud fra forventninger til pengeinstituttets overskud fremadrettet og soliditeten. Aktionærerne opnår indflydelse efter indskudt kapital. Det betyder, at jo flere aktier man som investor har, jo flere stemmer. Det betyder også, at enkelte investorer kan opnå stor indflydelse, hvis der købes mange aktier. I finansverdenen ses det dog ofte, at der indlægges en stemmeretsbegrænsning i vedtægterne for at undgå at enkelte storaktionærer, har for stor indflydelse. Det ses primært hos mindre pengeinstitutter. For SPKS kan en storaktionær eksempelvis maksimalt have en stemmeandel på 7,5 % af den samlede kapital. Kursen på aktien fastsættes alt efter markedet, og det er naturligvis gavnligt for investorerne hvis kursen stiger, og de kan sælge aktien dyrere. Kursen kan derfor svinge, både op og ned, alt afhængig af de forventninger der er til pengeinstituttets fremtid. Aktionærerne har også en risiko for at aktien falder i værdi. Og i værste fald, at den ikke er noget værd, hvis pengeinstituttet går konkurs. Ved en konkurs står aktionærerne længst tilbage i køen for at få penge. Aktiekapitalen ligger i egenkapitalen, der ryger før andet kapital.

Udover chancen for kursstigning, vil aktionærerne også kunne få glæde af et årligt udbetalt udbytte. Udbyttet er en del af årets overskud, der udbetales til aktionærerne. Udbyttet udbetales efter regnskabsåret, når bestyrelsen har vurderet om, og i givet fald, hvor meget udbytte pr. aktie. Udbyttet kan pengeinstituttet også bruge til at tilbagekøbe aktier. Det vil betyde for aktionæren, at denne ikke får penge i hånden, som ved udbyttet, men at kursen vil stige, da der er færre aktier. Markedsværdien er den samme som før opkøbet, men nu på færre aktier.

I SPKS er deres udbyttepolitik, at 25 % af overskuddet, skal udloddes som udbytte. Der skal dog tages forbehold for kapitalprocenten og den ønskede kapitaloverdækning. SPKS' politik siger også, at der kan udloddes udbytte eller tilbagekøbes aktier, alt efter hvad der er mest hensigtsmæssigt.

Det skal siges, at de to største banker som opererer i Danmark, Danske Bank og Nordea, udlodder en væsentlig større del af årets resultat som udbytte. Danske Bank udbetaler mellem 40 og 60 %. Årsagen til at de kan dette er, at de ikke er i så store problemer, hvad angår kapitalkrav.

Fra garantsparekasse til aktieselskab – med succes?

Vores speciale omhandler DJS' børsnotering. Som tidligere nævnt har SPKS været igennem det samme i december 2015. Det er derfor yderst interessant, at kigge på, hvordan det er gået for SPKS og deres garantanter. Har de tidligere garantanter, nu aktieejere, fået en økonomisk fordel heraf?

For at belyse dette, skal vi forudsætte, hvad kunne garantanterne have forventet at få i garantrente, hvad er der sket med kursen, og hvilket udbytte er der blevet udloddet.

Den 3. december 2015 gik SPKS på børsen i kurs 100. Garant kapitalen blev omdannet til aktier, og der blev ikke solgt nye aktier i forbindelse med børsnoteringen. D. 8. marts 2018 er kursens 112. En dynamisk kurs, der er set nede på omkring 76 og ligeledes oppe på omkring 140. Så på 2 år og 2 mdr. er kursen steget med 12 kr.

Det betyder, at havde man en aktie i 2015, da de gik på børsen, har man den 8. marts 2018 tjent 12 kr. plus udbytte.

I foråret 2016 blev der udbetalt 3 kr. i udbytte pr. aktie. I 2017 for året 2016 var der et udbytte på 3,05 kr. Det vil sige, at siden SPKS gik på børsen, er udbetalt udbytte på 6,05 kr. pr. aktie. Der kommer dog ikke udbytte for 2017 trods et rigtigt godt resultat. Årsagen er den, at SPKS vil lave en aktieemission, for at frigøre noget dyrt supplerende kapital. Dette menes at være det bedste for aktionærerne. Herved kan der spares 30 millioner i renteudgifter.

D. 8. marts 2018 er aktiekursen for SPKS 112. Dvs. siden 3. dec. 2015 er aktiekursen steget med 12 %, og endvidere betalt 6,05 kr. i udbytte for en aktie købt for 100 kr. i 2015 = over en investeringsperiode på 2 år og 88 dage er der tjent 18,05 kr. pr. aktie. Hvis der skulle opnås samme indtjening som garant skulle der være givet en garantrente på 7,69 % om året.

Spørgsmålet er så om det er realistisk. I 2013 gav Sparekassen Sjælland 2,75 %, og i årene op til børsnotering blev der ikke givet rente.

Derfor kan vi konkludere, at rent økonomisk har det været bedre for garantterne i SPKS, at pengeinstituttet blev børsnoteret tilbage i 2015. Dette er endda uden de tegningsretter man som nuværende investor har for den forekommende emission, som også repræsenterer en værdi. Alternativet havde været, at der også blev udloddet udbytte for 2017, og så havde den årlige forrentning var højere.

7. En børsnoterings succes (modning)

At gøre et selskab klar til børsnotering, er ikke noget vi danskere er verdensmestre i. Faktisk børsnoterede svenskerne ca. 7 gange så mange i perioden 2010 til maj 2016 – 81 selskaber kontra danskernes 12 selskaber. Og nordmændene noterede hele 31 selskaber. Af Danmarks 12 børsnoteringer, har vi haft 2 pengeinstitutter – Dansk Andelskassers Bank (DAB) og Sparekassen Sjælland-Fyn (SPKS).

Tilbage i 2011 gik DAB på børsen med en forventning om et nettoprovenu på 800 mio. kr. ved en kurs på 25 kr. stykket. Provenuet skulle bruges til ekstra polstring af kapitalbasen. Men allerede en uge efter noteringen var interessen stort set ikke til stede for DAB aktien og omsætningen var ikke som ønsket. Der var ikke solgt så mange aktier som ønsket, men markedsprisen var på ca. 25 kr. Den 27. februar 2018 har aktien en markedspris på 4,20 kr. og har siden sin introduktion mistet over 80% i værdi.

Som Sparekassen Lollands tidligere direktør Lyng Thang udtalte til Finanswatch i artiklen ”Tidligere Bankdirektør: Det var en katastrofe at gå på børsen” fra 20.10.15, *”hvem ville investere i et lokalt pengeinstitut?”*. Sparekassen Lolland troede, at de kunne skaffe kapital til kapitalbasen, men det viste sig at være umuligt og i 2013 blev sparekassen overtaget af Jyske Bank.

Det ser også svært ud fra DAB, og de har mange ting at kæmpe med.

Det er straks anderledes for SPKS. Deres tanker om børsnotering var en gammel sag, men blev højaktuelt i 2015, hvor de gik på børsen den 3. december 2015. SPKS havde omdannet sin garant kapital til aktiekapital og ombyttet garant beviser med aktier. Formålet var at frigive garantterne fra en garantbørs til fri handel på aktiemarkedet. Samtidig var det at styrke SPKS kapitalbase. Aktien kom i handel og fik en ok, men over en periode en lunken modtagelse. Den 8. marts 2018 har aktien dog en markedspris på 112 kr. Dvs. 12 kr. mere end introduktionen i 2015.

Samtidig har SPKS haft mulighed for at udbetale udbytte til aktionærerne i 2016, men ikke i 2017. Samlet må man sige, at de er kommet godt fra børsnoteringen, men om det kan betegnes som en succes, er svært at sige. Det vil den kommende aktie emission i april 2018 give os et svar på.

Ingen andre pengeinstitutter har dristet sig ud i en børsnotering. Nykredit var snublende tæt på i 2017, men et konsortium af investorer købte en andel af selskabet og Nykredit valgte at annullere noteringen.

Hvordan gør man det så?

Hvem er vi? hvor vil vi hen? og hvad tilbyder vi markedet? Det er i bund og grund det grundlæggende i at sælge sig selv på børsen. Hvorfor skal jeg købe jeres aktie? Hvor omsættelige er I og tror jeg på jeres strategi, ledelse og værdigrundlag? Det er vel sådan de fleste aktionærer tænker inden de køber en aktie.

I Danmark findes nogle gode eksterne rådgivere, der er "specialister" i børsnoteringer. Men med så få børsnoteringer i Danmark, er ordet "specialister" måske lidt overdrevet, men dog accepteret. I Danmark har vi en god aktiekultur, der dog har været domineret af industrielle investorer, hvor svenskerne har evnet at flytte befolkningen ind i kulturen. Vi er der ikke helt endnu, med befolkningen, men via pensionsselskaberne har vi danskere fået større appetit på risiko og afkast. Når vi samtidig ikke kan få en egentlig rente af vores husholdningsopsparing grundet den lave forrentning af vores opsparinger, har mange danskere flyttet deres midler ud i eksempelvis puljeinvesteringer. Alt i alt er vi godt på vej ind i aktiekulturen og har brug for stærke specialister. Pengeinstitutterne har alle aktieanalytikere, der vurderer markedet og kommer med deres bud på køb, hold og salg af aktier. De har en super god makroøkonomisk tilgang til markedet, men egentligt også en mikroøkonomisk tilgang til særlige brancher. Dem lytter vi til!

Således aktiemarkedet ikke bliver det rene Wild West, har vi en lovgivning, der skal følges. Vi har Finanstilsynet, der holder et godt øje med markedet og ikke mindst har vi en børs, der har nogle objektive kriterier som skal følges.

Det marked er DJS nu klar til at blive en del af. På et ekstraordinært repræsentantskabsmøde den 12. december 2017, har Repræsentantskabet haft en første afstemning og har godkendt det videre arbejde. Senest ved udgangen af april 2018 skal der træffes den endelige beslutning om en børsnotering.

DJS skal igennem en længere proces og følge nogle bestemte modeller for arbejdet med børsnoteringen. Grundlæggende betyder det et stort skifte i sparekassens organisation, ledelse og den professionelle håndtering af informationer.

For garanterne betyder det en accept af større udsving i deres indskudte værdier, men også med mulighed for at komme af med investeringen på børsen, fremfor at blive ”gemt” i en garantbørs i DJS regi, som tidligere beskrevet i opgaven.

For at komme godt videre fra tanke til handling, har vi valgt at fokusere på børsnoteringen som kommende investorer, der skal lære DJS at kende og ikke mindst at få interesse i aktien. Til at hjælpe os igennem de grundlæggende elementer i en forståelse af en børsnotering, har vi vurderet, at DLA Piper Denmarks bog ”Børsnotering i Danmark” er et godt værktøj at fordybe sig med. Her ser vi på DJS’ vej frem mod noteringen via deres kommende dokumentation, deres ledelsesmæssige styring, deres processer, kravet til god Governance i den fremtidig bestyrelses- og direktionssammensætning. Intern risikostyring, hvilke rådgivere bruger de, deres handlingsplaner, deres kommunikation og ikke mindst prisen i markedet.

For DJS’ vedkommende, er målsætningen, at de skal udbyde deres aktier i Q4 2018 på Nasdaq København. Det betyder, at de skal arbejde målrettet med at gøre sparekassen klar til noteringen. De har som sagt gjort deres forarbejde med Repræsentantskabet og er nu i gang med det videre arbejde.

DJS ønsker at frigøre deres garantier fra garantbørsen, men samtidig ønsker de også at tilføre ny kapital til deres kapitalbase. De kan med den nye kapital frigøre statslig hybrid lån og de kan polstre sig bedre i forhold til deres med risikable udlån til bl.a. landbrug og ejendomme. Samtidig er de nye solvenskrav om IRFS 9 indfasningen og NEP-kravets indfasning med til at stille ekstra store krav til kapitalbasen.

Den nye kapital kommer i første omgang fra refinansieringen af den efterstillet kapital som de i dag har lånt. En stor del af den nye finansiering vil sikkert blive omdannet til garant indskud, der så senere vil blive omdannet til aktier. Her skal de være ekstra opmærksomme på, at de er et mindre dansk pengeinstitut, der kan få svært ved at tiltrække investorer, der tror så meget på en upside, så handelen med aktien bliver en succes. Det var et problem for Sparekassen Lolland og stadig for DAB.

Samtidig skal de have styr på forretningen, og have få eller ingen tunge påbud fra Finanstilsynet. Desværre har de i mange år været forfulgt af sager, der har givet påbud og krav

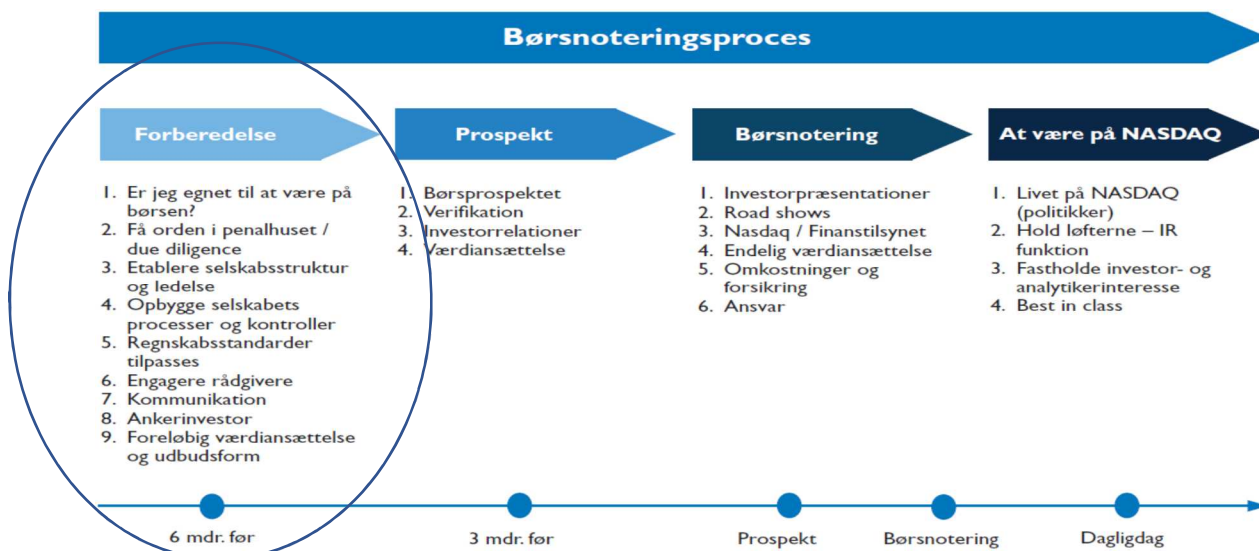
om ekstraordinære nedskrivninger i specielt landbruget. Igennem årene har deres resultat været præget af al for risikable udlån, hvilket betyder meget for investorens tro på et egentligt afkast i aktien. Er deres interne forretningsgange, reguleret via en complianceansvarlig, ikke på plads, eller har de interne procedurer der ikke er ensartet i hele instituttet, kan de få påbud fra Finanstilsynet. Senest fik de påbud den 18. januar 2018. Det er ikke opløftende for investorerne, at det selskab de investerer i, ikke har en struktureret ledelse på tværs af organisationen.

Tidsplanen

Det er ekstremt vigtigt for DJS, at de følger en nøje tidsplan, der kan rumme flere elementer frem mod børsnoteringen. Vi har fokuseret på selve forberedelsen her i denne gennemgang, hvilket indebærer flere elementer og struktur.

Tidsplanen kan se således ud:

Figur 3



Figuren kommer fra bogen "Børsnotering i Danmark".

Egnet til at være på børsen?

I ledelsesrapporten for årsregnskabet 2017 slår Adm. direktør Claus E. Pedersen fast, at sparekassen er på vej mod en børsnotering og vil være egnet hertil.

Ingen tvivl om, at sparekassedirektør Claus E. Petersen mener sparekassen er egnet til en børsnotering. Ellers havde han heller ikke fået opbakningen fra bestyrelsen og repræsentantskabet.

Det er et stort skridt at tage og derfor har sparekassens bestyrelse valgt at udvide direktionen med endnu et direktionsmedlem i 2017 – Torben Sørensen. Ledelsen har også vurderet, at det var en god ide, at ansætte en børsprocesdirektør ved navn Jesper Lyhne (offentliggjort den 1.

december 2017 i Dagbladet Børsen). Jesper Lyhne skal få sparekassen klar til børsnoteringen, og bliver manden der skal få orden i penallhuset, opbygge processer, sikre at de lever op til Lov om Finansieltvirksomhed og at de opfylder de børsregler der gælder. Det bliver et kæmpe arbejde for Jesper Lyhne og sparekassen. For DJS er forberedelserne i fuld gang. Igennem 2017 har de arbejdet med børsnoteringen og modnet sig selv internt. Repræsentantskabet gav dem deres opbakning hertil på det ekstraordinære møde i december.

I 2017 årsrapportens velkomst fra direktionen, hilses indledningsvist på garanterne og de kommende aktionærer i DJS. Det betyder, at de allerede i denne første officielle meddelelse viser, at de har fokus på den kommende børsnotering. De beskriver aktiviteterne og opgaverne frem mod noteringen. De vurderer selv, at komme ud som et mere veltrimmet og effektivt pengeinstitut, som lever op til det regelsæt, der gælder for børsnoterede virksomheder.

De lægger ikke skjul på, at de ønsker at "frigøre" deres garant, der i dag er bundet til en garantbørs. Samtidig skriver de også, at de har brug for kapital til de store kapitalkrav, der er til dem. De forventer endvidere at lave aftaler med deres investorer om refinansiering af deres nuværende gæld, således de kommer styrket ud og kan slippe af med den statslige hybrid kernekapital, som tynger dem. Både hvad angår deres individuelle solvenskrav, men også med de betydelige høje renter.

Selve årsrapporten er også rettet mod børsnoteringen. Den har fået et andet design i forhold til tidligere år. Indholdet er ligeledes rettet mod den eksterne læser og analytiker. Og disse har allerede analyseret på rapporten og dens indhold (Kilde; Finanswatch 6. marts 2018 har en artikel om DJS med en skarp tone rettet mod Claus E. Petersen "Fortællingen om en jysk sparekasse med børsdrømme".) Her angriber Journalist Steffen Moses Claus E. Petersens fremlægning og ikke mindst ledelsesrapporteringen som værende "sminket" og "gøre" historien pænere. Og netop denne journalistiske vinkel vil Claus E. Petersen blive udsat for flere gange over den kommende tid. Der er "lig" i lasten, der skal sælges på bedste måde, således børsnoteringen bliver en succes.

Derfor er det ekstremt vigtigt for DJS, at Børsprocesdirektør Jesper Lyhne får styr på al det praktiske og ikke mindst får styr på sparekassens interne forhold – det kalder DLA Pipers bog for "få orden i penallhuset". Denne proces skal færdiggøres inden børsprospektet kan komme videre til Finanstilsynet og godkendes. Alt skal være så struktureret og synligt, så DJS kan svare på alle spørgsmål. Man kan sige, at de laver en "Due Diligence" på forretningen, således eventuelle investorer får svar på alle spørgsmål. Heldigvis har de igennem rigtig mange år været

reguleret af Lov om Finansiellvirksomhed og kontrolleret af Finanstilsynet. Det gør, at de løbende tilretter sig efter lovkrav, direktiver og eventuelle påbud. Men de bliver nødt til at være foran, og derfor skal de arbejde benhårdt internt på at vende hver en sten og få dokumentationen på plads. Får de først det, er forudsætningen for en vellykket børsintroduktion tættere på at være på plads.

Ledelsen

Det kommer dog ikke alene på veludført oprydning i penalhuset, det kræver også den rette forståelse blandt ledelsen og især direktionen. Ser vi på ledelsen, så består den af en valgt bestyrelse, hvor man netop pr. 1. januar 2018 har konstitueret sig med en ny næstformand i form af Økonomidirektør Stine Aare Jensen. Stine Aare Jensen har været medlem af bestyrelsen siden 2015 og har mange gode år i sig endnu inden hun falder for aldersgrænsen på 70 år.

Det er netop aldersgrænsen, der tynger det nuværende formandskab samt nu tidligere næstformand. Formanden er fra 1952 og har siddet i bestyrelsen siden 2005. Den nu tidligere næstformand er fra 1960 og har siddet i bestyrelsen siden 2006. Samtidig vurderer de, at der skal nye kræfter ind i formandskabet. Stine Aare Jensen er kompetent og har indgående regnskabstekniks baggrund, hvorfor det er naturligt, at hun får en vis rolle i forhold til den kommende børsnotering og arbejde henimod denne.

Hun kan blive den næste formand. Men der kan også komme krav om en udvidelse af bestyrelsen og en bredere sammensætning. Der er ingen tvivl om, at en børsnotering kræver en god bestyrelse. Bestyrelsen skal have rette kompetencer til en børsnotering, skal have brancheerfaring, skal kunne sparre bedre med direktionen, dvs. ledelseserfaring, skal have tiden til at fordybe sig og ikke mindst have et godt omdømme.

Samtidig har man i DJS udskiftet bestyrelsesmedlemmet Knud-Ove Hansen med Direktør Niels Fessel. Det er sket på repræsentantskabsmødet den 15. marts 2018. Baggrunden for dette skifte, er en styrkelse af bestyrelsens kompetencer. Niels Fessel har et stærk CV og kompetence fra job som bankdirektør i Forstædernes Bank, Produktionsdirektør i Nykredit og har i dag egen virksomhed TM Development. Han har også nogle andre bestyrelsesposter; Næstformand i Spar Invest Holding og Letpension. Alt i alt skal Niels være med til at sikre bestyrelsens kompetencer i fremtidens større krav til bestyrelsen i et pengeinstitut, men også for et børsnoteret selskab.

Det er et godt signal at sende til investorerne.

Tilbage til direktionen og dens sammensætning. Direktionen skal acceptere et tættere samarbejde med bestyrelsen. De skal være opmærksomme på gennemsigtigheden i det de foretager sig. Direktionen skal være stærke i forhold til offentligheden og i forhold til insider oplysninger kommunikeret til investorerne. De skal have en frihed til at kunne operere i dagligdagen. Det er et nyt område for Claus E. Pedersen og Torben Sørensen, hvorfor det kan anbefales at få en tungere bestyrelse ind i samarbejdet.

Denne nye konstituerede bestyrelse og direktionen skal over den kommende tid være rollemodel for resten af sparekassen. De skal være dirigenten og sikre, at der ikke er slinger i de aftaler, som sparekassen indgår – både med sparekassen selv (om strategier, målopfyldelse, risikostyring, opførsel mv.) og med tredjemand. De skal være i stand til at fremlægge et retvisende budget, de skal kunne fremlægge rettidige og korrekte rapporter, budgetopfyldelse, budgetopfølgning og handle herefter, så de når deres mål.

Mestre de dette fra starten, vil deres omgivelser indrette sig herpå, således de internt får og har rette kompetencer, bemanning og produkter. Og eksternt opleve en opbakning blandt deres aktionærer.

DJS skriver i årsrapporten for 2017, at de er i gang med at forhandle med deres investorer. Dette signalerer, at de får styr på finansieringen før børsnoteringen. Kan de få dette på plads inden, så vil deres budgetproces blive forbedret og mere præcis. Samtidig kan de demonstrere, at deres kapitalbase og kapitalkravet til 2018 er på plads. Det gør de også en del ud af at vise i årsrapporten og beskrive under afsnittet "Kapitalplan" på side 15, samt under ledelsesrapporteringen.

Sparekassen har nogle datterselskaber, der "spøger". Deres leasingselskab har ikke leveret et tilfredsstillende resultat, hvorfor de gør noget ud af at fortælle, at det er der taget aktion på. Fremover vil de levere til budgettet. De nuværende døtre har en mindre rolle, men vil dog være synlige i resultatet for sparekassen og dermed være en del af eventuelle kommende udbytter til aktionærerne.

Igen skal vi tilbage til ledelsen (bestyrelsen) og deres forståelse for sparekassens forretning, således de sammen med direktionen kan træffe de fornødne valg. Hvis et datterselskab ikke leverer, skal det så afhændes eller styrkes? Har den valgte ledelse nok indsigt heri? Derfor er Governance begrebet meget vigtigt for DJS.

I dag følger de anbefalingerne for god selskabsledelse (Corporate Governance), der er udarbejdet af Komitéen for God Selskabsledelse. Det betyder, at DJS skal følge anbefalingerne eller forklare hvorfor de afviger eller slet ikke følger.

DJS følger anbefalingerne og beskriver disse på side 33 i årsrapporten. Det giver en form for tryghed internt, men også eksternt, at ledelsen er i stand til løse opgaver og tage ansvar. Og ikke mindst at bestyrelsen har den rette sammensætning og organisation.

FinansDanmark har udarbejdet et ledelseskodex med anbefalinger, som alle danske pengeinstitutter skal forholde sig til. Disse anbefalinger rækker på visse punkter længere end Lovgivningen og anbefalingerne fra Komitéen for god Selskabsledelse. Formålet er dels, at medlemsvirksomhederne forholder sig aktivt til en række centrale ledelsesmæssige emner, og del at der opnås større åbenhed om rammerne for ledelsen af pengeinstitutter med henblik på at øge tilliden til banksektoren. DJS har stort fokus herpå og har på deres hjemmeside hele redegørelsen for FinansDanmarks ledelseskodex. Hertil bruger de meget plads i Årsrapporten 2017 på netop dette område.

Der vil være fokus på bestyrelsen og direktionen i børsnoteringen fra NASDAQ, der vil vurdere de generelle krav til ledelsen af DJS, når de kommer på børsen. Samtidig vil Finanstilsynet stille krav om en formel Fit & Proper godkendelse.

For en eventuel investor betyder netop disse elementer meget i tilliden til sparekassen og dens ledelse. Den skal være kompetent, beslutningsdygtig og arbejde uafhængig af egne interesser.

Risikostyring

DJS har brug for en stærk risikostyring. De har desværre nogle forretningsområder, der kan få stor betydning for deres resultat. Det er landbrug og ejendomsudlån. Begge dele er meget konjunktur følsomme og fylder for meget i DJS. Finanstilsynet er opmærksomme og har igennem årene stillet store krav til nedskrivninger osv. Derfor udarbejder sparekassen også en selvstændig risikorapport hvert år. Denne udstiller sparekassens svage sider og kravet til direktionen og forretningen. For nuværende er sparekassen solvent i forhold til deres kapitalkrav, men det kan hurtigt ændre sig, hvorfor risikoen aktuelt bearbejdes og der forventes en reduktion i risikoen i de to risikoområder. I årsrapporten fylder dette området meget og specielt kreditrisici er nøje og godt beskrevet på siderne 25 – 29.

Således beredskabet er på plads, har sparekassen en risikoorganisation, der består af:

Figur 4

BESTYRELSE			
Fastlægger virksomhedens overordnede forretningsmodel, politikker/instrukser og overvåger risici			
RISIKO- OG REVISIONSUDVALG			
Assisterer bestyrelsen med at sikre en uafhængig og objektiv overvågning vedrørende regnskabsprocessen, intern kontrol, de forretningsmæssige risici og risikosystemer samt lovpligtig revision			
DIREKTION			
Leder og styrer virksomheden ud fra bestyrelsens bemyndigelse og lovgivningen			
INVESTERINGS-KOMITE	COMPLIANCE	RISIKO	KREDITKOMITE
Overordnet markeds- og likviditetsstyring	Vurderer og kontrollerer at lovgivningen og interne regler følges	Vurderer og kontrollerer at Risikostyringen sker på betryggende vis	Indstiller kreditpolitik og grænser samt overvåger kreditrisici
LIKVIDITETSAFDELING		KREDITAFDELING	
Operationaliserer politikker, instrukser og guidelines på området		Operationaliserer politikker, instrukser og guidelines på området	
KUNDEANSVARLIGE ENHEDER			
Udfører, kontrollerer og overvåger (i eget område) ud fra givne politikker, instrukser og guidelines			

Kilde: DJS Risikorapport 2017 side 7

For kommende investorer, vil der være fokus på forretningens risiko og styring. Ingen vil investere i en virksomhed, der har en høj risiko i forhold til branchen, uden en eller anden form for rabat på prisen. Og det har DJS ikke brug for. De skal bruge kapital til deres kapitalbase, så dette område følges og overvåges på daglig basis.

Regnskabspraksis ændres

Ved en børsnotering, skal DJS' regnskabsaflæggelse følge de internationale regnskabsstandards IFRS. Der stilles større krav til dokumentation og kompleksitet. Denne ændring skal ske for de to seneste regnskabsår i DJS. Det kan få konsekvenser, men hvis DJS i god tid arbejder med denne tilretning, vil eventuelle overraskelser blive analyseret og kan derefter kommunikeres til omverdenen. Ingen tvivl om, at de større investorer vil bore i regnskaberne og lave deres egne analyser før en investering gennemføres.

Når regnskaberne er landet i det nye setup, vil det være naturligt med en budgetmodel for de kommende 5 - 10 år. Dermed kan en investor lave nogle kalkulationer på om investeringen holder i forhold til forventningerne og alternative investeringer i samme branche. Det vil ikke være rart med endnu et selskab som DAB.

Vi vil bruge mere tid på regnskabstallene og de kommende budgetter længere fremme i dette speciale. Området har vital betydning for investorerne.

Andre forhold

Ofte vil et børsnoteret selskab gerne promovere sine "skjulte" talenter og de gode resultater. Samtidig vil man gerne kunne skabe et godt billede af sine KPI'ere, således kommende investorer får et godt billede af selskabet og man kan se de målepunkter selskabet styres efter. Det kan være aktiv reduktion i kreditrisikoen for de to førømtalte brancher, der er behæftet med større risiko. Det kan være en målsætning om reduktion af administrationsomkostninger eller andet. Det kan være den personalemæssige sammensætning og kompetencerne heri. Ofte kommer disse oplysninger frem i børsprospektet. Og senere i regnskabsaflæggelsen i ledelsesrapporteringen. Undervejs i et regnskabsår, vil det blive genfortalt i halvårsregnskaberne mv.

Børsprocesdirektør Jesper Lyhne kan få brug for en ekstern rådgiver. I SPKS var det Sydbank, der aktivt deltog i børsprospektet. Dermed kan den eksterne rådgivers viden og analyse skabe sikkerhed for de kommende investorer. Man kan sige, at den eksterne rådgiver gennemfører en "due Diligence" på vegne af de kommende investorer. Dermed får man eksternt klarhed over regnskabstallene, budgettallene og øvre forhold såsom robustheden, der ellers "let" kan sminkes uden ekstern rådgiver. Klarhed og åbenhed skaber også lettere forståelse og accept.

DJS får brug for stor kendskabsgrad

DJS har ikke den største kendskabsgrad i Danmarks befolkning og nok slet ingen i det nære udland. Her skal de se sig om i det finansielle marked for børsnoterede banker. Ingen tvivl om, at Vestjysk Bank har fået en kendskabsgrad pga. deres elendige økonomi, hvor Finansiell Stabilitet havde overtaget styringen af banken. Ringkøbing Landbobank i den anden ende, hvor gode resultater og en stærk ledelse har vist, at selv små banker, kan noget på børsen. DJS skal derfor i gang med at placere sig i mediernes søgelys. De skal gøre sig synlige for investorerne og skabe en troværdig historie om sig. De skal markere sig på landkortet, og tør vise hvem de er, og vise deres holdninger. Til det formål, er det vigtigt, at de har en stærk marketingschef eller kommunikationschef, der kan booste til kendskabsgraden af DJS. Claus E. Pedersen skal være mere synlig og tage nogle aktive valg i form af indlæg eller artikler i de landsdækkende medier. De skal fortælle den gode historie om og om igen. De skal invitere så mange corporate finance-huse ind til præsentationer. De skal sørge for, at finansjournalistikken får al den opmærksomhed den spørger efter, så DJS kommer med i så mange artikler som muligt. AP Pensions tidligere adm. direktør Søren Dal Thomsen havde et klart fokus på medierne – maksimalt to timer fra første opkald til interview. Dermed vidste alle journalister, at de altid,

som et minimum, kunne forvente en kommentar eller holdning fra en dygtig leder (kilde; egen viden som ansat i AP Pension).

Det bliver ikke let for DJS, netop fordi der er mange andre kødfyldte sager i den finansielle verden som medierne har fokus på. Hvidvasksagen i Danske Bank, udflytningen af Nordea og Fintech selskabernes aktiviteter. Aktiemarkedet er nervøs her i starten af 2018, hvorfor investorerne måske søger i stabile valueaktier fremfor et nyt navn på børsen. DJS må under ingen omstændighed komme i kategori med DAB, men mere med SPKS. En god sparring med SPKS vil være en interessant retning. Se dem over skulderen omkring kommunikation før, under og efter SPKS' børsintroduktion. Alt sammen skal være med i den store timing af børsnoteringen.

Ankerinvestorer

DJS har brug for at få en eller flere ankerinvestorer, der vil "garantere" en investering og binde sig for en længere tidshorisont. For SPKS var det AP Pension og Sydbank. De bandt sig tilsammen for ca. 13% og havde en uopsigelig investering i 6 måneder fra børsintroduktionen (kilde; SPKS' børsprospekt).

DJS skriver i ledelsesrapporten i årsrapporten 2017, at de har nogle finansielle investorer som de samarbejder med i forhold til en refinansiering. Disse investorer, kan også blive ankerinvestorer, hvis de kan se en god investering i DJS' aktie og forretning. Pensionsselskaberne i Danmark har igennem mange år været ankerinvestorer i flere forskellige pengeinstitutter. Senest så vi et konsortium i Nykredit og i Vestjysk Bank. Derfor kan DJS med fordel bearbejde disse industrielle investorer allerede nu, hvor de har deres seneste årsregnskab på gaden.

Kan de få tegningstilsagn på en betydelig procentdel af de kommende udbudte aktier, vil det sende et stærkt signal ved børsnoteringen og introduktionen hertil.

For hele processen om ankerinvestorer er timing et nøgleord. Her skal DJS spille kortene rigtigt, hvilket betyder "stærke investorer på rette tidspunkt før noteringen". Kan de få en stærk investor til at give tegnings- og bindingstilsagn i god tid før noteringen, så vil det skabe en opmærksomhed. Men det hænger også nøje sammen med timingen af fremlæggelsen af børsprospektet. I praksis kan de udvide garant kapitalen og lade ankerinvestorerne blive kapitalejere i DJS i god tid inden børsnoteringen. Det skete bl.a. ved børsnoteringen af Orphzyme og Boozt.com.

En professionel kapitalejer eller ankerinvestor vil kunne give sin viden til selve børsnoteringen fra sig, således DJS' ledelse og direktion står stærkere og får en stærk samarbejdspartner med på banen. For DJS gælder det om at lave de rette aftaler og sikre sig gode vilkår for det fremtidige samarbejde og ejerskabet af aktierne (binding og exit aftaler).

Vi skal heller ikke glemme de nuværende garanters værdi ved børsnoteringen. Kan sparekassen holde på garanternes aktier, fordi garanterne udviser et stærkt bånd til DJS, vil det kunne bruges i markedsføringen af DJS' aktier. Og Claus E. Pedersen glemmer da heller ikke i årsberetningen af rose garanterne for deres positive interesse i børsnoteringen. Kan de følge dette op med flere officielle tilkendegivelser fra garanterne, vil det være et positivt signal for den kommende investor – de nuværende investorer bakker op om forretningen!

Den foreløbige værdiansættelse

De forventelige ankerinvestorer vil på en eller anden vis stille krav om en værdiansættelse af aktien. Igen vil de skele til tilsvarende pengeinstitutters markedspris. Vi vil i specialet komme meget tættere på værdiansættelsen.

Adspurgte til prisen, har AP Pensions Investeringschef Ralf Magnussen denne foreløbige kommentar; ” *Den Jyske Sparekassen skal handles med rabat da den er lille, har dårlige resultater og svage kapitalforhold* ” Ikke ligefrem flatterende fra en ellers bankvenlig investor.

Delkonklusion

Der er ingen tvivl om, at en investor skal rette sin opmærksomhed på selskabets risiko. De er meget eksponeret mod nogle svage brancher og har ikke evnet at nedbringe risikoen. Samtidig har den en slidt bestyrelse, der som øverste ledelse, skal gøre noget de aldrig har gjort før. Det er en risiko som en investor skal forholde sig til. De har nogle forventninger om refinansiering, men ved ikke helt om de kommer i mål med disse – dog vil det være på plads inden Børsnoteringen. DJS har en mindre kendskabsgrad i befolkningen og vil få svært ved at tiltrække investorer, medmindre de går helt ind for åbenhed, roadshow præsentationer og kommer med nogle gode nyheder. Kritikerne skal reduceres. De skal tiltrække ankerinvestorer, der tror så meget på dem, at de er villige til at binde kapital.

Som investor, der tror på en børsnoterings succes, er der brug for en lav markedspris i forhold til benchmark for danske pengeinstitutter.

8. Markedsanalyse

Når en evt. investor skal vurdere om der skal investeres i DJS, er det naturligvis vigtigt at analysere det marked som virksomheden opererer i. Det kan gøres ved en markedsanalyse. Der

findes mange former for modeller der kan hjælpe med dette. Vi har i dette speciale valgt at lave en PEST-analyse og en Porters Five Forces. Årsagen til at vi har valgt en PEST analyse er, at denne siger meget om det, der er vigtigt for pengeinstitutter som ikke er internt. Det er ting, der har afgørende betydning for DJS, men som de ikke har den store indflydelse på. Men det er vigtigt for DJS at være opmærksom på disse muligheder og evt. udfordringer, de kan møde, således de er forberedte og har en plan. I finanskrisen var der mange pengeinstitutter, der nok glemte, at tingene sandsynligvis ville vende, og da det så vendte i en abnorm grad, der havde vi en omfattende krise.

Banksektoren er på mange måder en speciel branche. Vi vil derfor bruge Porters Five Forces til at beskrive branchen, og særligt hvad det betyder for DJS. Det er meget vigtigt at have styr på hvilken betydning ens kunder og leverandører har for virksomheden. Endvidere er det meget vigtigt at have styr på, hvordan konkurrence situationen er i branchen, således virksomheden hele tiden er på forkant eller i det mindste på højde med udviklingen.

Formålet med markedsanalysen er, at bruge det som viden, når vi skal fastsætte et budget. Budgettet skal hjælpe os med at lave den endelig værdiansættelse.

PEST analyse

Vi har valgt ikke at lave en PESTEL analyse, da der ikke er noget vigtigt miljømæssigt for DJS. Til gengæld har vi lagt det lovmæssige ind under det politiske, da det inden for bank sektoren ligger tæt op ad hinanden.

Politisk og lovmæssige

Udover at overholde de regler i Danmark for at drive selskab, er pengeinstitutter ligeledes omfattet af bestemte brancheregler, dette gælder bl.a. lov om finansiel virksomheder, MIFID og kapitalkravene fra EU.

Kapitalkrav

Reglerne om kapital kommer fra Basel komiteen, som Danmark er tilknyttet. Dette betyder, at pengeinstitutterne skal overholde regler for Basel III og CRD IV. Disse regler stiller krav om kapital til et pengeinstitut. Hele årsagen til, at DJS påtænker at gå på børsen er for at få adgang til mere kapital, end det der kan hentes ved garantierne og andre långiver af efterstillet supplerende kapital. Vi kommer ind på kapitalkravene senere i rapporten, men kravet til kapital som pengeinstitut er markant forhøjet, især siden krisen. Dette gør, at det er en anden måde der skal drives bank på i dag. Konkret betyder det, at der skal meget kapital til, og kapital koster

naturligvis penge. Kapitalkravene er helt konkret et lovgivningsmæssigt forhold, der fuldstændig vender op og ned på måden at drive bank på.

MIFID

Pengeinstitutter er på investeringsområdet underlagt reglerne under MIFID. Kort sagt stiller reglerne specifikke krav til markedsføringsmateriale, og rådgivning i forbindelse med handel af værdipapir. Dette betyder i sin enkelthed, at rådgivningen, og udarbejdelse af materiale er omfattende. Det betyder, også at banken skal kunne dokumentere sin rådgivning i hver enkelt tilfælde, således det kan bevises, at de har overholdt reglerne. Det stiller derfor meget store krav til den interne administration. Det betyder også at et pengeinstitut er nødt til at være parate til at omstille sig til nye regler der måtte komme.

Tilsynsdiamanten

Finanstilsynet holder efter finanskrisen skarpt øje med bankerne for at forebygge en ny finanskriser, da samfundet også lider af dette. Derfor er der indført en tilsynsdiamant med nogle maks. værdier på 5 nøgletal. Disse 5 målepunkter var nogle banker, der måtte bukke under finanskrisen, havde til fælles, og derfor holdes der øje med dette. Tilsynsdiamanten er derfor en regel der regulerer bankerne, og de vil få påbud, hvis de kommer tæt, eller overskrider grænserne. Dette betyder eks., at en bank ikke kan have en høj eksponering med ejendomme, selvom banken mener det ville være fornuftigt. Her kommer tilsynsdiamanten ind og regulerer dette. DJS har ingen problemer med tilsynsdiamanten, men det er klart noget der har indflydelse på, hvad de har muligheder for forretningen.

Tilsynsdiamanten 2013-2017 for Den Jyske Sparekasse

	Grænseværdi	2013	2014	2015	2016	2017
<i>Summen af store engagementer</i>	Max 125 %	0,0	0,0	0	0	10,8
<i>Udlånsvækst</i>	Max 20 %	-9,6	-12,6	-7,5	-3,4	-10,8
<i>Ejendomseksponering</i>	Max 25 %	17,1	15,7	16,5	12,5	15,1
<i>Funding Ratio</i>	Max 1	0,71	0,67	0,64	0,61	0,54
<i>Likviditetsoverdækning</i>	Min. 50 %	171,6	156,1	127,8	116	98,3

Kilde: Årsregnskaber for DJS 2013-2017

Som det ses, har DJS ingen problemer med at overholde dette, men det er naturligvis noget de hele tiden skal være opmærksom på, og begynder de at nærme sig nogle grænser, er det vigtigt de reagerer. Ellers bliver de fra myndigheders side tvunget til dette.

Der bemærkes dog en forholdsvis høj eksponering mod ejendomsmarkedet. Dette er noget DJS er opmærksomme på, og selv ønsker at få nedbragt. Det er naturligvis for at få risikoen ned. Mere om ejendomseksponeringen senere i denne analyse.

Pengepolitik

Der er i tiden efter finanskrisen blevet ført en meget lempelig pengepolitik, især i Europa, for at styrke væksten. Det har medført en meget lav rente, endda negativ. Det gør at bankerne i dag ikke tjener penge på deres indlån, hvilket naturligvis af en udfordring. Vi vil senere i opgaven gå mere i dybden med, hvad den lave rente betyder.

Ny pensionsreform

Flere pensionsreformer har gjort, at det er sværere for pengeinstitutterne at lave pensionen direkte i banken. Netop derfor har de fleste banker et samarbejde med et pensionselskab, i DJS' tilfælde Nærpension. Kort fortalt har reformerne gjort at bankerne ikke kan lavere kapitalpension, mindre indbetaling til aldersopsparing, og mindre indbetaling til ratepension. Mulighederne for pengeinstitutter for pension er blevet mindre, og det gør, at de må dele noget indtjening med Nærpension.

Økonomi

Landbrug

DJS er meget eksponeret mod landbruget, og har en eksponering på ca. 25 % her til. Derfor er DJS meget afhængig af, at det går godt i landbruget. Det gør dog også, at DJS har to landbrugscentre, hvor ekspertisen om landbrug er samlet. Dermed har de stor viden om branchen og også stor erfaring med at hjælpe de nødlidende landbrug, når dette er nødvendigt. DJS' bestyrelse vil dog gerne have nedsat denne eksponering for at blive mindre af afhængighed af branchen. Der ønskes fremadrettet en eksponering på maksimalt 15 %. Dette skal gøres ved at der ikke tages nye landbrugskunder ind, og nye anlægsinvesteringer skal søges finansieret på anden vis. Driften vil DJS dog gerne hjælpe med, hvis dette er nødvendigt, og det anses at landbruget er overlevelsesegnet.

Mælkeproducenter fylder meget i DJS portefølje, og de har heldigvis haft et godt 2017 med høje mælkepriser. Især de økologiske producenter klarer sig godt. Det er dog forventeligt, at mælkepriserne falder i 2018 og 2019, men ikke ned på et niveau som tidligere set, og som kan bringe landbrugene i problemer. Det har naturligvis stor betydning for DJS, at mælkepriserne ligger over nulpunktet, da nedskrivninger således vil være væsentligt mindre. For svineprocenterne forventes det i 2018, at prisen for svinekød ligger under nulpunktet, hvilket

vil øge nedskrivninger for 2018. På den lidt længere horisont forventes dog en noget højere pris, som således vil nedsætte nedskrivningerne.

Prognoserne for branchen gør, at der samlet set ikke forventes en forhøjet nedskrivning mod branchen. Det ses også af tallene fra Nationalbanken, der d. 27. marts 2018 har opgjort, at tab på udlån til landbrug er faldet. Denne trend kan DJS håbe fortsætter pga. den høje eksponering mod landbruget. Det er dog fornuftigt at DJS vil have eksponeringen ned. Det er meget farligt, at være afhængige af et erhverv, som er afhængig af noget så ydre bestemt som mælkepriser.

Bolig salg/boligbyggeri

Mulighederne for bankerne i Danmark er meget nært beslægtet med boligbyggeri og salget af boliger. Der skal laves ny finansiering, hver gang der købes en bolig, derfor betyder det noget, hvor mange boliger der sælges. I kriseårene er der ikke solgt særligt mange boliger, og salget er stadig ikke helt oppe på samme niveau som det var før krisen. Siden 2011 er salget af boliger dog steget, og især i 2016 og 2017, har der været mange boliger der skiftet hænder, som er en fordel for dem der skal lave finansieringen.

Hver gang en bolig købes, skal køber finansiere denne. Dette gøres typisk med et real kreditlån på 80 % af boligens. DJS kan lave realkredit gennem samarbejdet med Total Kredit. Herved opnås nogle provisioner fra Total kredit til DJS for salgsarbejdet. De sidste 20 % af boligen, kan finansieres via banklån, hvis kunden ikke kommer med pengene selv. Herved kan DJS opnå at låne nogle penge ud, og lave indtjening på dette. Det kan også være at kunderne har brug for at låne lidt penge til flytning, møbler med videre, og dette kan naturligvis genere nye forretninger for DJS.

Vækst

Væksten i Danmark har stor indflydelse på pengeinstitutters muligheder for indtjening. Er der vækst i samfundet, og det godt for virksomheder og private. Virksomheder sælger mere, og de private kan forvente lønstigninger, og kan forvente at have et arbejde. Dette betyder naturligvis at bankens kunder har bedre mulighed for at betale lånene tilbage. Pengeinstituttet har også bedre mulighed for at vinde tidligere nedskrevet gæld tilbage, da kunden kan betale alligevel.

Vi kan se at der har været vækst siden 2014, dog ikke med store vækstrater. Væksten har de senere år lagt på omkring 2 %.

Når der er vækst er der også en øget tro på tingene for både private og virksomheder. De er optimistiske mht. til fremtiden, og for virksomheders vedkommende, vil de typisk være klar til

at foretage investeringer for at leve op til efterspørgslen i markedet. Private vil også have tilbøjelighed til at optage lån, da de føler sig sikre på deres job, og dermed tilbagebetalingsevne.

Sociale faktorer

Fysiske filialer

(Rikke Baltzer, Børsen, 6. maj, 2016 ” Små Banker scorer kunder på at åbne filialer)

De danske pengeinstitutter kører lidt på to forskellige strategier. Enten lukkes der filialer for at spare penge. Her er tesen så, at kunderne kan betjene sig selv via de nye teknologiske forhold, dvs. netbank og mobil. Og skal der holdes en samtale med en rådgiver, kan dette gøres over telefon og et web møde, hvor kunden kan følge med på rådgiverens skærm. Denne måde giver nogle konkret fordele i forhold til, at man helt generelt sparer nogle penge for de fysiske filialer til husleje mv. Derudover er det billigere på medarbejdersiden, da man sparer medarbejdere i form af kassefunktion mv. For kunderne kan det have den fordel, at der er mere fleksibelt, hvornår man kan tale med banken. Dette kan let gøres hjemme om aftenen eksempelvis, og ikke nødvendigvis, når filialen har åbent. Det er især de store banker Nordea, Jyske Bank og Danske Bank, der har denne strategi. De har tilsammen lukket 328 filialer siden 2011.

Den modsatte strategi er, at åbne filialer frem for at lukke dem, og være til stede også i mindre byer - helt lokalt. Dette har naturligvis modsatte fordele og ulemper. Det er dyrere at have en filial kørende, og derfor skal det jo også betyde, at det giver noget mere forretning. Direktøren for SPKS mener dette er den rigtige vej frem. Han mener ikke, at alt kan køre elektronisk over telefon med videre. Det tyder også på, at dem der åbner filialer har fået en væsentlig kundevækst. Sparekassen Kronjylland har åbnet 9 filialer og har næsten fordoblet deres portefølje fra 80.000 til 140.000 kunder. Det er jo selvfølgelig svært at sige, hvor mange af dem der skyldes filial åbninger. Det er især Sparekasser og mindre banker der har filosofien at åbne filialer. Især Lars Peterson fra SPKS, som jo ellers er et aktieselskab i dag, tager stadig samfundsansvaret alvorligt, og siger det er vigtigt for de lokaler samfund, at der er et lokalt pengeinstitut til stede.

Urbanisering

I Danmark ser man en stigende tendens til at storbyerne bliver større, og landsbyerne bliver mindre (Kilde: Jan Christensen, 8. februar 2017, Urbaniseringen I Danmark siden 1926). Der er flere og flere, der gerne vil bo i eller tæt på storbyerne, og dette har naturligvis en indvirkning på en sparekasse, der er lokalt til stede. Hvis der ikke kommer nogle tilflyttere, kan det være svært at få nye kunder, og flytter kunderne fysisk, kan de være sværere at beholde. Dette er DJS også nødt til at have med i deres betragtning, i forhold til deres filialer. Det er dog ikke kun de

allerstørste byer der bliver større og hvor de unge gerne vil bo. Der ses også en fremgang i byer, der lige ligger under de største byer. Så byerne med 50.000 - 99.999 indbyggere bliver ligeledes større. I sådanne byer har DJS også filialer, så der kan der komme flere kunder til. Omvendt skal DJS også vurdere de byer der bliver mindre, og om muligheden for kunder bliver for lille, og dermed om det er bedre at lukke en filial, og spare nogle omkostninger. Men det er naturligvis en kæmpe force at være til stede i byer, hvor de store banker lukker filialer. Alt andet lige, er det især svært for et pengeinstitut, at tiltrække nye kunder, når der ikke haves en lokal filial. For DJS vil der derfor både være større mulighed for at få nye kunder fra de pengeinstitutter der ikke har en filial. De kunder der ønsker en filial, vil alt andet lige skulle finde et nyt pengeinstitut ved lukning af filialer, hvis deres bank lukker netop deres filial.

Demografi

Jf. bilag 1, kan vi se at vi ikke alene bliver flere danskere, men også at der kommer forholdsmæssigt flere ældre. Det er bestemt noget DJS, skal være opmærksomme på. DJS tror stadig på at have filialer, og meget ofte, er det de ældre der vil have et pengeinstitut, der har en filial i byen. De skal dog også være opmærksomme, at de ældre typisk ikke har så meget behov for lån, og kan derfor være svære at tjene på. Omvendt har de typisk opsparing, som de har stående kontant, som pt. koster banken penge. Det kræver lidt forklaring at få flyttet disse opsparinger over i noget investering, da ældre typisk ikke vil risikere så meget i alderdommen.

De ældre bruger også meget kassefunktion, og der kan evt. tjenes lidt gebyrer på dette. Men de ældre, der kommer i kommende tid, har været vant til de digitale løsninger, og bruger dem også, så det med at ældre kun kan klare bankforretninger fysisk i banken, er måske ved at være ovre.

DJS skal dog være opmærksomme på demografien især i de byer, hvor de har filialer. Det har betydning for hvilke behov der vil være for kunderne i de enkelte byer. En yngre familie har naturligvis et andet behov, end den ældre dame.

Teknologi

Især banksektoren har kunnet drage fordel af de sidste 10-15 års teknologiske udvikling. Her kan kunder via eks. app, overføre, betale regninger få information mv. som kunderne måske i gamle dage brugte banken til. Dette er både godt og skidt for DJS. På ene side, kan de bruge tiden på mere krævende opgaver, på den anden side misses der nogle gebyrer for at gøre det for kunden. De fleste ting er også mulig via en pc. Det kan eks. være møder med banken via web, hvor kunderne kan følge med på rådgiverens skærm, og endda se rådgiveren. Nogle vil mene, at der ikke er nogen forskel på at sidde fysisk i filialen eller via web, og andre mener den helt

personlig kontakt fysisk i filialen er vigtig. DJS tror stadig på den fysiske. Og der lægges ikke skjul på, at DJS mener at det personlige stadig er det vigtigste. Det ses på deres hjemmeside:



Claus E. Petersen ved godt, at DJS' force er filialnettet. Med denne udtalelse, prøver han imødekomme andre bankers påvirkning af, at alt kan klares elektronisk.

Ulempen ved at tro på det personlig møde er, at der er flere omkostninger ved at have en filial med bankrådgivere i. Man kan også argumentere for, at et fysisk møde, tager længere tid, da der lige skal findes kaffe, small talkes noget mere mv. Omvendt kan det også være de ting, der gør at kunden rent faktisk køber. DJS skal dog være opmærksomme på at bruge teknologien rigtigt. Selvom de tror på filialnettet, kan mindre ting måske klares med web-møder, som kan betyde sparet tid for både banken og kunden. Derudover skal de ikke hele tiden være med på de nye muligheder, der byder sig. Muligheden for de nye teknologiske ting, skal også være der for DJS' kunder. Ellers vil de hurtigt virke som en forældet udgave af et pengeinstitut.

Porters Five Forces

Vi har valgt at lave en analyse om markedssituationen for pengeinstitutter i Danmark. Denne vil vi bruge til at kunne give et bud på, hvad der rører sig i markedet, og dette er naturligvis meget vigtigt for at fastslå DJS' muligheder for indtjening fremadrettet. Dermed kan det også bruges i det fremadrettet budget, og dermed til sidst at kunne bruges som parametre i prissætningen af DJS.

Leverandørernes forhandlingsstyrke

DJS benytter sig af datacentralen BEC. I Danmark af der 5 datacentraler, som styrer alle bevægelser i bankforretninger. Det er nogle tunge systemer, og det er også derfor hver bank ikke har deres eget. Danske Bank og Nordea har dog deres eget system, og de kan tillade det på grund af deres størrelse. Øvrige pengeinstitutter ligger enten på Bank Data, BEC eller SDC. Det betyder, at flere banker er gået sammen om systemet for at dele de dyre udgifter til udvikling og drift. BEC, som DJS benytter, har bl.a. Nykredit, Spar Nord, Nationalbanken og Arbejdernes Landsbank som medlemmer. Det er medlemmerne der ejer BEC. I 2017 måtte DJS nedskrive værdien af deres kapitalandele i BEC med 20 millioner.

For DJS betyder det helt konkret, at ønskes der en ændring i It systemet, er der meget lang vej til at få den gennemført. De skal overbevise BEC om, at det er en god idé, og det er jo langt fra sikkert, at de øvrige medlemmer har samme behov som DJS. Nykredit er helt sikkert en stor spiller i BEC, så derfor må det også formodes, at de har en større magt i BEC end DJS. Det kan betyde, at BEC bruger penge på noget som Nykredit ønsker, men som er værdiløst for DJS.

Det er muligt for en bank at skifte datacentral, men det er et meget omfattende projekt, så der skal virkelig være både noget at spare på driften og nogle væsentlige forbedringer, for dette gøres. Ikke desto mindre besluttede DJS i 2013 at skifte fra SDC til BEC. Argumentet for dette, var lettere processer for sagsgangen, og dermed naturligvis for at spare mandetimer.

Generelt må vi konkludere, at BEC har en stor styrke over DJS. DJS er med ved beslutningsbordet, men må acceptere demokratiet i denne sammenslutning. Eneste mulighed er at skifte datacentral, men det er en stor øvelse, der nok ikke vil gøres alt for ofte, for det koster også.

Nærpension

DJS kan ikke lave produkter der hører hjemme i et pensionsforsikringsselskab. Som tidligere nævnt kan et pengeinstitut ikke selv lave alle pensionsprodukter. Dette gælder produkter, som livsvarige pensioner, livsforsikringer, invalidedækninger mv. Men da bankerne, og dermed også DJS har kontakt til mange, der netop har disse behov, sælger de dem alligevel. De har derfor altid en samarbejdsaftale med et pensionsselskab, der kan stå for selve produktet. Denne formidling udløser derfor typisk en provision til banken fra pensionsselskabet.

DJS er med i samarbejdet i nærpension som er et datterselskab til AP Pension. Mange sparekasser benytter nærpension som leverandør, og bestyrelsen består primært af ledere fra bankerne samt direktøren fra AP Pension.

Nærpension er således et fællesskab med de andre pengeinstitutter, således hver enkelt ikke skal lave deres eget pensionsselskab. Det betyder også, at DJS selvfølgelig har indflydelse på nærpension som kunde hos dem. Men de er afhængige af de medlemmer, for at få gennemført ønsker mv. Ligeledes fastsætter Nærpension provisionen, der kommer som betaling for rådgivning og salg af produkterne.

Der er andre leverandører, som DJS kunne benytte sig af. Mest realistisk er nok Letpension, som er lavet på samme måde med andre banker, som en del af PFA Pension. Men udover dette har DJS ikke så mange muligheder for leverandørerne. Mange øvrige leverandører af ejendomme af de

store banker, så som Danica, der er ejet af Danske Bank. Derfor vil dette være en ikke realistisk mulighed.

Totalkredit

Ligesom med datacentral og pension, er det en umulig øvelse for et pengeinstitut af DJS' størrelse at have sit eget realkreditselskab. Derfor har de samarbejde med Totalkredit om levering af realkreditlån. Igen får DJS betaling i form provision, gebyrer mv. for at sælge og rådgive om Totalkredits produkter. Har en bank ikke mulighed for realkredit, vil pengeinstituttet slet ikke kunne dække kundernes behov, og derfor er DJS meget afhængig af en realkredit leverandør. Totalkredit kan hurtigt lave om på deres måde at drive forretning på, som har stor indflydelse på DJS. De kan dog blot prøve at påvirke Totalkredit sammen med de andre der benytter Totalkredit, men det er igen Totalkredit der har den største magt i det samarbejde. Totalkredit er naturligvis meget afhængige af pengeinstitutterne, men ikke specielt afhængige af DJS.

I 2016 valgte Totalkredit, at deres bidragssatser skulle stige. Dette gjorde, at mange af DJS kunder fik en prisstigning, og det falder naturligvis tilbage på DJS, da de havde solgt produktet. Der var spektakel om dette i pressen, og har helt sikkert skadet lidt på Totalkredits image. Dette falder derfor tilbage på DJS, og nogle kunder vil måske fravælge DJS pga. samarbejdet. DJS kunne ikke gøre så meget ved det, udover at prøve at lægge pres på Totalkredit om deres priser. Onde tunger vil dog nok mene, at DJS også fik en del af denne forhøjelse.

Kundernes forhandlingsstyrke

Antallet af banker er faldet markant siden finanskrisen. Årsagerne er mange til dette, men den vigtigste årsag er fusioner, digitalisering og effektivisering. Mange pengeinstitutter har fusioneret eller blevet opkøbt. Det er svært at være meget lille bank, blandt andet pga. de markante krav fra myndighedernes side. Dette betyder at en bank skal have en vis volumen, for ellers er omkostninger blot for at lov at udøve bank meget store. Men der er stadig mange banker, og det gør, at kunderne altid har mulighed for at spørge andre banker om priser. Hjemmesiden Mybanker bl.a. kan man også hurtigt sammenligne priser.

I praksis er det dog kun 20 %, der spørger andre banker end sin egen når man skal have et lån. Derudover er det kun 60 % der forhandler om prisen. Så kunder kan sagtens forhandle med sin bank, men de udnytter ikke helt denne mulighed. Kunderne vælger som regel en bank, der har en filial tæt på. Konkurrencen kan derfor lokalt være meget forskellig. Hvis der er ikke mange filialer i tæt hvor man bor, er udvalget ikke særligt stort, når de fleste nu gerne vil have en filial

tæt på. Dette gør det også vanskeligere for kunderne at forhandle overfor banken (Konkurrence og forbrugerstyrelsen, 2013 Konkurrencen på bankmarkedet for privatkunder).

Så kundernes forhandlingsstyrke må betegnes som lav.

Konkurrencen i branchen

Der er som tidligere beskrevet færre pengeinstitutter i Danmark, hvilket alt andet lige gør konkurrencen bliver mindre. Der er dog stadig mange banker i Danmark, så der er rigeligt udbydere. Pengemarkedsrenten er faldet med 4,5-5 % siden finanskrisen. Der peges på, at kun halvdelen af dette fald er givet videre til bankkunderne. Forbrugerstyrelsen mener derfor, at konkurrencen på bankmarkedet ikke fungerer optimalt. Der peges på en række årsager til dette, som er: (Kilde: Konkurrence og forbrugerstyrelsen, 2013 Konkurrencen på bankmarkedet for privatkunder).

Udbydere

I Danmark er der mange banker i sammenligning med andre lande. Dette burde bidrage til konkurrencen. Der er dog mange små pengeinstitutter, som ikke er med til at bidrage til konkurrencen. Det er som hovedregel nemlig dyrest at låne i de små banker. Det kunne derfor ønskes at der var flere større banker og udenlandske banker, som kunne øge konkurrencen. Så selvom der er mange pengeinstitutter er det ikke noget der bidrager til konkurrencen, tværtimod argumenteres der for, at blot holder omkostningerne oppe i markedet. I Danmark er netbank væsentligt mere udbredt end i resten af Europa, som betyder at vi klarer en stor del af bankforretningen selv. Alligevel, ser vi at der er væsentligt flere bankansatte pr. borger i Danmark, end i de øvrige lande omkring. Kun Tyskland og Østrig har flere, og det skal nok forklares i, at netbank ikke er særligt udbredt i disse lande. Det høje antal bankansatte, er naturligt nok med til at holde omkostningerne oppe.

Konkurrenceparametre

Pengeinstitutterne peger selv på, at pris ikke er blandt de vigtigste parametre, når der konkurreres om kunderne. De vigtigste parametre er relationen mellem kunde og rådgiver. Det betyder, at det betyder mere at bankrådgiveren kender sin kunde, og kunden stoler på denne, end prisen for forretningen. Rådgivning er det bankerne peger på, som det næst vigtigste for deres kunder. Igen vægter kunden en god rådgivning fremfor prisen. Årsagen til dette kan være at det er lavinteresse område, og mange kunder har svært ved at forstå tingene. Derfor er det vigtigt for dem, at have en rådgiver, der kan hjælpe dem, og være med til at træffe beslutning for dem. Dette hjælper ikke til konkurrencen, da rådgiveren kun sælger bankens produkter. Derudover betyder image meget, ifølge bankerne, når der skal vælges bank. Derfor er

pengeinstituttet nødt til at bruge flere penge på marketing med de værdier banken vil stå for. Samlet set betyder de parametre banken vil konkurrere på, ikke bidrager til at øge priskonkurrencen. Nærmere tværtimod, da parametrene i stedet er omkostningstunge, og derfor ikke tilskynder bankerne til at have fokus på omkostninger. Dette holder dermed prisen oppe.

Forbrugerens aktivitet

Forbrugerne selv bærer også en stor del af ansvaret for den manglende priskonkurrence. Kunderne er ganske enkelt for dårlige til at undersøge markedet. I sammenligning til andre lande, er der ganske få der skifter bank i Danmark, og det ikke fordi der ikke noget at spare ved at skifte bank. Dem der rent faktisk undersøger markedet, og ender med at skifte bank, får en økonomisk fordel ud af. Hele 73 % har fået noget ud af sit bankskifte. Mange forbrugere er også tilbageholdende med at skifte bank, der de tror det er meget besværligt og tidskrævende. Dette er måske lidt en skrøne, da 70 % af dem der skifter har brugt under 5 timer på det. Det er dog korrekt, at der ved at bankskifte er mange papirer, som kunderne skal forholde sig til og læse. Generelt er det ikke let tekst for den almindelige kunde, og dermed vil det for de fleste være nemmere bare at blive i den bank man er, da forbrugeren bliver usikker og måske ikke helt forstår alle papirerne. Dette vanskeliggør et bankskifte. Det kunne derfor anbefales at bankerne blive bedre til at lave letforståelig information til kunderne.

Substituerende produkter

Forbrugere har langt flere muligheder for finansiering end de før har haft. Mange steder kan der købes på afbetaling, og dette er ikke nødvendigvis til høje renter eller stiftelsesgebyrer. Dette betyder, naturligvis at forbrugerne låner af der hvor købet foretages, og ikke går i banken. Dette svækker bankernes muligheder for finansiering af forbrugsgoder. Bilag 2 fra Ide Møbler er et eksempel på en sådan finansiering.

Vi køber også biler på en anden måde i dag end vi før har gjort. Vi har mulighed for at lease bilen, hvor der betales en månedlig ydelse, men man ejer ikke bilen. Dette gør, at man ikke selv risikoen for, hvad bilen falder i værdi med, og service er som regel også inkluderet. Forbrugeren kender derfor præcis sin udgift ved at have bilen, og skal ikke spekulere på dyre værkstedsregninger. Den er også væsentligt lettere at komme af med, end hvis man selv skal ud og sælge sin bil. Dette gør at der er færre der skal have finansieret et bilkøb, og gør mulighederne for bankerne dårligere. Omvendt stiger bilbestanden også på ikke leasingbiler, så der er stadig et bedre marked for pengeinstitutterne, men de kunne have fået mere ud af dette, hvis leasing ikke var så populært.

Leasing er også en mulighed for erhverv og landbrug. De har mulighed for at lease maskiner fremfor at købe dem. Dette gør også at virksomheders finansieringsbehov bliver mindre, da de klarer det udenom om banken. Det skal dog nævnes, at mange pengeinstitutter er inde over leasing via leasingselskabet, og dermed får de del af dette leasings marked.

Det skal dog nævnes, at nogle af bankerne har ejerskab i leasingselskaberne, og derved får en bid af forretningen.

Deleøkonomi

Deleøkonomi er også i kraftig vækst også i Danmark. Begrebet går på at der med den ny teknologi er et effektivt distributionsnetværk, der gør deleøkonomi lettilgængeligt. Herved kan dele alt fra biler til boliger. Dette gør, at ressourcerne bliver udnyttet bedre. Det gør dog også, at der eksempelvis er færre der har behov for en bil. Man lejer blot en, når man har behov.

Crowdfunding er også en ny mulighed for finansiering for især iværksættere. Kapitalen rejsen ved at typisk almindelig private skyder et beløb ind til iværksætteren. Hermed opnår denne kapital udenom om banken, og kan derfor gå videre med sit projekt. Dette er igen en nyere måde, at få finansiering fremfor at låne i banken. Der kan dog argumenteres for, at mange af disse projekter, er nogle som banken ikke vil låne til alligevel, men det gør igen, at der er andre finansieringsmuligheder en pengeinstitut.

Nye indtrængere

Hvis man vil starte et pengeinstitut i Danmark, er der meget lovgivning, der skal laves op til. Et af områderne, er den meget kapital der skal have. Dette gør det vanskeligt for nye pengeinstitutter at starte op. Det er ganske enkelt for dyrt. Vi har dog set blandt andet at Coop Bank åbnede som en ren internetbank i 2013. Vi har også set at udenlandske banker som eksempelvis Santander er kommet ind på det danske marked. Man kan godt forestille sig at udenlandske banker vil have fokus på Danmark, da priserne på lån er høje, at dette vil udenlandske banker, se som en mulighed. Det er dog stadig svært at skaffe kunder uden et filialnet, så dette kan måske afholde de udenlandske banker fra at gå ind på markedet i Danmark.

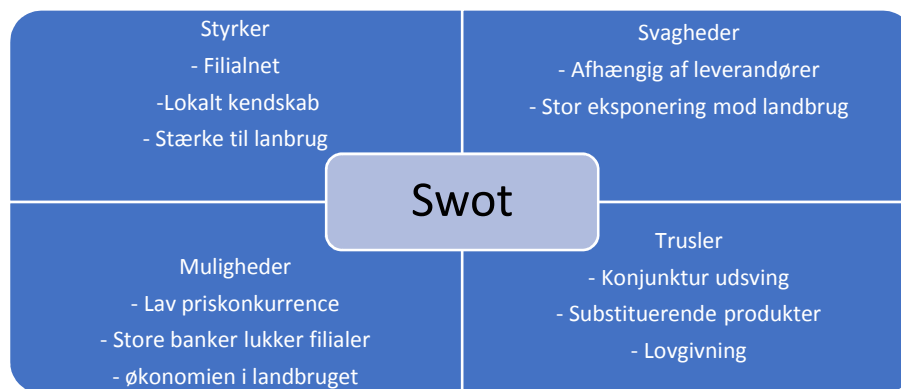
Der kan godt komme en tendens på, at Fintech virksomheder kommer inde på markedet. Med Fintech menes virksomheder, der benytter teknologien til at lave forretning. Det kan eksempelvis være betalingsløsninger, hvor der er mange aktører. Førhen har bankerne levet fint af, at sørge for betalinger men der er i dag mange betalingstjenester, der er ved, at tage denne del ud af bankernes forretning. Disse Fintech virksomheder specialiserer sig typisk i et specifikt område, og bliver dermed meget dygtige til dette. Hermed presses pengeinstitutternes

forretningsområde, da de ikke kan konkurrere med de nye løsninger. De to store banker i Danmark Nordea og Danske Bank, har selv startet afdelinger op, som samarbejder med disse Fintechvirksomheder. Dermed håber de at få en bid af kagen, og kan måske også differentiere sig på det digitale i forhold til de mindre pengeinstitutter.

Delkonklusion markedsanalyse - SWOT Analyse

Med udgangspunkt i PEST-analyse og Porters Five Forces er der lavet følgende overblik i SWOT

Figur 5



Kilde egen tilvirkning

DJS bevæger sig i en branche, hvor mange ydre faktorer fastsætter mulighederne for forretning. Der er gode muligheder, når der er vækst i samfundet, og knap så gode muligheder, når der er opbremsning i økonomien. Det er derfor vigtigt at DJS er opmærksom på de faktorer og får mest muligt ud af det, når de kan. Det vides på forhånd at der er gode og dårlige tider, og det er med at være forberedt både økonomisk og med ens strategi, når det går lidt ned ad bakke. Med en stor eksponering mod landbruget er DJS meget afhængig af denne branche. DJS har mærket hvor dyrt det kan være, når denne branche lider.

Kunderne i markedet vægter god og tryk rådgivning hos banken, som vigtigere end prisen. Dette er klart en fordel for DJS, da de netop gerne vil være fysisk til stede og forklare kunderne produkterne rigtigt. Det er der naturligvis nogle omkostninger ved, men dette kan også lade sig gøre, da prisen i markedet reelt er højere, end den burde være. Dette kan DJS få glæde af. DJS er dog også en branche, hvor andre er ude efter indtjening. Dette betyder, at pengeinstitutterne forretningsområder er under pres. Og omsætning der før lå i bankerne vil fremadrettet ligge hos specialiseret firmaer. DJS er allerede opmærksomme på, at de er for meget afhængig af landbruget, og ønsker en lavere eksponering med landbruget, Dette vil gøre dem mindre sårbare.

9. Analyse af nøgletal

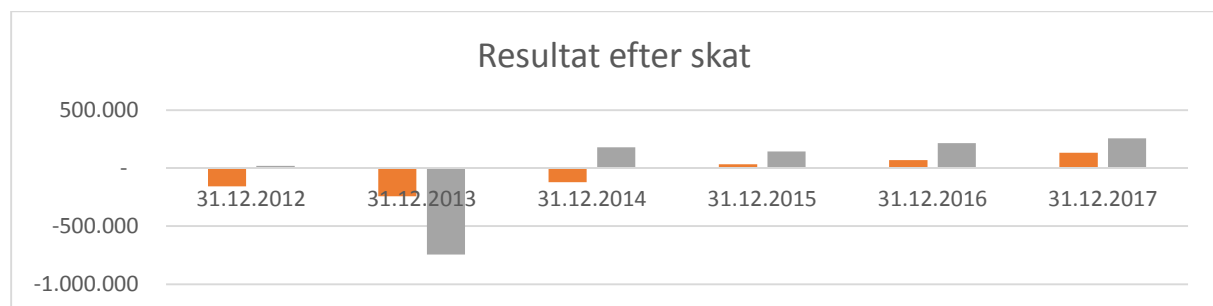
For at hjælpe med værdiansættelsen af DJS, er det meget relevant at dykke ned i deres regnskab, og analysere på tallene. Her skal der findes årsager til hvorfor tallene ser ud som de gør. Årsagerne kan være med til at fastslå, om det fremadrettet kan forventes at ændre sig, og i så fald i hvilken retning. Vi vil analysere på DJS nøgletal, og holde disse op med vores perspektiverings bank SPKS. Vi vil primært koncentrere os, om årsagerne til DJS tal, og mindre om årsagerne til SPKS. Dette er på grund af at vi i vores opgave kigger på DJS børsnotering.

I graferne af DJS vist først med **orange**, og dernæst SPKS med **gråt**. Tallene er beregnet ud fra årsregnskaberne.

Årets Resultat

Når der købes en ejerandel i en virksomhed giver dette ret til at få del i det fremtidige overskud. Det vil derfor naturligt for en evt. investor at kigge baglæns, og så på de hidtidige resultater. Det er den fremtidige indtjening der er det vigtigste men historikken kan være med til at give et fingerpeg om mulighederne for indtjening i fremtiden.

Figur 6



Kilde: Egen tilvirkning

DJS har haft nogle frygtelige år med underskud efter finanskrisen. Først i 2015 har de fået et positivt resultat, og heldigvis er det stødt voksende siden. Dette giver håb for fremtiden. Vi kommer senere i opgaven med et budget for fremtiden. Fra 2016 til 2017 fordoblede DJS næsten deres resultat, og det er nødvendigt for en investor at analysere på, om det var blot var et enkelt godt år; kan det forventes at endnu en fordobling eller har DJS nået det realistiske niveau for indtjening? Det skal også bemærkes at garantierne i mange år ikke har fået rente, og havde DJS givet dette, var resultat blevet mindre.

SPKS' resultater har været noget mere stabile. De har haft et enkelt rædsels år, hvor de havde kæmpe nedskrivninger. Mere om nedskrivninger senere. Men alle øvrige år, har de haft positivt resultat. Hertil kommer der at SPKS har udbetalt udbytte, hvilket gør resultatet mindre.

I 2017 tjente DJS ca. 60 % af det SPKS tjente, i de øvrige år væsentligt mindre.

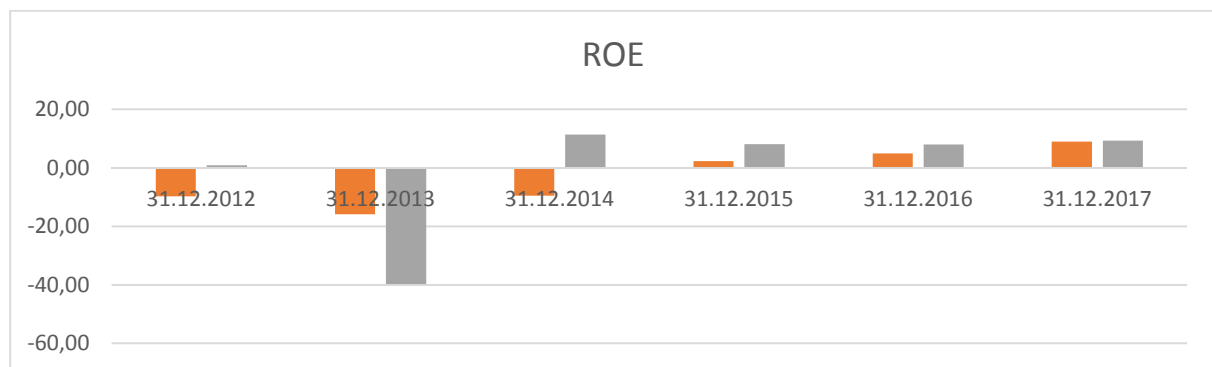
ROE – Return on Equity – Egenkapitalens Forrentning

Tallet afspejler hvordan egenkapitalen forrentes. Garant kapitalen i DJS og aktiekapitalen i SPKS ligger i egenkapitalen. Overvejer man at investere i DJS, er det bestemt et vigtigt tal at kigge, da det siger noget om, hvor godt DJS forrenter den kapital, man vil stille rådighed.

Nøgletallet beregnes på denne måde: $ROE = \frac{\text{Ultimo resultat efter skat ekskl. renter af hybrid kernekapital}}{\text{Primo egenkapital ultimo ekskl. hybrid Kernekapital}}$

Det vil sige der er to tal, der påvirker ROE. Jo bedre resultat efter skat, jo højere ROE. Omvendt kan en mindre egenkapital også give en højere ROE. Dette betyder, at har pengeinstituttet overskud og der udbetales rente til garantterne eller udbytte til aktionærerne, vil dette give en højere ROE, da egenkapitalen blive mindre. Et bedre resultat efter skat vil naturligvis også give en højere ROE.

Figur 7



Kilde: Egen tilvirkning

Vi ser at SPKS har haft et meget hårdt 2013 pga. af den store nedskrivning, men ellers har haft en fornuftig ROE. Det hører med til dette billede, at SPKS har udbetalt udbytte til aktionærer i 2017 (for 2016) og i 2016 (for 2015). Dette giver en mindre egenkapital, da udbyttet tages herfra og dermed en bedre ROE.

Hvad angår DJS har de haft en negativ ROE pga. de dårlige resultater. For 2017 begynder ROE dog at ligge i et fornuftigt niveau. DJS har ikke udbetalt garantrente i mange år, som ellers ville have givet en lavere egenkapital, og dermed en bedre ROE.

Årsagen til at SPKS har kunnet udbetale udbytte, er at de ikke på samme måde, er i problemer mht. kapitalkrav. Selv hvis DJS ville udbetale udbytte i de år, hvor de har haft overskud, ville de være kommet i problemer med kapitalkravene. Så derfor har det ikke kunnet lade sig gøre.

Hvor stor ROE skal være, hænger sammen med hvad man som investor vil forvente af afkast for investeringen. De fleste investorer vil forvente at afkast på en 7-8 %, når vi taler aktier. For investorer i de to pengeinstitutter vil nok forvente et noget højere afkast, da risikoen er noget højere end mange aktieselskaber. Dette er især for DJS, som gang på gang har måttet nedskrive mere end forventet. I vores værdiansættelse, laves der en beregning på afkastkravet.

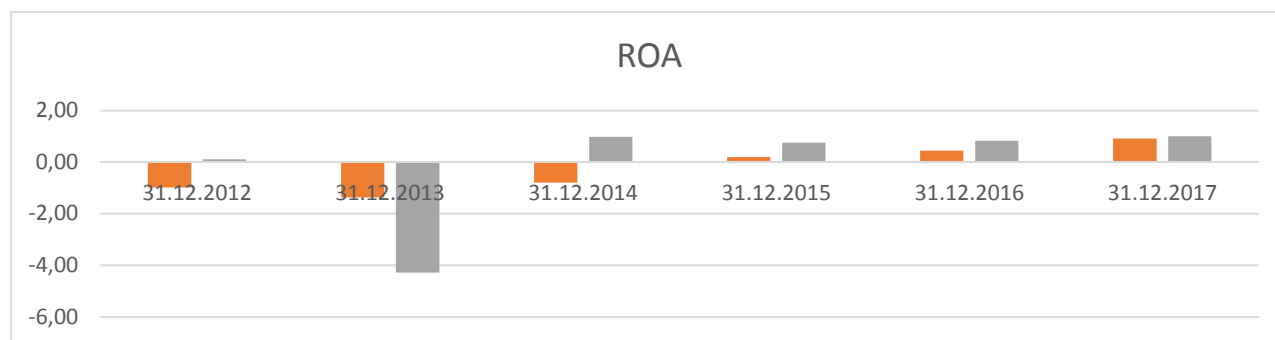
ROA – Return of assets – Forrentning af aktiver

Nøgletallet fortæller hvor meget indtjening aktiverne genererer. Det er aktiverne ekskl. puljeordningerne. Aktiverne er primært udlån og garantibeviser.

Nøgletallet beregnes på denne måde: Ultimo resultat efter skat ekskl. renter på hybrid) / (Primo aktiver excl. puljer)

Igen kan nøgletallet gøres bedre, ved at skabe et højere resultat efter skat. Omvendt jo lavere aktiverne af, des større vil ROA blive. Dette betyder, at kan sparekassen skabe det samme resultat med færre aktiver vil ROA stige.

Figur 8



Kilde: Egen tilvirkning

For begge pengeinstitutter har der været nogle negative regnskabsår, hvilket naturligvis giver en negativ ROA. Vi kan også se, at SPKS har væsentlig større aktiver end DJS, og for at opnå samme resultat skal SPKS derfor også have et højere resultat. Generelt for alle årene har SPKS en væsentligt højere forrentning af aktiverne end DJS. I 2017 er DJS begyndt at nærme sig, hvor begge pengeinstitutter ligger omkring om 1 %. Spørgsmålet er så, om det er et tilfredsstillende niveau. En investor vil skele til, hvad den risikofrie rente er. I dag ligger den jo omkring nul. ROA skal dog ligge noget højere pga. af risikoen ved et pengeinstitut. Begge pengeinstitutter ligger jo altså ca. 1 procent højere end den risikofrie rente i 2017, og dette vil betegnes som et acceptabelt niveau.

ICGR – Internal Capital Generation Rate

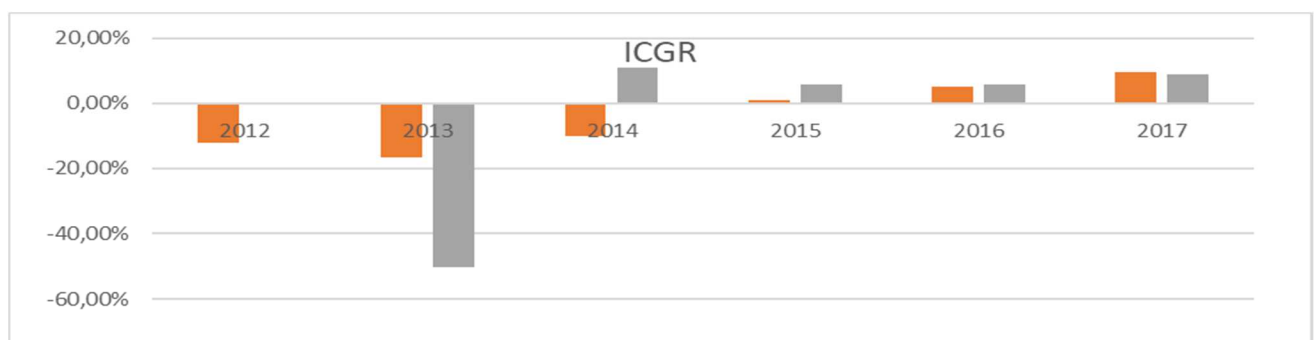
(nettoresultat – udbytte)/egenkapitalen

Nøgletallet viser pengeinstitutts evne til at forøge egenkapitalen ved egen drift. Tallet beskriver hvor stor vækst pengeinstituttet kan have, og samtidig beholde deres egentlige kernekapitals niveau. Pengeinstituttet kan bruge tallet til at se, hvor meget dennes udlån kan stige ud fra samme risikovægtning uden kapitalen blive dårligere. Jo højere nettoresultatet efter udbytte/rente til garanter er, jo højere vil ICGR blive. Derudover jo lavere egenkapital, jo højere vil tallet også blive. Tallet bør også som minimum følge udlånsvægtningen, således at kapitalprocenten bevares.

Betales der rente til garanterne eller udbytte vil det give en lavere ICGR, da pengene jo så ikke bliver i pengeinstituttet, og tællerværdien dermed bliver lavere. Omvendt betales der ikke rente til garanterne/udbytte vil det give en højere ICGR.

For en evt. Investor i DJS er det et relevant nøgletal, da de har haft problemer med kapitalkravene, og det derfor vigtigt at vide, om de overhovedet har mulighed for at vækste. Nøgletallet viser pengeinstituttet evne til selv at skaffe kapital til at kunne vækste på udlån. Kan pengeinstituttet ikke selv skaffe kapitalen, kan pengeinstituttet enten ikke vækste, eller den man bruge af en i forvejen opsparet buffer. Sidste mulighed er at skaffe kapital i markedet. Med børsnoteringen håber DJS netop at skaffe mere kapital i markedet så solvensen blive bedre, og dermed også giver mulighed for at vækste i udlånene.

Figur 9



Kilde: Egen tilvirkning

Som vi ser af grafen, har DJS haft negative resultater, hvilket også giver en negativ ICGR. Det er blandt andet disse negative resultater, der har gjort et stort indhug i DJS kapital. Omvendt er de positive resultater begyndt fra 2015, hvilket gør, at DJS igen kan vækste uden forringelse i kapitalkravet. I 2017 nærmer DJS en ICGR på 10 %. Det betyder, at DJS kan vækste på udlånet uden at forringe kapitalgrundlaget. DJS vil dog gerne på børsen netop pga. problemer med

kapital, så de skal nok ikke vækste med præcis ICGR, da de har brugt for bedre kapital. Omvendt er det jo udlånene og væksten, der skal give dem et bedre resultat. Pt. ligger DJS med en negativ udlånsvækst. Det betyder, at ultimo 2017, har de krav om mindre kapital og med en større egenkapital. Dette er godt for kapitalgrundlaget men ikke for forretningen.

SPKS ligger med en positiv ICGR for 2017 på det samme som DJS. En af årsagerne til at den er så høj, er at der ikke er udbetalt udbytte for 2017. I 2015 og 2016 ligger den omkring 5 %, hvor der er udbetalt udbytte. Rædselsåret 2013 giver selvfølgelig en meget stor negativ ICGR.

For 2017 ligger de to pengeinstitutter på samme niveau, og det er sammenligneligt, da der hverken er udbetalt garantrent eller udbytte.

Det skal nævnes at kommer der nye kapital krav, kan de ikke vækste i takt med ICGR. Der kommer nye kapitalkrav i 2019 - 2023, og dermed skal der bruges endnu mere kapital, og så holder tesen om ICGR ikke. Vi kommer i vores afsnit om kapitalkrav i dybden med dette.

WACC

Nøgletallet giver udtryk for, hvor meget pengeinstituttet i gennemsnit betaler for at fremskaffe kapital. Der tages i tallet højde for, at Pengeinstituttet skaffer kapital flere forskellige steder fra. Bl.a. egenkapital, der skal forrentes, indlån, hybrid og supplerende kapital. Tallet er således et udtryk for, hvad betales der i gennemsnit for den kapital, som skal udlånes til kunderne. Det er en fordel for pengeinstituttet at have en lav WACC. Det giver pengeinstituttet et højere overskud og muligheden for lavere udlånsrenter. Dermed kan de tiltrække flere kunder eller tilbyde mere til deres eksisterende. Vi kommer senere ind på, hvad der betales for indlån, og hvad der lånes ud til i gennemsnit. Dette giver en rentemarginal. Da der som nævnt skaffes kapital andre steder fra end blot indlån, vil WACC være meget interessant. I DJS tilfælde kan der eksempelvis betales meget for supplerende kapital pga. af de historiske dårlige resultater. Havde DJS haft en bedre kapital og bedre historik ville de kunnet have lånt penge til en billigere rente.

Skal dette nøgletal forbedres, skal forventningen til forretning af egenkapitalen sættes ned. Men sættes den ned, er det jo dårligt for hvor sund og attraktiv pengeinstituttet er. Den fremmedkapital der skaffes, skal skaffes så billigt som muligt, således at WACC bliver så lille som muligt. Dette vil give Sparekassen et højere overskud, og mulighed for at tilbyde billigere udlån. Nøgletallet kan også hjælpe Sparekassen til at finde ud, hvad en god pris er for ny kapital.

WACC udregnes således:

$$WACC = \frac{\text{renteudgifter}}{\text{passiver} - \text{egenkapital}} \times (1 - \text{skattesats}) \times \frac{\text{passiver} - \text{egenkapital}}{\text{aktiver}} + k_e \times (1 - \frac{\text{passiver} - \text{egenkapital}}{\text{aktiver}})$$

$$WACC = k_d(1-t)L + k_e(1-L)$$

k_d = renteudgifter/fremmedkapital: Dette angiver den gennemsnitlige pris på fremmedkapitalen

T angiver skattesatsen som er på 22 % for selskaber i Danmark. Denne tages ud, da selskabet får skatterabat for udgiften til renten.

L = fremmedkapital/aktiver uden puljeordninger

$$K_e = r_f + \text{Beta}(k_m - r_f)$$

r_f = risikofrie rente (i dette tilfælde nul, der enten er nulrente eller endog negativ rente på en kort obligation

Beta: I dette tilfælde til 1,2

k_m : Markedsafkast. De fleste vil nok forvente en aktie skal give 8 % i afkast, så dette er brugt i denne beregning.

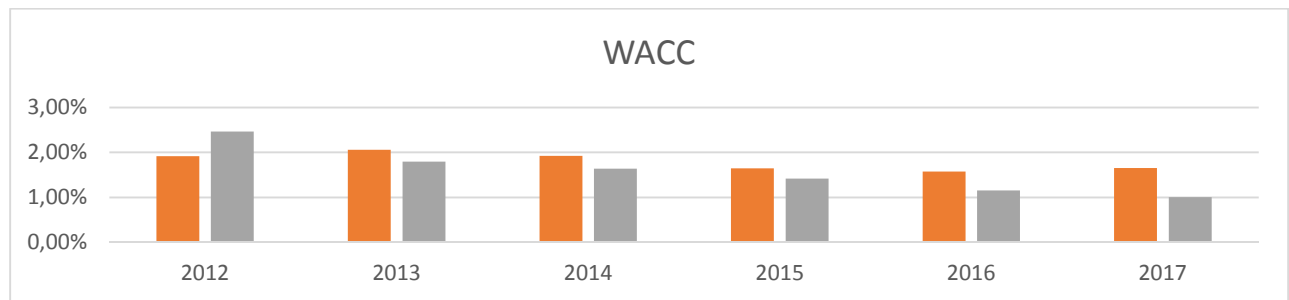
Den risikofrie rente har vi valgt at sætte til nul i de historiske udregninger af WACC. Den risikofrie rente er typisk en 10-årig statsobligation, der over årene har svinget omkring 0 – 0,7%.

Beta fortæller hvor meget pengeinstitutts aktier/garant beviser svinger i forhold til indekset. Det vil sige, at en beta på præcis 1 svinger aktien/garant beviset ikke mere end indekset. Er beta <1, betyder det at aktien/garant beviset svinger mindre end indekset, og er beta >1 svinger garant beviset mere end indekset. Vi har sat en beta 1,2 for DJS, da vi ud fra risikoen i DJS er større end øvrige pengeinstitutter. Årsagen er især de historiske dårlige resultater. Vi mener derimod at SPKS svinger med det samme øvrige pengeinstitutter. En højere beta giver en højere WACC.

Markedsafkastet i de historiske udregninger, er sat til 8 %. Dette mener vi, er det realistiske bud på, hvad man forventer at få for en risikofyldt investering.

For at forklare denne formel, og disse tal, kan man sige at udregningen består af to dele. K_d er gennemsnitsprisen for fremmedkapitalen, hvor fradraget i skat også trukket fra. Det andet led K_e , angiver den gennemsnitlige pris på egenkapitalen, hvor skatten også er trukket ud.

Figur 10



Kilde: Egen tilvirkning

DJS ligger med en højere WACC end SPKS, og dette giver mening, da DJS betaler mere i indlånsrente (mere om dette senere), og pga. af beta. Derudover vil man som långiver til de to pengeinstitutter også bede om en højere rente for lån til DJS pga. risikoen.

Det er som tidligere nævnt bedst at betale så lidt for sin samlede kapital som muligt, da det giver mulighed for en større rentemarginal, eller billigere udlån, der kan øge væksten.

Nedskrivninger

En evt. investor i DJS, vil naturligvis have et vågent øje til nedskrivningernes udvikling i DJS. Der er ingen tvivl om at nedskrivninger fylder ufatteligt meget efter finanskrisen for alle pengeinstitutter. Især DJS har været hårdt ramt af nedskrivninger, og som investor er man nødt til at vurdere på, om det om DJS virkelig har taget de nedskrivninger der skal til, alle om der stadig er ligger noget dårligt forretning. Der kan også ses på, om nedskrivninger har været for store, og derfor om der er bliver genvundet noget af de tidligere afskrevet.

Er der udlån, så vil der altid være nedskrivninger – det er en del af det at være et pengeinstitut.

Når man har udlån, vil der være kunder der ikke kan betale tilbage, hvorfor at pengeinstituttet ikke får deres penge retur. Heldigvis kan pengeinstituttet prise sig ud af det, de forventer at tabe, men under og efter finanskrisen, er der fundet mange lån, der ikke har været gode og kræver nedskrivninger, som er større end man havde forventet.

Nedskrivninger har været et kæmpe tema for pengeinstitutterne i årene efter finanskrisen. I 2012 ændrede man ligeledes reglerne for, hvornår finanstilsynet kunne forlange nedskrivninger. Disse blev skærpet, og betød derfor efter den store bølge af nedskrivninger, endnu flere nedskrivninger for pengeinstitutterne.

Det er vigtigt at fastslå, at nedskrivninger bogføres på en korrektivkonto. Selvom man tager tabet nu, er det ikke sikkert, at det er det samme som et tab. Ved en nedskrivning forventer man

et tab, men om det bliver et tab vides ikke. Hvis en nedskrivning alligevel ikke tabes kan den så indtægtsføres.

Først og fremmest skal vi kigge på udviklingen i DJS' udlån. Det er klart at jo mere udlån der haves, jo flere nedskrivninger. DJS udlån er steget i 2012 pga. fusioner, og er herefter faldet løbende helt frem til og med 2017. Dette er en generel trend i pengeinstitutterne, at der ikke er den store lyst til at låne penge. Der skal endvidere kigges på, hvilke brancher DJS har deres udlån i. Eksempelvis har landbruget haft det svært i tiderne efter finanskrisen, og det betyder jo meget i forhold til nedskrivninger på den portefølje.

DJS er et lokalt pengeinstitut i mindre byer, hvor man dermed også kan forvente at de har en stor koncentration af landbrug, da der ligger mange landbrug i deres markedsområde. Bilag 3 viser hvordan DJS udlån er fordelt. Det ses af dette, at der hvert år ligger en stor del eksponeret mod landbruget. Omkring 25 %. Dette betyder jo naturligvis at DJS' nedskrivninger hænger nøje sammen med hvordan det går i landbruget.

Vi beskriver i vores markedsanalyse, hvad landbruget har af betydning, og ligeledes fokuserer vi i denne på de udfordringer pengeinstitutterne har i forholde til markedet overordnet set.

DJS har i den grad også været hårdt ramt af nedskrivninger. Nedskrivninger er en af de store årsager til de negative resultater sparekassen har haft historisk. Som det ses af nedenstående figur har nedskrivningen været faldene for DJS, hvorimod tilbageførsel af tidligere nedskrivningerne er stigende. Dette er jo fuldstændig den rigtige vej for DJS hvad angår begge parametre.

DJS Nedskrivninger	t.kr.	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
Nedskrivninger i årets løb		711.544	715.416	639.928	398.294	462.833	402.940
Tilbageførsel af nedskrivninger foretaget i tidligere regnskabsår		-144.070	-205.561	-295.807	-270.188	-285.144	-302.463
Værdiregulering af overtagne aktiver		-	3.233	1.440	4.110	1.441	2.235
Endelig tabt (afskrevet) ikke tidligere individuelt nedskrevet		66.644	98.966	77.903	111.549	68.598	23.988
Indgået på tidligere afskrevne fordringer		-3.429	-13.959	-9.851	-12.038	-9.880	-9.376
Nedskrivninger på udlån og tilgodehavender m.v. i alt		630.689	598.095	413.613	231.727	237.848	117.324

SPKS Nedskrivninger	t.kr.	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
Nedskrivninger i årets løb		254.749	1.476.206	411.622	286.161	266.738	348.256
Tilbageførsel af nedskrivninger foretaget i tidligere regnskabsår		-31.412	-43.165	-223.171	-160.655	-192.597	-304.372
Værdiregulering af overtagne aktiver		-22.468	8.926	9.142	2.430	1.758	-186
Endelig tabt (afskrevet) ikke tidligere individuelt nedskrevet		49.042	24.102	72.067	28.964	55.251	11.723
Indgået på tidligere afskrevne fordringer		1.357	-6.266	-12.340	-11.371	-19.415	-23.236
Nedskrivninger på udlån og tilgodehavender m.v. i alt		251.268	1.459.803	257.320	145.529	111.735	32.185

Kilde egen tilvirkning ud fra regnskaber

Men kunne derfor fristes til at sige, at der ikke er stor forskel på DJS og SPKS i forhold til nedskrivninger. I forhold til kroner i nedskrivninger er det korrekt, men da SPKS er et større pengeinstitut med væsentligt større balance kan dette ikke helt sammenlignes.

Derfor er dog en god idé at se nedskrivningerne i forhold til udlånene, især hvis man skal vurdere det i forhold til normalen.

Dette kan gøres med tabsprocenten.

Tabsprocent = Nedskrivninger på udlån/gns. Udlån

Tabsprocenten har ikke genvundne afskrivninger med, men der regnes på nedskrivningerne i forhold til det gennemsnitlige udlån i årets løb.

År	2012	2013	2014	2015	2016	2017
DJS	6,7	5,97	6,01	4,17	5,12	4,8
SPKS	1,63	9	2,47	1,85	1,59	1,8

Kilde egen tilvirkning ud fra regnskaber

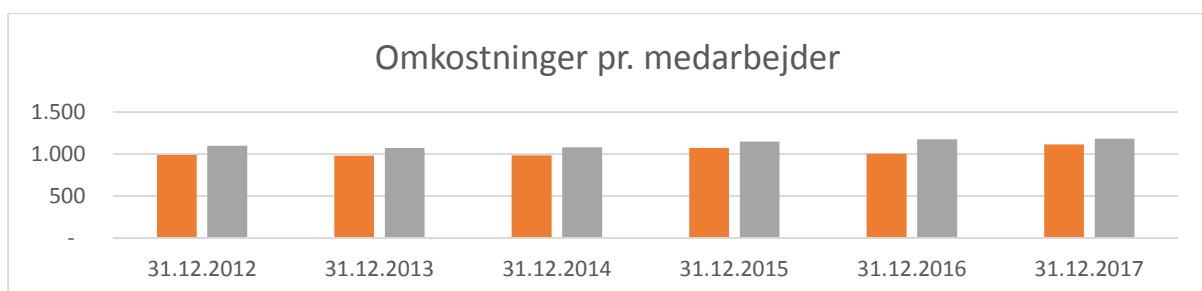
Udover 2013, hvor SPKS tog en stor afskrivning, er DJS' tabsprocent væsentligt større, over dobbelt så stor. Derfor kan det konkluderes at DJS har væsentligt større tab end SPKS, og som aktionær kan det derfor vurderes, at DJS ikke er ligeså gode til deres forretning som SPKS.

Personaleomkostninger

Udover nedskrivninger fylder personaleomkostninger rigtig meget i driften af et pengeinstitut. Et pengeinstitut er en servicevirksomhed, og derfor vil personaleomkostninger fylde rigtig meget. Det er den største driftsudgift, og derfor er det også med en investors øjne meget interessant at kigge på udviklingen i disse omkostninger. Der kan analyseres på, hvad en medarbejder koster i gennemsnit, og også hvad personaleomkostninger er pr. kunde.

Følgende graf viser gennemsnitlige omkostninger pr. medarbejder.

Figur 11



Kilde: Egen tilvirkning

Medarbejderne er blevet dyrere i gennemsnit. En del af dette, er helt naturligt i sektoren, bl.a. pga. de overenskomstmæssige lønstigninger

I 2012 ser vi en forholdsvis høj stigning pr. medarbejder, hvilket har med markedsudvidelsen at gøre. Heldigvis stiger indtægterne mere i 2012 end omkostninger, så det er en fin trend.

Desværre forholder det sig lidt modsat i 2013. Her stiger omkostninger fortsat, som følge er sammenlægningen med Sparekassen i Skals. Udover at der kommer flere medarbejdere, er fusion og opkøb omkostningstungt. Det betyder nemlig, at en del medarbejdere skal bruge tid på flytning og deres IT-systemer mv. skal sammenkøres.

Så der har været nogle udgifter, men planen med fusionerne og opkøbet var selvfølgelig, at det på sigt skulle give færre omkostninger. Derfor iværksatte sparekassen i juni måned 2013 besparelser, som de dog først forventede vil få fuld effekt i 2014.

Heldigvis kommer effekten også i 2014, hvor omkostninger igen faldt, og trenden fortsatte i 2015 og 2016. I 2017 stiger omkostninger pr. medarbejder dog igen. Dette kan sagtens have med modningen til børsintroduktionen at gøre. Der bruges en del tid på dette, og dette kræver specialviden. Derfor kræver det nogle ekstra lønpenge, at gøre sig klar til børsen.

For sparekassen, er det naturligvis positivt at omkostningerne pr. kunde falder. Med de faldende indtægter, er det selvfølgelig vigtigt, at omkostninger også falder.

I DJS blev medarbejderstaben også blevet trimmet, så den passede bedre til det faldende udlån. Det skal dog bemærkes, at DJS har forholdsvist mange ansatte pr. balancemilliard sammenlignet med andre pengeinstitutter. Det hænger bl.a. sammen med, at sparekassen stadig ønsker at være synlig i lokalområdet og bevare filialnettet - omvendt større pengeinstitutter, der ikke længere er i hver by. Det kræver flere medarbejdere at være lokal repræsenteret, og det giver ikke samme stordriftsfordele.

Derfor kan/skal sparekassen kigge på, om deres filialnet er trimmet korrekt, om arbejdsgange kan gøres lettere og derved kræve færre medarbejdere. DJS er blevet færre ansatte og dette har netop at gøre med at de solgte filialer i 2016.

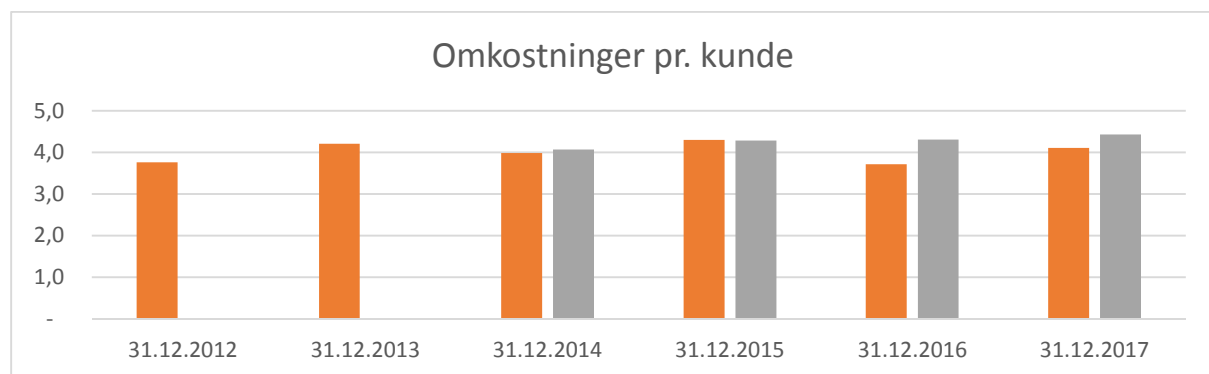
Det kan dog som aktionær være lidt svært at finde ud af hvor niveauet pr. medarbejder ligger i DJS, da der ikke rigtig er en tendens i det. Nogle gange falder, og andre stiger det. Det er dog en forklaring på, hver gang der sker noget på medarbejdersiden enten med opkøb, fusioner, afskedigelser mv. Men DJS har ikke været en stabil på dette punkt i en årrække, og derfor er det lidt usikkert for en investor hvad der kan forventes.

SPKS har også været inde i fusioner, der gør at medarbejderstaben stiger voldsomt i 2012. Udover dette ligger SPKS med en go stabil stigning både på antal medarbejdere og omkostninger pr. medarbejder. Dette gør, at aktionærene i SPKS føler at der er godt styr på det, og der er ikke store udsving i det. En investor vil helt sikkert se det stabile som en fordel.

Vi kan dog se, at SPKS ligger noget over DJS i omkostninger pr. medarbejder. Dette er jo glimrende for en evt. investor i DJS at se, at omkostningerne pr. medarbejder er lavere end et sammenligneligt pengeinstitut. Omvendt kunne SPKS kigge på, om omkostningerne pr. medarbejder kan bringes ned.

Hvad angår omkostninger pr. kunde ligger DJS også en under SPKS (vi har ikke SPKS' tal for 2012 og 2013). Dette har igen naturligt nok noget at gøre med, at den gennemsnitlige medarbejder er billigere i DJS. Selvom SPKS er et større pengeinstitut, får de ikke rigtigt nogle stordriftsfordele ud af, hvad angår omkostningssiden.

Figur 12



Kilde: Egen tilvirkning

Det kan derfor konkluderes, at DJS har styr på den gennemsnitlige omkostning pr. medarbejder og pr. kunde. Omvendt savnes der et DJS kommer ind i en stabil periode med disse omkostninger. Dette vil kræve, at der ikke laves for meget om i henhold til antal medarbejder, lønninger, og antal kunder. Men dette skal ikke ses som et mål i sig selv. Det er bedre, at ansætte folk, hvis indtjeningen stiger fornuftigt.

Renter

Et pengeinstitut har traditionelt haft sin kerneforretning ved at fordele kapital. Med dette menes der, at tage imod kapital fra dem der har overskud, og låne ud til dem, der har behov for dette. De tjener så ved, at de låner dyrere ud end de giver i rente til indlånene. Denne marginal, skal så dække over evt. tab og omkostninger for at drive pengeinstituttet. Rentemarginalen er derfor et vigtigt parameter for et pengeinstitut. Jo lavere rente de kan give for indlånene, og jo højere

rente de kan få for udlånene, jo mere har de til driften og til overskud. Som en investor er det derfor helt naturligt at kigge på, hvordan rentemarginalen er i pengeinstituttet for give en idé om, om banken kan styre forretningen.

Indlånsrente versus udlånsrente

Normalt har et pengeinstitut kunnet tjene en smule på indlån. Pengeinstituttet kunne få en rente for deres indlån, og give en lavere rente til kunderne der kom med indlånene. Derved var der en lille gevinst ved at have indlån, selvom de ikke var lånt ud til 3. mand. Dette er pengeinstitutterne dog udfordret med på grund af den negative rente. Det gør faktisk at det pt. er det omvendte scenarie, som betyder, at bankerne taber på indlån, der ikke lånes ud. Pengeinstitutterne betaler -0,65 % i rente af, det beløb, der er udover foliokontoen. Denne negative rente, er stadig ikke videregivet til opsparerer, og i DJS er den laveste rente for indlån 0 %. Det betyder derfor, at der er en rentemarginal på -0,65 % for DJS.

Derfor er det ikke ubetinget en fordel at have store indlån for pengeinstitutterne i tiden, omvendt er pengeinstitutterne stadig afhængig af at have indlån for at kan lave en forretning på udlån.

Det er derfor relevant at kigge på indlån, indlånsrente, udlån og udlånsrente, for til sidst at regne rentemarginalen ud.

I DJS' tilfælde er der tale om faldende indlån på nær i 2012, hvor der var opkøb og fusioner. Især til 2017 har indlånet været faldende, og dette skyldtes salg af filialer og at DJS har formået, at flytte nogle af indlånene over i puljeordninger. Her kan der så hentes noget provisioner, og det er jo en god måde, at komme ned i indlån på. Indlånsrenten i DJS har været stødt faldende, hvilket passer med det generelle renteniveau og er i 2017 nede på 0,41 %. DJS har derfor fået tilpasset det generelle renteniveau nogenlunde, men overskuddet i indlån koster stadig penge.

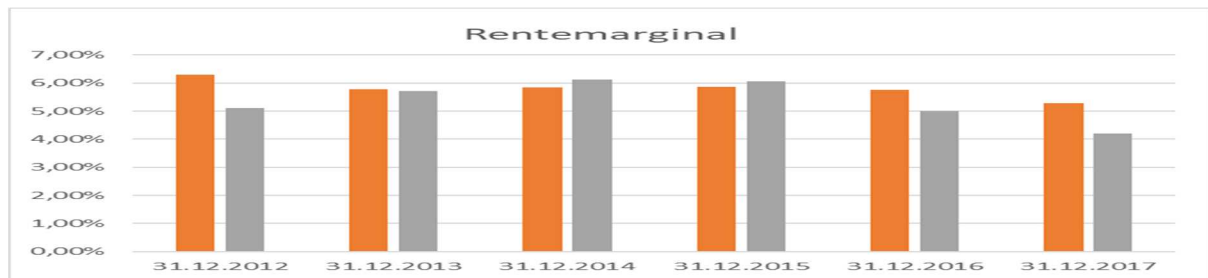
Vi ser også, at udlånene er faldende i mindre grad, dog med et stort fald i 2017. Dette pga. salget af filialer. Udlånsrenten er også faldende og dette står også i sammenhæng til den generelt faldende rente.

For SPKS ser vi faktisk et stigende indlån, i hvert fald i 2016 og 2017. Deres indlånsrente er dog faldet markant de sidste 2 år, og som tidligere nævnt er det jo i takt med den faldende rente, som det kunne tyde på SPKS, har videregivet til deres kunder. Til og med 2015 ligger de to pengeinstitutter meget lig hinanden i indlånsrenten, men SPKS har formået at få denne væsentligt ned de sidste to år, og dette giver dem bedre mulighed for at sælge udlån billigere, eller for en højere rentemarginal.

Når vi kigger på SPKS udlån har disse fulgt den generelle trend med lavere udlån, men i 2016 og 2017, er udlånet steget.

Hvad angår udlånsrenten ligger den meget lig DJS indtil 2016, hvorefter at SPKS udlånsrente falder. Dette har de kunnet tillade sig bl.a. pga. af den lavere indlånsrente. Derfor gives de lave indlånsrenter videre til udlånene, og derved burde SPKS stå stærkere i konkurrencen med øvrige pengeinstitutter.

Figur 13



Kilde: Egen tilvirkning

Kigger vi på rentemarginalen har DJS generelt haft en lidt bedre rentemarginal end SPKS. DJS har formået til trods for en højere indlånsrente at hente dette ved en højere udlånsrente til kunderne. SPKS står dog stærkt i konkurrence, og DJS er derfor nødt til at overveje om deres kunder vil betale denne "overrente" for at være i DJS. Dette nuanceres jo naturligvis også af hvilke risiko der haves for lånene. Der kan jo haves større sikkerhed i SPKS, og dette gør naturligvis at prisen skal være lavere.

Delkonklusion på nøgletal

DJS har helt sikkert en opadgående kurve hvad angår deres nøgletal. Det virker til, at de værste nedskrivninger har fundet sted, men de må også konstatere at deres nedskrivninger ikke er meget nedadgående de sidste 3 år. Heldigvis er de begyndt at genvinde meget af tidligere års nedskrivninger, og de kan måske snart nærmest få mere genvundne nedskrivninger end nye nedskrivninger. For regnskabsåret 2017 er de to pengeinstitutter tæt på hinanden, men for tidligere år, har SPKS været en væsentligt bedre forretning. DJS har dog stadig udfordringen med udlånsvæksten, og en stadig høj eksponering mod landbruget, mens de faktisk har lavere gennemsnitomkostning pr. kunde end SPKS.

SPKS leverer dog stadig et væsentligt højere resultat en DJS, og det er jo i bund grund det vigtigste. Omvendt vil en investor kigge på, hvad den fremtidige indtjening kommer til at være og prisen på aktien, når denne skal vurdere om der skal købes aktier i DJS.

10. Analyse af DJS' kapitalgrundlag

Set igennem de sidste 5 år og vurderet for de kommende fem år – en vigtig analyse for investorer

Vi har nu gennemgået de vigtigste nøgletal i DJS' regnskaber over de sidste 5 år. Det har vist os en sparekasse med store udfordringer, netop fordi de ikke har styr på deres udlån og de dårligste brancher. Det vi skal gennemgå her, er deres kapitalgrundlag, deres risikoeksponering og ikke mindst deres individuelle solvens behov. Et område som Finanstilsynet følger tæt og som er reguleret af Lov om Finansiell Virksomhed, Regulativer og forordninger fra EU og Basel kommissionen.

De seneste krav til kapitalgrundlaget blev implementeret hos den finansielle sektor i 2014 og er fuld indfasat i 2019. Ved siden af dette, har vi fået to nye begreber – IRFS 9 og NEP-Kravet. Begge begreber er med til at lægge endnu mere pres på den finansielle sektor, hvilket også er nævnt i årsrapporten 2017 hos DJS.

Netop kapitalgrundlaget, er et så vigtigt område, der i princippet kan føre til begrænsning i muligheder eller ligefrem ophør af et pengeinstitut, hvorfor DJS også omtaler det som et område de forventer en styrkelse af ved børsnoteringen.

I 2017 lavede vi en rapport på DJS' kapitalgrundlag. I rapporten gennemgik vi Basel III, CRD-IV direktivet, CRR-Forordningen og de øvrige krav. Denne del af rapporten har vi valgt at bruge igen og placere i bilag 5. Fokus vil være at se på deres aktuelle forhold og hvor de er på vej hen.

Overordnet forståelse for solvens

Igennem mange år, har de danske pengeinstitutter ført en skarp styring af deres kapitalgrundlag, netop fordi deres risiko over årene har været stor og fortsat er det. De har et behov for at sikre en kapitalbase, der kan give dem en stødpude mod store udsving i konjunkturerne, lovændringer og lignende. Specielt har vi set, at de har tabt på risikable udlån og fortsat lider under finanskrisen.

Der var alt for mange nødlidende pengeinstitutter i forlængelse af finanskrisen uden et ordentligt kapitalgrundlag (2008 og frem). Det har haft betydning for nogle af disse nødlidende pengeinstitutter, der enten er gået konkurs eller er blevet overtaget af Finansiell Stabilitet eller solgt til konkurrenterne i branchen. Senest er Østjysk Bank gået konkurs og aktiviteterne overtaget af Sparekassen Vendsyssel. I 2017 blev Vestjysk Bank reddet af nye investorer, der købte Finansiell Stabilitets ejerandel for en "slik".

Specifikt har nogle pengeinstitutter påtaget sig større risiko end deres kapitalgrundlag har givet dem mulighed for. Derfor så vi også, at staten tilbød pengeinstitutterne nogle bankpakker, der skulle hjælpe dem med låneansvarlig kapital, således deres kapitalgrundlag blev tilpas stor i forhold til deres risikoeksponering og det individuelle solvensbehov.

Med tiden og med de seneste solvenskrav, er mange pengeinstitutter blevet belastet af bankpakkerne. Disse bankpakker indeholder nemlig statslige hybrid lån, der fra 1. januar 2018 ikke længere kan indgå i kernekapitalen. Specielt for DJS fylder disse lån meget.

Herudover har mange pengeinstitutter hentet supplerende kapital ind, der kan være med til at sikre det samlede kapitalgrundlag. Den supplerende kapital har dog også en begrænset værdi, da den allerede 5 år før udløb bliver belastet af et stigende fradrag.

Det individuelle solvensbehov og risiko

At beregne sit individuelle solvensbehov, bygger på den samlede risikoeksponering i forhold til de risikovægtede poster. Det er specielt kreditrisikoen (hvor meget belaster mulige tab i udlånene solvensen?). Så er der markedsrisikoen for rente-, valuta- og aktierisici, og sluttelig den operationelle risiko, der tager udgangspunkt i direkte eller indirekte økonomiske tab som følge af menneskelige såvel som systemmæssige fejl, mangelfulde interne procedurer osv.

Overordnet skal der være et kapitalgrundlag på 8% i forhold til den beregnede risikoeksponering. Hertil kommer det beregnede individuelle solvensbehov, der udover risikoeksponeringen også indeholder tillæg, som skyldes lovbestemte krav – såsom udtagning af bankpakke lånene osv.

Specifikt for DJS, er der beregnet et større individuelt solvensbehov på alle tre parametre inkl. på de lovbestemte krav. Disse beregninger er nøje udregnet og forklaret i DJS' risikorapport og er interessant læsning for en kommende investor.

Som vi har beskrevet i vedlagte bilag om DJS' kapitalgrundlag, fastsætter DJS deres kreditrisiko efter standardmetoden. Og det er her vi ser deres kreditrisiko være større og dermed være med til at vægte de individuelle solvensbehov.

DJS har igennem årene desværre ikke fået tilrettet deres samlede risiko, således de er mindre sårbare. Deres eksponering mod landbruget og ejendomme er særligt risikofyldte udlån. Her har de igennem årene haft betydelige nedskrivninger, hvilket har resulteret i mindre gode resultater og fortsat markedsrisiko. De skriver selv i deres årsrapport for 2017 (under "Forventninger til 2018"), at de balancerer i forhold til landbruget, men nulpunktet for

eksempelvis mælkeproducenter er en afregning på 2,51 kr. pr. kilo mælk. Senest ligger denne afregning i marts måned 2018 på 2,33 kr. pr. kilo (Kilde; Landbrugsavisen.dk/artikel af 16. marts "Analytiker. Så risikoen for, at en mælkeproducent skal have tilført kapital er faktisk realistisk i dag, selvom DJS i årsrapporten henholder sig til organisationen Seges forventninger over langt sigt om en afregningspris på 2,60 kr. pr. kilo. Det kan betyde ekstra krav til det individuelle solvensbehov, men samtidig et krav til risikostyringsgruppen om ekstra opmærksomhed og en handlingskraftig ledelse.

DJS' specifikke individuelle solvensbehov og det samlede mindstekrav til kapitalgrundlaget for årene 2012 – 2017 var:

Kapitalprocent krav		31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
Samlet mindstekrav til kapitalforhold		10,6%	10,9%	10,6%	11,1%	14,9%	15,4%
Kontracyklisk kapitalbuffer	Ekstra buffer	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kapitalbevaringsbuffer	Ekstra buffer	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,6%	1,3%
DJS' Individuelle solvensbehov		10,6%	10,9%	10,6%	11,1%	14,3%	14,1%
Individuel solvensbehov ekskl. kapitalbevaringsbuffer	Ekstra buffer	2,6%	2,9%	2,6%	3,1%	6,3%	6,1%
Supplerende kapital	Basiskrav	4,0%	4,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Hybrid Kernekapital	Basiskrav	2,0%	2,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Egentlig kernekapital	Basiskrav	2,0%	2,0%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%

Kilde; Årsrapporterne for DJS 2012 – 2017. Som det ses i tabellen, er der basiskrav og ekstra bufferkrav i opgørelsen. Disse samlede krav er steget meget i 2016 og 2017, netop pga. udtagningen af de hybride bankpakke lån.

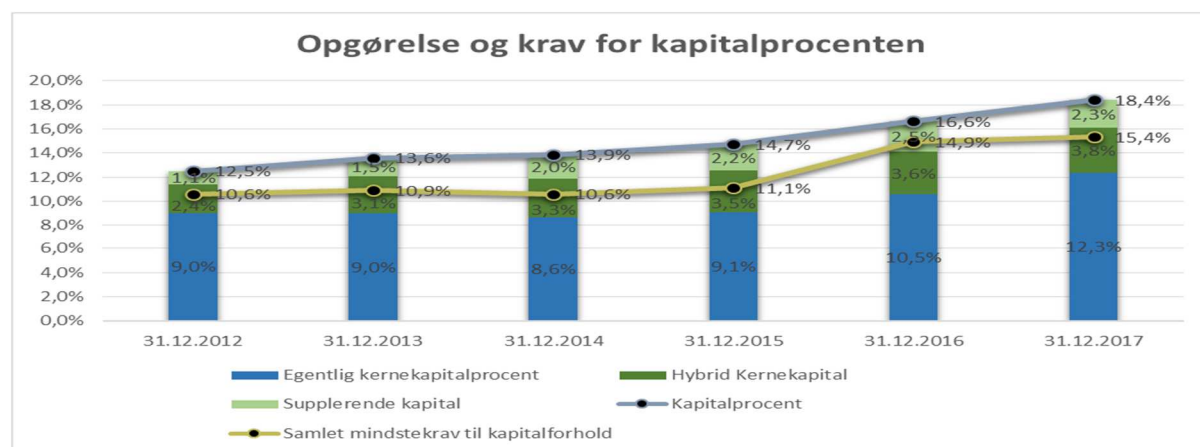
Det stiller krav til DJS' samlede kapitalprocent og forventelige overdækning:

Kapital opgørelse i %		31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
Egentlig kernekapitalprocent		9,0%	9,0%	8,6%	9,1%	10,5%	12,3%
Hybrid Kernekapital		2,4%	3,1%	3,3%	3,5%	3,6%	3,8%
Kernekapitalprocent		11,4%	12,1%	11,9%	12,5%	14,1%	16,1%
Supplerende kapital		1,1%	1,5%	2,0%	2,2%	2,5%	2,3%
Kapitalprocent		12,5%	13,6%	13,9%	14,7%	16,6%	18,4%

Kilde: Egen beregning fra tal i årsrapporterne for DJS 2012 – 2017. Som det se i tabellen, har DJS ved udgangen af 2017 en overdækning på 3,0% i forhold til mindstekravet.

Samlet kan vi her se deres samlede krav til kapitalgrundlaget i forhold til kapitalprocenten.

Figur 14



Kilde: Egen tilvirkning

En overdækning, der kan forsvinde i fremtiden, hvis risikoen i udlånene ikke bedres, resultaterne udebliver eller refinansieringen af deres låneansvarlige kapital ikke kommer i hus.

Fremtidige kapitalkrav og den forventede udvikling i deres kapitalprocent

DJS har et ønske om en overdækning på 5%

Helt centralt for det kommende kapitalgrundlag, er opfyldelsen af CRD-IV. Vores vurdering er, at får DJS ikke styr på den omtalte refinansiering eller de risikofyldte udlån, så vil deres fremtidige muligheder blive begrænset. Derfor er en stærk kapitalplan vigtig i forhold til de kommende investorer og prisen på aktien. Der skal være plads til en eller anden form for ekspansion, opkøb eller lignende. Alternativet vil være en stille og rolig afvikling, hvilket investorerne ikke vil acceptere og prisen på aktien vil falde. Som tidligere fortalt, er det netop hvad DAB har været igennem.

Kontracyklisk kapitalbuffer

Den 14. marts 2018 fastsatte Erhvervsminister Brian Mikkelsen et ekstra krav til solvensen. Det er den kontracykliske kapitalbuffer, der indtil nu har været på 0,00%. Med virkning fra 31. marts 2019 er der vedtaget en sats på 0,5% af risikoeksponeringen. Midlet skal været med til at sikre den risiko der er i markedet for tab af risikofyldte udlån, og ønskes taget i brug, når der i markedet er overskud hertil. Det er ikke alene Danmark, der har indført kravet, men også Sverige, Norge og UK.

IFRS 9

I opgørelsen af kapitalprocenten for 2018 og frem, er DJS pålagt at indfase nye nedskrivningsregler kaldet IFRS 9. Der vil være en indfasning frem mod 2023. IFRS 9 belaster egenkapitalen i opgørelsen af egentlig kernekapital. Resultatet af disse regler, er en belastning af egenkapitalen i opgørelsen af Egentlig Kernekapital på 13 – 15%. Det er højt og væsentligt højere end sammenlignelige pengeinstitutter grundet eksponeringen mod landbrugsbranchen.

IFRS 9 nedskrivningsreglerne, er baseret på, at alle lån (finansielle aktiver) i udlånsporteføljen. Reglerne betyder, at alle lån straks bliver vurderet i forhold til tab. Der vil være tre faser for et lån og dermed kan kravene til nedskrivningerne øges eller nedsættes. I forhold til de gamle regler, hvor der var tale om ”Objektiv Indikation for Værdiforringelse OIV”, hvor nedskrivningerne ofte kom for sent og ofte med for lidt, er den nye model meget mere dynamisk. Der vil dog fortsat være en stort set ensartet beregning, når IFRS 9 modellens stadie 3 aktiveres ”kaldet Objektiv Indikation på Kreditforringelse OIK”. Ved indfasningen af IFRS 9 vil de gruppevis nedskrivningsregler blive fjernet. Vi har alene arbejdet med indfasningen af de nye regler i forhold til kapitalgrundlaget.

Her er det vigtigt at slå fast, at IRFS 9 ikke belaster årsresultatet, men alene kapitalgrundlaget. Over tid, kan det betyde færre nedskrivninger i årsresultatet, da en af sidegevinsterne er en bedre fremadrettet risikostyring. I forbindelse med indførelsen af IRFS 9 har pengeinstitutterne fået udarbejdet værktøj, der understøtter reglerne.

NEP-kravet

Samtidig indføres i 2019 og frem et nyt tillæg til risikoeksponeringen kaldet NEP-kravet (nedskrivningsegnete passiver). Her er også en indfasningsperiode på 5 år, hvor første målepunkt er 1. januar 2019 og med fuld indfasning i 2023. Der vil ske en løbende beregning fra Finanstilsynet til DJS om satsen, hvilket betyder, at den kan ændre sig år for år. Pt. har DJS fået et tillæg på 6% baseret på 31.12 2016 tal, hvilket er den højeste sats for ikke SIFI pengeinstitutter. Forventningen er, at et gennemsnitligt pengeinstitut har 4,7% i NEP-krav.

NEP-Kravet beregnes af de risikovægtede aktiver.

Formålet med NEP-kravet er at styrke pengeinstituttet før en eventuel kollaps. Der vil være en længere periode, hvor man kan arbejde med en kapitalplan. Derfor er kravene til afdækning af NEP-Kravet heller ikke baseret på den egentlige kernekapital, hvorfor pengeinstituttet kan afdække med supplerende kapital, hybrid kapital eller egentlig kernekapital.

Det nye krav er også med til at sikre ejerne bedre. Risikoen ved at være aktieejere, er mindre pga. denne stødpude (ekstra buffer). Perioden med et pres på solvensen, vil ofte være overkommelig, idet man skal finde risikovillig kapital og det er der rigeligt af på markedet. Det betyder for pengeinstituttet, at de hurtigt får ro på kapitalgrundlaget og kan iværksætte en kapitalplan eller en aktieemission for at sikre bedre kapital, der belaster resultatet mindre.

En anden tanke med NEP-kravet var/er, at det enkelte pengeinstitut skal holde resultatet i eget hus i stedet for at udbetale de høje udbytter til aktionærerne som det er set over årene i finanskrisens sidste år. Det giver også mening i forhold til, at staten faktisk bidrager en del til at sikre nødlidende pengeinstitutter, hvor særligt Finansiell Stabilitet har været dyr for staten. Som tidligere omtale om Vestjysk Bank, der kostede staten 1.4 mia. kr. Det vil også betyde, at pengeinstitutterne skal fokusere på forretningen og skabe vækst med den kapital de har til rådighed.

Samlet er disse nye krav sammenholdt med de nuværende krav til kapitalgrundlaget en stor prøvelse for DJS, og ikke mindst et område som kommende investorer vil forholde sig til.

Beregnet kapitalgrundlag for DJS for årene 2018 - 2022

Ud fra resultatet i 2017 og forventningerne til 2018 og frem til 2022, har vi lavet følgende beregninger af kapitalopbygningen og de forventede risikovægtede eksponeringer:

Kapitalforhold i tal	+/-	Ultimo 2017	Ultimo 2018	Ultimo 2019	Ultimo 2020	Ultimo 2021	Ultimo 2022
		t.kr.	t.kr.	t.kr.	t.kr.	t.kr.	t.kr.
Egentlig egenkapital	Fra budget	1.472.001	1.752.607	1.836.635	1.930.502	2.033.731	2.145.929
Hybrid kernekapital medtaget under egenkapitalen	0%	-50.000	-50.000	-50.000	-50.000	-50.000	-50.000
Frdrag for IFRS9 (statistiske element) Stigende til 14% i 2022		-	-164.179	-202.030	-231.660	-264.385	-300.430
Immaterielle aktiver	0%	-19.659	-19.659	-19.659	-19.659	-19.659	-19.659
Udskudte skatteaktiver	0%	-10.807	-10.807	-	-	-	-
Forsigtighedsfradrag	0%	-2.873	-2.873	-2.873	-2.873	-2.873	-2.873
Nettoramme til indløsning af garantkapital		-	-2.000	-	-	-	-
Frdrag kredit- og finansieringsinstitutter		-2.488	-	-	-	-	-
IFRS9 Overgangsordning (95% i 2018 faldende til 0% i 2022))		-	155.970	171.725	162.162	132.192	75.108
Egentlig kernekapital (Core Tier 1)		1.386.174	1.659.059	1.733.799	1.788.472	1.829.006	1.848.075
Hybrid Kernekapital (Vurderes refinansieret)		474.770	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
Frdrag hybrid kernekapital		-50.000	-	-	-	-	-
Kernekapital (Tier 1)		1.810.944	1.759.059	1.833.799	1.888.472	1.929.006	1.948.075
Supplerende kapital (vurderes refinansieret)		300.000	250.000	250.000	250.000	250.000	250.000
Frdrag i supplerende kapital efter CRR-forordningen	20%	-45.484	-	-	-	-	-
Kapitalgrundlag før frdrag		2.065.460	2.009.059	2.083.799	2.138.472	2.179.006	2.198.075
Risikoeksponering:		Ultimo 2017	Ultimo 2018	Ultimo 2019	Ultimo 2020	Ultimo 2021	Ultimo 2022
Kreditrisiko	0%	9.727.797	9.727.797	9.727.797	9.727.797	9.727.797	9.727.797
Markedsrisiko	0%	184.407	184.407	184.407	184.407	184.407	184.407
Operational risiko	-1%	1.317.218	1.304.046	1.291.005	1.278.095	1.265.314	1.252.661
Risikoeksponering		11.229.422	11.216.250	11.203.209	11.190.299	11.177.518	11.164.865
NEP-tillæg af de risikovægtede aktiver (fuld indfaset i 2022)	6%	-	-	145.917	291.834	437.751	583.668

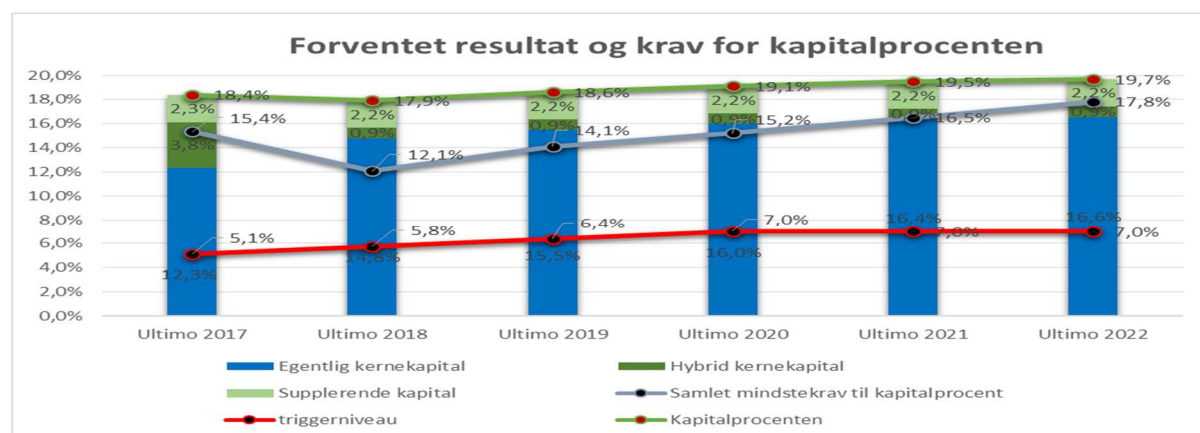
Kilde: Egen tilvirkning

I budgettabellen for årene 2018 – 2022 ser vi her indfasningen af IRFS 9 og NEP-kravet. Og som det er med budgettal, så skal de tages med forbehold (Bilag; Resultatopgørelse DJS 2017 – 2022).

DJS har nogle klare forventninger til, at kapitalprocenten vil blive styrket ved børsnoteringen, hvorfor de i årsrapporten har annonceret en kapitalplan allerede fra foråret 2018, bilag 6.

Vi har beregnet deres kommende kapitalgrundlag og det er med forventninger om, at de faktisk får refinansieret deres lån, får styrket deres basisindtjening og dermed resultatet. Det kræver en stærk risikostyring og ikke mindst en forventning om, at de kan skabe en vækst i en svær tid for den finansielle sektor.

Figur 15



Kilde: Egen tilvirkning

I figuren ser vi DJS' forventede kapitalprocent være ca. 5% over det samlede mindstekrav i 2018, men faldende til 2% i 2022. Ikke lige hvad DJS havde forventet – de regner med en overdækning på 5%.

Hvis de lykkes med deres kapitalplan, og vælger at benytte sig af ekstra polstring via ny lån, der modsvarer stigningen i NEP-Kravet, så vil de kunne fastholde deres ønske om en solvens overdækning på 5%. Det er dog ikke gratis og der vil forekomme øgede renteudgifter forbundet med hjemtagelsen af kapitalen.

Kommer der ikke yderligere indfasning af den Kontracykliske ekstrabuffer, så kan de også overveje at nedsætte deres overdækning. De har mulighed for at øge udlånet og dermed hæve nettorenteindtægten med ca. 30 mio. kr. pr. 1 mia. kr. i udlån (ved en gennemsnitlig belåning i forhold til deres procentvise opdeling i erhvervskunder og privatkunder og deres risiko). 1 mia. kr. i udlån vil belaste kapitalprocenten med 1,5% i 2022.

I vores budget, har vi indlagt en udbyttebetaling på 3 kr. pr. aktie fra 2019 og frem. Denne udbetaling er dog alene med grundet ønsket om at imødekomme de kommende investorer, der derved får kapitaliseret noget af deres afkast undervejs i ejerskabet af aktien. Vi må forvente, at der vil komme industrielle investorer ind, der vil have udbytte fremfor markedsværdi stigningen alene. Vælger vi at bevare hele resultatet i DJS, så vil de ca. 30 mio. kr. være med til at hæve den egentlige kernekapital med 0,3%, hvilket næsten rækker til den kontracykliske kapitalbuffer.

Er de i sikker havn allerede nu?

CRD-IV er et hårdt krav for DJS. De fremtidige resultater skal være mulige at nå og deres kapitalplan skal lykkes. Kommer det til en nul udvikling i forhold til 2017 resultatet, så har vi regnet på om de alene med 2017 resultatet kan nå i mål alligevel. I beregningen har vi fuld indfasning af CRD-IV inklusiv indfasning af IRFS 9 på 2019 niveau.

Vi har lavet denne opgørelse:

Kapital opgørelse i %		Ultimo 2017
Egentlig kernekapitalprocent		12,3%
Hybrid Kernekapital		3,8%
Kernekapitalprocent		16,1%
Supplerende kapital		2,3%
Kapitalprocent		18,4%
Krav til kapitalforhold		Ultimo 2017
Samlet mindstekrav til kapitalprocent		22,4%
NEP-Krav omregnet til %	Ekstra buffer	5,3%
Kontracyklisk kapitalbuffer	Ekstra buffer	0,5%
Kapitalbevaringsbuffer	Ekstra buffer	2,5%
DJS' Individuelle solvensbehov		14,1%
Individuel solvensbehov ekskl. kapitalbevaringsbuffer	Ekstra buffer	6,1%
Supplerende kapital	Basiskrav	2,0%
Hybrid Kernekapital	Basiskrav	1,5%
Egentlig kernekapital	Basiskrav	4,5%

Kilde: Egen tilvirkning

Som det ses i tabellen, vil de være insolvente pga. den Statslige hybrid kapital, der belaster det individuelle solvensbehov med 3,7%. Så de er ikke i mål i forhold til mindstekravene til kapitalforholdene i 2019, hvor de mangler 4,0%. Det er også en af grundene til deres aktivitet omkring børsnoteringen allerede i Q4 2018.

Branchens nøgletal på kapitalgrundlaget og det individuelle solvensbehov

Finanstilsynet har opgjort nøgletallene for alle tre gruppeopdelinger blandt de danske pengeinstitutter. DJS er i gruppe 2 sammen med:

- Aktieselskabet Arbejdernes Landsbank
- Alm. Brand Bank A/S
- Danske Andelskassers Bank A/S
- FIH erhvervsbank A/S
- Jutlander Bank A/S
- Lån & Spar Bank A/S
- Nordjyske Bank A/S
- Ringkjøbing Landbobank aktieselskab
- Saxo Bank A/S
- Sparekassen Kronjylland
- Sparekassen Sjælland-Fyn A/S (SPKS)
- Sparekassen Vendsyssel
- Vestjysk Bank A/S

Vi har valgt at vise SPKS kapitalgrundlag for årene 2012 - 2017 og fremtidige forventninger hertil for årene 2018 – 2022. Vi har brugt de aktuelle tal i SPKS' årsregnskaber for 2012 – 2017. Hertil deres kapitalforholdsrapporter fra 2012 – 2017 og sluttelig deres kapitalplan i strategiplanen frem mod 2021.

SPKS har dog en noget højere balance, men pga. deres seneste børsnotering i 2015, vil det være relevant at sammenligne med DJS.

SPKS har igennem årene samlet sig til ét konsoliderende pengeinstitut efter succesfuld opkøb af Max bank, Sparekassen Fyn og Sparekassen Faaborg. Derfor kunne de også i 2015 gå samlet på børsen og blive et aktieselskab. De har fået styr på deres kapitalgrundlag, hvilket har givet dem en fornuftig overdækning af det individuelle solvensbehov (kilde; årsregnskaberne 2012 – 2017).

Kapital opgørelse i %		31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
Egentlig kernekapitalprocent		15,4%	8,1%	8,3%	10,0%	9,9%	10,7%
Hybrid Kernekapital		2,0%	4,6%	3,2%	3,0%	3,0%	3,3%
Kernekapitalprocent		17,4%	12,7%	11,6%	13,0%	12,9%	14,0%
Supplerende kapital		2,1%	2,4%	3,1%	2,6%	2,6%	2,3%
Kapitalprocent		19,5%	15,1%	14,7%	15,5%	15,6%	16,3%
Kapitalprocent krav		31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
Samlet mindstekrav til kapitalforhold		12,6%	11,3%	10,9%	10,0%	9,9%	10,3%
Kontracyklisk kapitalbuffer	Ekstra buffer	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kapitalbevaringsbuffer	Ekstra buffer	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,6%	1,3%
DJS' Individuelle solvensbehov		12,6%	11,3%	10,9%	10,0%	9,3%	9,1%
Individuel solvensbehov ekskl. kapitalbevaringsbuffer	Ekstra buffer	4,6%	3,3%	2,9%	2,0%	1,3%	1,1%
Supplerende kapital	Basiskrav	4,0%	4,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Hybrid Kernekapital	Basiskrav	2,0%	2,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Egentlig kernekapital	Basiskrav	2,0%	2,0%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%

Deres risikoeksponering er stigende, men deres resultat er også stigende, hvilket har givet dem et pengeinstitut i balance. De har dog også nogle dyre statslige hybrid lån og supplerende kapital som de har brug for at komme af med. Renterne er høje og belaster resultatet.

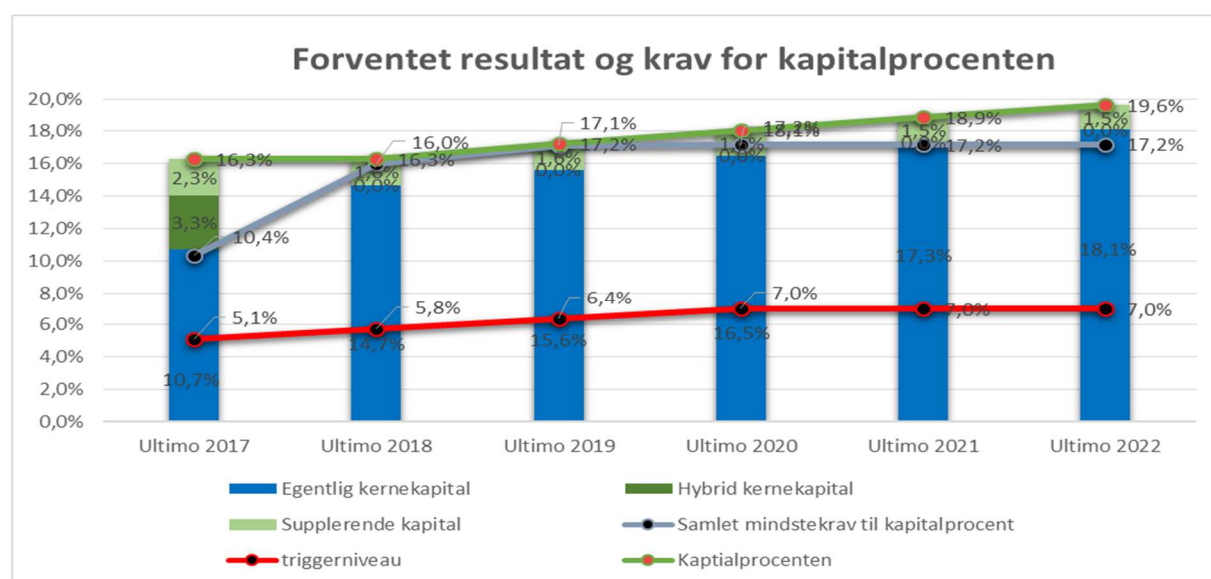
Som følge heraf, har de valgt at gennemføre en aktieemission her i 2018, hvor de forventer at forøge deres egenkapital med op mod 500 mio. kroner. Refinansiere deres hybrid lån og deres supplerende kapital som delvist forventes at blive indfriet ved udgangen af 2018. Til SPKS vil der også blive krav til IRFS 9 indfasningen og NEP-Kravets indfasning.

Disse øgede kapitalkrav, har for SPKS betydet, at de har lanceret en strategiplan, der udover aktieemissionen også skal give dem en forbedring af resultatet og dermed sikre dem en stærk kapitalprocent. De mener selv, at de skal have en Egentlig kernekapitalprocent på 13% og en kapitalprocent på 17%.

Som for DJS, har vi regnet på deres budget for de kommende år, hvor vi fortsat har en forventning om en relativ lav vækst i udlån og en flad udvikling i markedsrisiko og operationel risiko, hvilket giver en svag stigende risikoeksponering.

En relativ fornuftig vækst i Nettorente- og gebyrindtægter samt reduktion i personaleomkostningerne og administrationsomkostningerne fra 2019 på 100 mio. kr. En forventning om lavere nedskrivninger og samtidig indfasning af IRFS 9 (egne antagelser på det der svarer til ca. 140 mio. kr. i 2023) med indfasning fra 2018. Beregningerne er vist i Resultatopgørelse og budget for SPKS samt i bilag 7 Fremtidige kapitalkrav for SPKS).

Figur 16



Kilde: Egen tilvirkning

SPKS er i forhold til budgettet marginalt stærkere end DJS. De vil have mulighed for at hente mere forretning hjem. De vil have mulighed for en konsolidering med endnu et pengeinstitut, hvis det bliver aktuel. Man kan sige, at de er meget bedre polstret til vækst i forretningen.

Delkonklusion på kapitalgrundlaget

Selvom 2017 blev et vendepunkt for DJS, hvad angår deres resultat og styrkelsen af egenkapitalen, har indførslen af IRFS 9, NEP-kravet og senest den kontracykliske kapitalbuffer betydning for DJS' kapitalplan og ønsket om at hente ny kapital via en børsnotering.

Men set i lyset af den mulige negative udvikling hos mælkeproducenterne, kan de risikere, at det estimerede resultat for 2018 og frem, vil blive påvirket af ekstraordinære nedskrivninger på landbrugskundernes lån. Finanstilsynet vil overvåge denne udvikling og kan stille krav om ekstra nedskrivninger og/eller et større individuelt solvensbehov.

De er dog overordnet inde i en god periode, hvor beskæftigelsen i Danmark er på det højeste niveau hvor tilliden er tilbage og man kun forventer små justeringer i renten i opadgående retning. Det vil være med til at sikre betalingsevnen hos privatkunderne og på mindre risikofyldte erhverv.

Ser vi på deres indtjening på kundernes indlån, kan det betyde, at de igen kan tjene lidt på indlånene, hvor de i dag har haft en negativ forrentning pga. at Nationalbankens indskudsbevisrentesats.

Det kan dog også betyde en udfordring for udlån til landbruget og til ejendomme, hvis renten stiger for meget og priserne på landbrugsprodukter og på ejendommene ikke følger med.

For investoren har det betydning, at DJS har en god solvens til at imødegå eventuelle udfordringer. Udfordringer som de har haft i rigtig mange år og som endnu ikke er løst. Desværre har de ikke løst afdækningen af deres kapitalbehov alene med børsnoteringen, hvorfor vi må vurdere, at de skal hjemtage lån svarende til NEP-kravet eller helt se bort fra udbytte i de første mange år som aktieselskab.

11. Værdiansættelse af DJS

DJS har et stort ønske om en børsnotering af deres selskab inden udgangen af 2018. Som vi tidligere har skrevet, har de et behov for at slippe taget i deres garantere og samtidig tiltrække ny kapital til sikring af de kommende års stigende kapitalkrav. Markedet for nye aktører på børsen er stærkt stigende, men det er begrænset hvor mange pengeinstitutter, der forsøger sig som DJS.

Udgangspunktet for en investors interesse i børsnoteringen, er helt klart værdiansættelsen. Vil DJS være i stand til at generere et afkast, der matcher investorens krav hertil? Og tror markedet på DJS' ledelse og strategi- og kapitalplan? Har de en god balance i dag imellem deres risici og afdækning heraf?

Vi har arbejdet os igennem flere mulige værdiansættelsesmodeller, men de fleste er primært anvendt til værdiansættelse af en produktionsvirksomhed. Samtidige er der absolutte modeller og relative modeller.

I bogen "Værdiansættelse af virksomheder og aktier" af Per Vestergaard Andersen, har vi fået et godt indblik i de forskellige modeller og konklusionen fra bogens forfatter om modellen for værdiansættelsen af et pengeinstitut. I kapitel 14 konkluderer forfatteren, at der kun er en absolut model og det er Dividende-modellen ECF (Equity Cash Flow). Årsagen til denne enkle model er, at et pengeinstitut primært investerer i personale og rådgivningsløsninger. Deres produkt er normalt finansielle aktiviteter, baseret på udlån af de indestående de har via indlån fra kunderne og tildels fra kreditinstitutter og centralbanker. Det betyder, at de ikke har et produktionsanlæg eller en større varelagerbeholdning som de medtager under balancen og som normalt bruges til beregning af værdien i en virksomhed.

Deres primære basisindtjening kommer fra de renter de får for deres udlån og de renter de skal betale til deres indlånskunder. Hertil kommer provisions- og gebyrindtægterne, der over årene er steget meget i pengeinstitut branchen. Ud over disse indtægter har de også mindre indtjening på kursreguleringer af deres beholdninger af aktier, obligationer, valuta m.v., samt fra aktieafkast og Resultat af kapitalandele i Associerede og tilknyttede virksomheder.

Ser vi i deres balance, er deres største aktiver udlån og andre tilgodehavender – typisk på ca. 80 – 90%. Alt sammen finansieret af passivside med indlån og gæld til kreditinstitutter og centralbanker, samt egenkapitalen.

Det betyder også, at vi ikke kan skille bankens aktiviteter i drifts- og finansielle aktiviteter pga. at de pr. definition er finansielle aktiviteter. Derfor er det svært at bruge modeller, der bruger det frie cash flow til at værdiansætte i DCF- og EVA-modeller, der normalt er de anvendte modeller i markedet.

Vi vil som følge af de teoretiske og praktiske Corporate Finance-kredse, der anvender ECF værdiansættelsesmodellen gennemgå modellen og bruge denne til værdiansættelsen.

En anden ting som gør det svært at værdiansætte et pengeinstitut på deres resultat, er kravet til en basiskapital, der skal dække et lovbestemt og individuelt kapitalkrav. Det betyder, at man skal ind i deres solvenskrav og arbejde med udviklingen af kravene i forhold til deres risikovægtede poster, hvor specielt kreditrisikoen vægter meget. Her har vi tidligere omtalt DJS' kapitalforhold, og vil bruge disse i beregningen af den maksimale udbyttekapacitet (teoretisk dividende). Her er det vigtigt at fastslå, at det ikke er den ledelsesmæssige holdning til eventuel udbytte, men det maksimale de kan udbetale, forudsat at pengeinstituttet realiserer de budgetterede vækstrater og indtjener m.v. der ligger bag den besluttede strategi.

Vi vil i værdiansættelsen arbejde med et 10-års budget. Netop fordi der er i disse år indføres nye krav til solvensen, der er endelig implementeret i 2023. Det er en lang periode, hvor vi bliver nødt til at forholde os til jævne procentvise udviklinger i de enkelte poster. Dette vil vi komme meget mere ind på i gennemgangen af budgettet.

ECF modellen

Vi vil på de næste sider beregne DJS' budget for de 10 år, Beregne hvad de som et minimum skal bruge i det enkelte år til dækning af kapitalkravene og hvor meget af kapitalgrundlaget de skal videreføre til de kommende år, for at kapitalkravet er sikret. Det der står tilbage i de enkelte år, er det cash flow som teoretisk kan udbetales til ejerne – også kaldet den maksimale udbyttekapacitet.

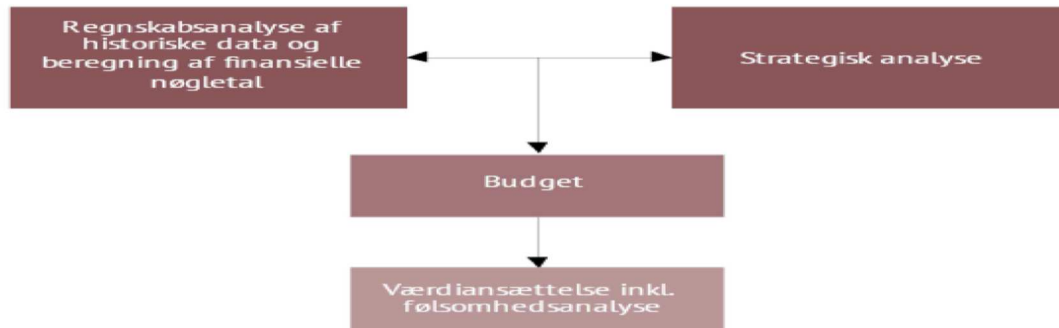
Den beregnede ECF værdi for de enkelte år, anbringer vi på i en visuel betalingsrække og tilbagediskonterer til nutidsværdi med afkastkravet til egenkapitalen. Og for al fremtid beregnes en værdi kaldet terminalperioden.

Den samlede værdi, er DJS' teoretiske markedsværdi i 2018. Denne værdi kan vi herefter omregne til værdi pr. aktie. Hvilket også gør os i stand til at lave en relativ vurdering af deres og markedets K/IV, således vi kan vurdere kvaliteten af ECF modellen.

Beregningen

For overskueligheden, har vi valgt at følge denne skitserede model for beregningen af DJS' teoretiske markedsværdi i 2018.

Figur 17



Kilde: en artikel fra [Børsen_ledelse.borsen.dk/zorac.aub.aau.dk_article_552_vaer.pdf](https://borsen.ledelse.borsen.dk/zorac.aub.aau.dk_article_552_vaer.pdf) side 3

Vi har været igennem deres regnskaber for årene 2012 – 2017, hvor vi har vurderet deres vigtigste nøgletal. Det har givet os et billede af en virksomhed, der har kæmpet hårdt med konjunkturerne og ikke mindst deres meget risikable udlån til landbrug og ejendomme. Som tidligere omtalt, er det brancher, der hurtigt reagerer på markedsudviklingen og ikke mindst på evnen til tilbagebetaling af lån. Ser vi isoleret på 2017 og med et lille afsæt i 2016, så er DJS på vej til at "holde" hvad de lover i deres forventninger til det nye år.

Budgettet for værdifastsættelsen

I relation til deres forventninger til fremtiden, er det primært driften af sparekassen, der har fokus. De vil forsøge at udvikle kundeporteføljen i retningen af flere private kunder. De vil arbejde meget mere med styring af de største risici i forhold til de afregningsmodeller der er for bl.a. landbruget. De vil arbejde med udviklingen af deres medarbejderes kompetencer og de har en kapitalplan.

Budgettet er opdelt i 4 budgetperioder. Disse afspejler deres forventninger til 2018 og vores forventninger til deres udvikling og sluttelig en terminalperiode, der dække over en statisk udvikling i al fremtid. Dermed afdækker vi også i budgettet indfasningen af kapitalkravene og budgettet på den korte, halvlange og lange bane.

Budgetperioder	2018	2019 – 2022	2023 – 2027	Terminalperioden
----------------	------	-------------	-------------	------------------

Indtjening og udgifter

Et pengeinstituts indtjening består primært af nettorenteindtægter, gebyrer og provisioner. Hertil kommer mulige indtjeninger fra kursreguleringer m.v. Samlet skal disse indtjeninger

betale for de største udgifter, der er personaleomkostninger og driftsomkostninger. Herudover har et pengeinstitut nogle nedskrivninger på deres udlån, der ligeledes finansieres af indtægterne, hvorefter vi kommer frem til et resultat før skat – et resultat, der hos DJS over tid både har været negativt og positivt. I vores fremtidige budgetår, har vi primært positive år, hvilket ikke afspejler de historiske resultater, men vi vurderer dog, at de er igennem finanskrisen og dermed vil få meget mere styr på deres indtjening og ikke mindst deres udlånsrisiko. Godt hjulpet på vej af en formodning om stigende renter, hvor de kan tage noget af gevinsten hjem i rentemarginalen.

Renteindtægter, renteudgifter, gebyrer og provisioner

Vi har i vores budget vurderet, at renteindtægterne, renteudgifterne, gebyrer og provisioner skal stige:

	2018	2019 – 2022	2023 – 2027	Terminalperioden
Renteindtægter	0%	1,0%	2,0%	2,5%
Renteudgifter	Marginalt fald	1,0%	1,5%	1,5%
Gebyrer	0%	2%	1,5%	1,5%
Provisioner	0%	2%	1,5%	1,5%

Renteudviklingen

DJS forventer at fastholde deres indtjening på udlån i 2018 og et mindre fald i deres udgifter til indlån pga. refinansieringen. Over de kommende år har vi lavet et forsigtigt, men realistisk udvikling. Det er naturligvis ambitiøst, at DJS skal have vendt den negative udlånsvækst til positiv. Vi tror dog, at deres stærke filialnet kan hjælpe til med dette. Mange andre banker lukker filialer, og der burde derfor opstå nogle muligheder for DJS, især i de byer, hvor de er repræsenteret.

Derudover er konjunkturerne ved at vende, således der burde komme en højere efterspørgsel for lån. Med henvisning til vores PEST analyse, er der også ved at komme gang i boligmarkedet. De købere der har brug for finansiering udover realkreditlånet, vil kunne give DJS højere renteindtægter.

Det kan også tænkes at der på de 10 år, kan komme en indtægt fra indlånene, som der i øjeblikket tabes på. Dette kan gøres ved, at DJS kan placere indlånene til højere renter, end der gives. Dette har historisk været en indtægtskilde for pengeinstitutter.

Der skal endvidere lukres på, at det er et marked hvor prisen betyder ganske lidt. Det er vigtigere for kunderne at have en god bankrådgiver fremfor at have en lav pris. Dette skal DJS udnytte, og dermed tage en lidt højere pris for udlånene. For at ikke at miste kunder, er det

meget vigtigt, at kunden føler de får noget for denne ekstra betaling som eksempelvis tilgængeligt filial, service og rådgivning.

Gebyrer og provisioner

Denne post har stor bevågenhed for pengeinstitutter. Det gode ved denne indtægtskilde er, den modsat udlån ikke er kapitalkrævende. Som vi har nævnt i vores PEST analyse, er udlån under pres. Efterspørgslen til lån, har været generelt mindre siden finanskrisen, og dette har jo også kunnet ses på DJS udlånsvækst, som er beskrevet under tilsynsdiamanten. Som nævnt i PEST analysen, er der også en række nye måder at finansiere sig på, og det er ikke kun banken der i dag har eneret på, at hjælpe folk med at føre deres drømme ud i livet. Der er leasing og deleøkonomi, noget der sætter efterspørgslen for udlån ned.

Vi har tidligere nævnt den negative rente, som værende et problem både for DJS og generelt for branchen. I dag tror mange ældre at de er verdens bedste kunder, da de har en stor opsparing stående i banken, og er måske lidt fornærmet over, at de ikke får noget nævneværdigt i rente. Men problemet for DJS, er jo netop den negative rente; de placerer de penge, de ikke låner ud til andre kunder i Nationalbanken til negativ rente. Dette er i sagens natur en dårlig forretning. Derfor ses der heller ikke længere mange banker der reklamerer med højrentekonti. Der er ikke mulighed for det, da der er overskudslikviditet i branchen, og derfor er foliokontoen i Nationalbanken også brugt op. At mange danskere har opsparinger stående åbner dog op for nye indtjeningsmuligheder for pengeinstituttet. De kan prøve, at få nogle af disse indlån, over i investeringspuljer. Investeringspuljerne giver provision retur til pengeinstituttet, og giver derfor en indtægt for salgsarbejdet. Det vil være at få noget der giver underskud til at give indtjening, og vil derfor give pengeinstituttet en langt bedre forretning. Dette kræver dog en del medarbejdertimer i rådgivningen, netop for at leve op til lovkravene, som også blev beskrevet i PEST-analysen. Derudover skal kunderne se, at det er en god idé, at investere en del af sin opsparing. Mange eksperter har i mange år, sagt at pga. af den lave rente, risikerer man at ens opsparing bliver spist af inflationen. Men mange opsparer husker også finanskrisen, og derfor vil mange nok også tøve med at tage risiko. Til gengæld bliver flere og penge at gå efter at få investeret.

Der er godt gang i boligmarkedet, hvilket udgør en kæmpe mulighed for DJS. Det handler simpelt hen om at få del i disse handler. Der vil være mulighed for at få gebyrer for hver realkredithandel. Der kan endvidere ved renteændringer, komme en konverteringsbølge. Stiger renten eksempelvis, kan nogle vælge at lægge lånet om, enten får at gå fra fleksibel til noget

fast eller for at få en lavere gæld. Ved hver omlægning kan DJS få nogle gebyrindtægter. I 2005 og 2015 så vi nogle store konverteringsbølger.

Øvrige indtægtsindtægter

DJS har flere indtægtskilder som vi også skal vurdere i budgettet.

	2018	2019 – 2022	2023 – 2027	Terminalperioden
Kursreguleringer	20.000.000 kr.	2,0%	2,0%	Gennemsnit for 2023 - 2027
Udbytter af aktier m.v.	0%	2,0%	3,0%	2,5%
Andre driftsindtægter	0%	2,0%	2,0%	2,5%
Resultat af kapitalandele i Associerede og tilknyttede virksomheder	0%	2,0%	2,0%	

Kursregulering

Kursreguleringer har været en svingende indtægt for DJS. Denne er afhængige af DJS investeringspolitik, og udvikling i samfundsøkonomien generelt. Det er derfor meget vanskeligt at komme med en forventning om indtægt på denne post. I de forløbne år har det været meget høj, og ligeledes tæt på nul – senest pga. deres nedskrivning i værdien af BEC datacentral. Vi har derfor valgt at gå med niveauet fra 2016, og lade det stige med 2 % om året.

Udbytter af aktier

I vores 2018 budget fastholder vi udbytte af aktier til 2017 niveau. Der har godt nok historisk været en højere indtægt, men DJS kommer ikke til at købe flere aktier i deres beholdning og derfor kan vi ikke forvente at disse skal stige. Det er en meget konjunkturfølsom indtægt, så vi mener ikke vi kan være alt for optimistiske her, men blot fastholde status Q. Senere vurderer vi dog, at de vil få en mindre stigning på 2% fra 2019 – 2022 og lidt mere i 2023 – 2027.

Andre driftsindtægter

Andre driftsindtægter kan være meget høje nogle år, og stort set ingenting andre år. Årsagen til dette, er at der i denne er indtægter af avance ved salg af ejendomme. Sælges der eksempelvis en stor domicilbygning, vil denne være meget høj et år. Indtægten har lagt nogenlunde stabilt siden 2014, og vi går derfor med tallet fra 2017, og med en generel stigning på 2 % om året.

Resultat af kapitalandele i Associerede og tilknyttede virksomheder

Denne post har både givet nogle store overskud og nogle store minusser. Posten indeholder resultater fra virksomheder hvor DJS har bestemmende indflydelse. Det kan derfor være meget konjunkturfølsomt hvad denne post giver. Vi har derfor valgt at tage 2017 niveauet og lade det stige med 2,0% fra 2019 og frem.

Udgifter

Udgifter til personale og administration

	2018	2019 – 2022	2023 – 2027	Terminalperioden
Løn- og personaleudgifter	0%	1,5%	1,0%	1,0%
Andre drifts- og administrationsomk.	0%	1,5%	1,0%	1,0%

Den store driftsomkostning for et pengeinstitut er personalet. Det er her mange vælger at lukke filialer for at for denne omkostning ned. DJS lukker ikke filialer, men mener den personlige rådgivning og den lokale tilstedeværelse som et vigtigt element i det at drive bank. Kigger vi på DJS historisk har de haft en faldende omkostning, og det vil derfor være fristende at fortsætte den trend i budgettet. Vi mener dog ikke dette er realistisk. En af årsagerne til den faldende omkostning er salget af filialer.

I forhold til SPKS har de stadig en lavere personaleomkostning pr. kunde, og derfor er det nok ikke realistisk, at denne vil falde, når der heller ikke er planer om lukning af filialer. Omvendt skal medarbejdere have en årlig lønstigning i takt med denne generelle vækst, og vi har derfor ladet denne omkostning stige med 1,5 % om året frem til 2022. Derefter forventer vi, at de bliver nødt til at reducere antallet af medarbejdere pga. nye muligheder for elektronisk rådgivning.

Den anden store omkostning, er drift- og administrationsomkostningerne. De er ligeledes på et niveau, hvor de marginalt vil stige over de kommende år. Dog igen med en reduktion fra 2023 og frem, da de måske kan reducere antal arbejdsstationer m.v.

Ser vi isoleret på disse to poster, er de centrale i forhold til at skabe et bedre resultat.

Øvrige udgifter

	2018	2019 – 2022	2023 – 2027	Terminalperioden
Andre driftsudgifter	0%	5,0%	5,0%	1,5%
Børsnotering	30 mio. kr.	0 kr.	0 kr.	0 kr.

Disse andre driftsudgifter er faldet meget over de sidste år. Vi har valgt at hæve dem med 5,0% frem til 2027, da der kan komme nye udgifter til driften. Senere flader de ud på 1,5%.

Omkostning til børsnoteringen

Der er store engangsomkostningerne i forbindelse med at gå på børsen. Derfor har vi en post på dette i introduktionsåret, men det er en engangsomkostning. DJS forventer selv, at børsnoteringen koster 30 mio. kr. i 2018.

Nedskrivninger

	2018	2019 – 2022	2023 – 2027	Terminalperioden
Nedskrivninger på udlån og tilgodehavender m.v.	0%	-8,0%	-5,0%	Gennemsnit 2023 - 2027)

Som forklaret i afsnittet om nedskrivninger er DJS inde i en rigtig god trend mht. nedskrivninger, og tilbagevundne nedskrivninger. Vi forventer derfor at dette vil være nedadgående. Derudover ser fremtiden også lysere ud for landbruget, som har stor betydning for DJS nedskrivninger. Desuden ønsker DJS at være mindre eksponeret med landbruget og ejendomme, netop for at mindske disse nedskrivninger, når de brancher er hårdt ramt. Det mener vi derfor vil bidrage positivt til mindre nedskrivninger.

Regulering af udskudt skat

	2018	2019 – 2022	2023 – 2027	Terminalperioden
Regulering af udskudt skat	12 mio. kr.	12 mio. kr.	0 kr.	0 kr.

DJS har et skattetilgodehavende på ca. 60 mio. kr. og dette aktiv fordeler vi over de næste 5 år. Derefter forventer vi at den er på 0 kr.

Resultatbudget for 2018 – 2027

Med ovenstående forventninger til resultatet, har vi lavet en beregning af det kommende budget (bilag 8 ECF). Vores fokus ligger i ”Årets resultat efter skat” og hvad der efterfølgende kan fordeles til sikring af kapitalgrundlaget og hvad der teoretisk kan udbetales.

Resultatbudget til fordeling 2018 – 2022:

<i>Vist i t. kr.</i>	Ultimo 2017	Budget 2018	2019	2020	2021	2022
Årets resultat efter skat	131.382	97.624	131.000	140.437	149.382	157.880
Henlagt til lovpligtige reserver	16.817	0	0	0	0	0
Foreslået rente på hybrid kernekapital	9.349	2.337	2.500	2.500	2.500	2.500
Årets resultat til fordeling	105.216	95.286	128.500	137.937	146.882	155.380

Resultatbudget til fordeling 2023 – 2027 og terminalperioden T2028:

<i>Vist i t. kr.</i>	2023	2024	2025	2026	2027	T2028
Årets resultat efter skat	159.100	172.450	185.657	199.316	212.855	216.362
Henlagt til lovpligtige reserver	0	0	0	0	0	0
Foreslået rente på hybrid kernekapital	2.500	2.500	2.500	2.500	2.500	2.500
Årets resultat til fordeling	156.600	169.952	183.157	196.816	210.355	213.862

Egen tilvirkning – se bilag 8 ECF

Som det kan aflæses forventer vi et stigende overskud, der i ECF modellen medtages, når vi skal beregne den maksimale udbyttekapacitet. Dermed har vi samlet resultatbudgettet til ECF modellen og skal nu se på deres aktuelle og kommende kapitalkrav.

Kapitalforhold brugt i ECF modellen

Vi har som for resultatbudgettet også anvendt forventninger til kapitalgrundlaget, risikoeksponeringerne og kapitalkravet. Disse er alle vist i Bilag 8 ECF.

For årene 2018 – 2022

Vist i t. kr.	Ultimo 2017	Budget 2018	2019	2020	2021	2022
Risikovægtede poster	11.229.422	11.216.250	11.203.209	11.190.299	11.177.518	11.164.865
Kapitalgrundlag efter fradrag	2.065.460	1.928.452	1.921.880	1.889.276	1.840.788	1.773.908
Kapitalgrundlag i % af de risikovægtede poster	18,4%	17,2%	17,2%	16,9%	16,5%	15,8%
Kapitalkrav for DJS	1.723.716	1.354.362	1.579.928	1.701.812	1.846.118	1.990.441
Kapitalkrav i % af de risikovægtede poster	15,4%	12,1%	14,1%	15,2%	16,5%	17,8%

For årene 2023 – T2028

Vist i t. kr.	2023	2024	2025	2026	2027	T2028
Risikovægtede poster	11.201.900	11.239.307	11.277.088	11.315.241	11.353.768	11.442.535
Kapitalgrundlag efter fradrag	1.715.388	1.715.388	1.715.388	1.715.388	1.715.388	1.715.388
Kapitalgrundlag i % af de risikovægtede poster	15,3%	15,3%	15,2%	15,2%	15,1%	15,0%
Kapitalkrav for DJS	1.993.938	2.000.597	2.007.322	2.014.113	2.020.971	2.036.771
Kapitalkrav i % af de risikovægtede poster	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%

Egen tilvirkning – se bilag 8 ECF

Som det kan ses i den budgetterede opgørelse, så har vi en periode frem til 2022 to nye krav der skal indføres – IFRS 9 fradraget og NEP-kravet.

Fra 2023 er disse to krav fuldt indfaset og vi kan se, at det samlede mindstekrav til kapitalprocenten er steget fra 12,1% i 2018 til 17,8% i T2028.

Samtidig har vi i ECF modellen ikke brugt ”resultatet til fordeling” til en stigning i egenkapitalen, hvorfor vi også kan aflæse, at kapitalprocenten er faldende fra 17,2% i 2018 til 15,0% i T2028.

I kapitalkravene, har vi medtaget kapitalplanen fra DJS regnskabet 2017, hvor de forventer at refinansierer deres efterstillet kapital. Hertil har vi en lille forventning til, at deres risikovægtede poster har nogle marginale ændringer. Baseret på, at kreditrisikoen ikke falder mere, men fra 2023 stiger med 0,5% p.a. og i T2028 stiger med 1,0%. Markedsrisikoen stiger i samme periode med 0,5% p.a. Og endelig falder den operationelle risiko med 1,0% p.a.

Tager vi overstående resultatbudgetter og de budgetterede kapitalforhold for de enkelte år, har vi mulighed for at beregne den maksimale udbyttekapacitet, der bruges til beregning af markedsværdien.

Opgørelse af maksimalt udbyttekapacitet

Som nævnt i forrige afsnit, har vi her lavet en teoretisk opgørelse af kapitalforholdene og muligheden for at lave udbytte til aktionærerne – kaldet ”maksimal udbyttekapacitet”.

<i>ECF – Muligt udbyttekapacitet vist i t. kr.</i>	2017	Budget 2018	2019	2020	2021	2022
Kapitalgrundlag i % af de risikovægtede poster	18,4%	17,2%	17,2%	16,9%	16,5%	15,8%
Kapitalgrundlag efter fradrag	2.065.460	1.928.452	1.921.880	1.889.276	1.840.788	1.773.908
Risikovægtede poster	11.229.422	11.216.250	11.203.209	11.190.299	11.177.518	11.164.865
Individuel solvensprocent (kapitalkrav i %)	15,4%	12,1%	14,1%	15,2%	16,5%	17,8%
Kapitalkrav	1.723.716	1.354.362	1.579.928	1.701.812	1.846.118	1.990.441
Overført fra forrige år til solvensafdækning primo	0	341.744	1.000.000	1.390.000	1.620.000	1.665.000
Muligt maksimalt udbyttekapacitet før solvens opfyldelse og før årets resultat til fordeling	341.744	915.834	1.341.952	1.577.464	1.614.670	1.448.467
Årets resultat til fordeling	0	95.286	128.500	137.937	146.882	155.380
Overført til solvensafdækning fremadrettet ultimo	-341.744	-1.000.000	-1.390.000	-1.620.000	-1.665.000	-1.503.000
Maksimal udbyttekapacitet (teoretisk dividende)	-0	11.120	80.452	95.452	96.552	100.848

<i>ECF – Muligt udbyttekapacitet vist i t. kr.</i>	2023	2024	2025	2026	2027	T2028
Kapitalgrundlag i % af de risikovægtede poster	15,3%	15,3%	15,2%	15,2%	15,1%	15,0%
Kapitalgrundlag efter fradrag	1.715.388	1.715.388	1.715.388	1.715.388	1.715.388	1.715.388
Risikovægtede poster	11.201.900	11.239.307	11.277.088	11.315.241	11.353.768	11.442.535
Individuel solvensprocent (kapitalkrav i %)	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%
Kapitalkrav	1.993.938	2.000.597	2.007.322	2.014.113	2.020.971	2.036.771
Overført fra forrige år til solvensafdækning primo	1.503.000	1.280.000	1.060.000	845.000	635.000	430.000
Muligt maksimalt udbyttekapacitet før solvens opfyldelse og før årets resultat til fordeling	1.224.450	994.791	768.066	546.275	329.417	108.617
Årets resultat til fordeling	156.600	169.952	183.157	196.816	210.355	213.862
Overført til solvensafdækning fremadrettet ultimo	-1.280.000	-1.060.000	-845.000	-635.000	-430.000	-210.000
Maksimal udbyttekapacitet (teoretisk dividende)	101.050	104.743	106.223	108.091	109.772	112.479

Egen tilvirkning – se bilag 8 ECF

I beregningen er det vigtigt at slå fast, at der ikke laves en maksimal udbyttekapacitet før kapitalforholdene er opfyldt. I dette tilfælde uden overdækning af nogen art.

Vi har vist kapitalkravet og basiskapitalen efter fradrag. Herved har vi mulighed for at beregne om der mangler kapital.

Overført fra forrige år til solvensafdækning fremadrettet primo

Denne post er en del af overskuddet fra forrige år, der kan overføres til det næste budgetår. Dermed er det med til at danne et resultat for den maksimale udbyttekapacitet. Posten er teoretisk og kan variere fra år til år.

Mulig maksimal udbyttekapacitet før solvensopfyldelse

Denne beregning viser hvad der umiddelbart kan bruges ultimo budgetåret før overførsel til næste primo budgetår. Det kommende år skal kunne afdække kapitalkravet, så derfor vil denne her udregning ikke være brugbar for den maksimale udbyttekapacitet.

Årets resultat til fordeling

Kommer fra resultatbudgettet og vil normalt gå til egenkapitalen. Her medtages den for at beregne den maksimale udbyttekapacitet.

Overført til solvensafdækning fremadrettet – ultimo

Denne post er den del af overdækningen i indeværende år, der skal bruges til de kommende års afdækning af kapitalkravet. Det er identisk med posten ”Overført fra forrige år til solvensafdækning fremadrettet primo”.

Maksimal udbyttekapacitet (teoretisk dividende)

Dette er den teoretiske andel af DJS’ resultat, der 100% bruges til beregning af værdiansættelsen. Den er alene baseret på at DJS’ kapitalkrav opfyldes uden yderligere overdækning. Modellen har ikke taget højde for udsving i budgetopgørelsen, så det skal en følsomhedsanalyse vise senere i kapitlet.

Afkastkrav til egenkapitalen CAPM modellen

Når vi skal beregne den teoretiske markedsværdi af DJS ud fra ECF modellen, så skal vi først tage stilling til et afkastkrav til egenkapitalen, der skal bruges i den endelige beregning.

Afkastkrav til egenkapitalen - CAPM

Investorerne har typisk et krav til forrentningen af investeringen – kaldet afkastkrav. Kan en investering ikke leve op til afkastkravene, vil det ofte betyde, at nogle investorer vælger en anden investering. Den mest anerkendte model for afkastkravet er CAPM modellen. Den baserer sig på en formel, hvor vi skal inddrage den risikofrie rente, en betaværdi og en risikopræmie.

$$r_a = r_{rf} + \beta_a (r_m - r_{rf})$$

***r_{rf}* = Risikofrie rente**

Den risikofrie rente, er et alternativt en investor altid vil låne sig op af. Det er nemlig hvad investoren kan få i rente uden risiko. Det ville jo være urationelt at tage en stor risiko for blot

at få marginalt mere i rente end det der fås risikofrit. Det er så et stort spørgsmål, hvilket rentesats der skal tages efter. Skal det være en meget kort rente, eller skal det være lidt længere periode. Mange vælger at bruge den 10-årig statsobligation som udgangspunkt. Denne svinger lidt fra måned til måned, men ligger omkring 0,7 % på nuværende tidspunkt. Derfor har vi valgt at bruge dette som den risikofrie rente.

Ba = Beta for aktivet

Beta er et udtryk for risikoen for aktivet. En Beta på 1 betyder, at risikoen for DJS er nøjagtig det samme som de investeringer der sammenlignes med. En beta på under 1 betyder, at risikoen er mindre end det indeks der sammenlignes med, og omvendt en beta på over 1, betyder at risikoen er større. Jo længere væk fra 1 jo mindre eller større er risikoen. I dette tilfælde for DJS vil sammenlignings indekset være andre grupper i Peer 2. Her er der dog en del sparekasser, som jo af gode årsager ikke har en beta. Derfor vil det blive en vurdering hvad beta skal være.

En Beta er ikke en præcis indikator for risikoen i aktien i forhold til markedet. Nogle aktier omsættes oftere, har et mere sikkert element i sig og er lettere at vurdere. Andre aktier omsættes mindre, er måske ukendte for de fleste og vurderes derfor med forsigtighed. Dette gør, at mange også indregner en standardafvigelse ind, hvilket kan betyde en forøgelse eller fald i Betaværdien. Pga. af DJS historik og udfordringer med solvens, er slet ikke nogen tvivl om, at beta skal ligge noget over 1. Vi har derfor valgt at sætte Beta til 1,25.

Markedets risikopræmie

Markedets risikopræmie, er hvad investor generelt vil have af krav til en risikofyldt investering. I dette tilfælde kan man sige, hvad der forventes at få for en aktie. Her tages der ikke hensyn til, at det er en bankaktie eller dét lige netop er DJS. Dette tages der forhold for igennem beta. Vi har kigget på hvad Finansrådet (Forsikring & Pension) har af samfundsforudsætninger. Indtil 2020 regner de med afkast for aktier på 5,5 % og fra 2020 7 %. En investering i DJS forventer vi vil være en langsigtet investering, så derfor bruges der 7 % i vores beregning af CAPM.

Udregning for CAPM er derfor følgende:

Risikofri rente	0,70%	0,0070
Markedsafkast	7,0%	0,0700
Beta	1,25	1,2500
Afkastkrav (CAPM)		<u>8,575%</u>

Afkastkravet af egenkapitalen for investeringen er derfor $r_a = r_{rf} + B_a (r_m - r_{rf}) = 8,575 \%$.

Beregning af markedsværdien

Med beregningen af den maksimale udbetalingskapacitet og afkastkravet CAPM er vi klar til at beregne den teoretiske markedsværdi af DJS.

Måden at beregne det på, er at lægge summen af nutidsværdien af ECF for de enkelte budgetår i budgetperioden sammen og hertil lægge summen af terminalperiodens værdi. Det giver markedsværdien af egenkapitalen baseret på ECF modellen.

Samtidig har vi omregnet markedsværdien til estimeret værdi pr. aktie ved børsintroduktionen, der er forventes at blive på 10.263.170 stk. Vi kommer tilbage til antallet nedenfor.

Vi er kommet frem til markedsværdien ved at beregne diskonteringsfaktoren for hvert enkelt budgetår. Udgangspunktet for beregningen er primo 2018 (baseret på 2017 resultatet $T=0$). Dermed bruger vi 2018' resultat som første hele beregnings år for cash flowet.

Måden at omregne ECF til nutidsværdi på, er at udregne en diskonteringsfaktor for hvert år og gange ECF med DF for året.

Diskonteringsfaktoren (DF) for 2018 på er: $DF_1 = 1/(1+CAPM) = 1/(1+8,575) = 0,9210$ og for de efterfølgende år:

$DF_2 = DF_1/(1+0,8575) = 0,8483$ og for $DF_3 = DF_2/(1+0,8575) = 0,7813$ osv. for de resterende år.

Alle disse budgetårs nutidsværdi af ECF samles op i Sum af nutidsværdier for ECF. Hertil skal tillægges terminalværdien.

Terminalværdien udregnes lidt anderledes idet, der skal tillægges en forventet ensartet vækst i årene fremover. I henhold til bogen "Værdiansættelse af virksomheder og aktie" er terminalværdien baseret på en meget forenkling af de fremtidige budgetår alene baseret på T2028. Derfor skal der indregnes en vækstrate for de fremtidige år, der tager udgangspunkt i en reduktion af CAPM med vækstraten.

Vi har vurderet vækstraten til 2,5%.

Det giver os følgende beregning af terminalværdien; $TV = ECF_{T2028}/(CAPM-0,025)*DF_{10}$
 $= 112.479/(0,08575-0,025)*0,4392 = 813.254.000$ kr.

Denne terminalværdi for terminalperioden indskrives i nedenstående opgørelse

Markedsværdien

Teoretisk markedsværdi - vist i t. kr.	T=0	Budget 2018	Budget 2019	Budget 2020	Budget 2021	Budget 2022	Budget 2023	Budget 2024	Budget 2025	Budget 2026	Budget 2027	T2028
Equity Cash Flow (ECF)		11.120	80.452	95.401	96.552	100.848	101.050	104.743	106.223	108.091	109.772	112.479
Diskonteringsfaktor ved et afkastkrav på 8,575%		0,9210	0,8483	0,7813	0,7196	0,6628	0,6104	0,5622	0,5178	0,4769	0,4392	
Nutidsværdi for ECF		10.242	68.246	74.536	69.477	66.837	61.682	58.887	55.002	51.549	48.216	49.405
Sum af Nutidsværdi for ECF	564.674											
Terminalværdi ved vækstrate på 2,5%	813.254											
Estimeret markedsværdi af egenkapital	1.377.928											
Antal aktier ved børsnoteringen	10.261.064											
Estimeret værdi pr. Aktie (DKK)	134											

Egen tilvirkning – se bilag 8 ECF

Som det kan aflæses i tabellen, er vores beregning af den teoretiske markedsværdi af egenkapitalen udregnet til 1.377.928.000 kr. og 134 kr. pr. aktie.

Estimeret antal aktier ved børsintroduktionen

Da SPKS blev børsnoteret baserede med 1 aktie til indeks 100 ved 100 kr. Det betød, at en garant fik 1 aktie for hver 100 kr. garantindskud. 50.000 kr. i indskud gav derefter 500 aktier.

DJS har en garant kapital på 726.317.000 kr., hertil forventer vi, at de omdanner efterstillet kapital (ansvarlig kapital) til garant kapital for 300.000.000 kr. således de i alt har 1.026.317.000 kr. i garant kapital før omdannelsen til aktieselskab.

Dette giver dem antallet af aktier ved en indeks 100 = 1 aktie pr. 100 kr. indskudt garant kapital = $1.026.317.000/100 = 10.263.170$ stk.

Følsomhedsanalyse

Baseret på et teoretisk budget og et afkastkrav for DJS, har vi fundet en markedsværdi. Denne markedsværdi kan svinge, hvis faktorerne ændrer sig. Vi har lavet en følsomhedsanalyse i forhold til CAPM, da der her er mulighed for, at investorerne indregner en højere beta eller et højere markedsafkastkrav. Vi forventer ikke, at den risikofrie rente vil forandre sig meget.

Hvis vi ændrer CAPM med +/- 1%, vil vi have følgende markedsværdier:

CAPM	Markedsværdi baseret på budgetresultatet
7,575%	1.515.729.000 kr.
8,575%	1.377.928.000 kr.
9,575%	1.255.257.000 kr.
10,575%	1.145.856.000 kr.
11,575%	1.048.115.000 kr.

Egen beregning og tilvirkning.

Som det ses, kan et højere afkastkrav betyde, at markedsværdien falder. Det vil betyde, at investorerne vil betale mindre for aktien. Som følge heraf, er det altafgørende for DJS, at markedet tror på dem og vurderer deres CAPM så lav som muligt. Det vil dog kun ske, hvis deres børsprospekt godkendes og giver så retvisende et billede af DJS som muligt.

Man kan her drage AP Pensions investeringschef ord ind – ”*aktien skal handles med meget rabat pga. udlånsrisikoen*”. Det kan betyde en høj betaværdi!

Kurs indre værdi i 2018

DJS har i dag ingen kurs indre værdi (K/IV), hvorfor de er svære at sammenligne med andre pengeinstitutter, men bruger vi vores værdiansættelse og den teoretiske markedsværdi, så har vi et af punkterne på plads. Derefter beregner vi den indre værdi pr. aktie. Dette udregnes som værdien pr. aktie i forhold til egenkapitalen. Ved introduktionen, er det vores vurdering, at egenkapitalen, der blev oplyst i årsregnskabet 2017’ forventninger til 2018, er på 1.672.000.000 kr.

Ved siden af dette, skal vi også oplyse, at aktiekapitalen, der er en del af den nye egenkapital, er på 10 stk. pr. aktie. Det er samme udgangspunkt som for SPKS ved deres børsintroduktion.

Udregningen ser således ud for K/IV:

<u>Beregning af Kurs/indre værdi</u>			
Antal stk.			10.263.170
Stk. størrelse			10
Aktiekapital (AK)			102.631.700
		kroner	
Egenkapital ved børsintro			1.672.000.000
Antal aktier			10.263.170
Indre værdi (bogførte værdi pr. aktie)			162,91
Markedsværdi (MV)	134		1.377.927.846
Kurs/indre værdi	134,26	162,91	0,82
Dvs. at investor betaler følgende beløb pr. bogført egenkapital kroner			0,82

Kilde: Egen beregning og tilvirkning

For de pengeinstitutter, der ligger i DJS’ kategori, har vi bl.a. SPKS, Jutlander Bank, Vestjysk Bank, Danske Andelskassers Bank og Nordjyske Bank. Ser vi på deres K/IV sammenholdt med DJS’ teoretiske K/IV, så ser det med 2017 regnskaberne således ud:

	Børskurs/Indre værdi pr. aktie*	K/IV
SPKS	114,5/128,21	0,89
Jutlander Bank	218/326,8	0,7
Vestjysk Bank	2,7/2,6	1,04
Danske Andelskassers Bank	4,8/9,84	0,49

Nordjyske Bank	120/160,9	0,75
DJS	134/162,91	0,82
Gennemsnit		0,78
<i>*Indre værdi pr. aktie ekskl. hybrid kapital</i>		

Resultatet viser hvad investoren vil betale for egenkapitalen. I forhold til gennemsnittet af de seks pengeinstitutters K/IV på 0,78, er DJS måske priset lidt for højt. Det kan tale for, at hæve Beta værdien, således markedsværdien falder og dermed falder K/IV også.

Delkonklusion på værdiansættelsen

DJS har en stor opgave i at skabe tryghed for deres kommende investorer. Risikoen for at aktien ikke kommer godt fra start, er til stede. Dette alene baseret på, at de faktisk har nogle udfordringer på kapitalkravene frem mod 2023. At deres udlån taber yderligere pga. faldende indtjening hos deres største udlånskunder, der også har den største risiko i porteføljen, er helt klart til stede.

Vores værdiansættelse af DJS giver os et forsigtigt bud på markedsværdien baseret på budgettal og en terminalperiode, der ligger langt ud i fremtiden. Selve modellen, hvor vi beregner den maksimale udbyttekapacitet, er anerkendt i Corporate Finance kredse over hele verden, og veldokumenteret i bogen "Værdiansættelse af virksomheder og aktier" anden udgave fra 2017. Derfor kan vi også basere vores resultat på samme måde som de "professionelle investorer" gør.

Det kan selvfølgelig diskuteres om vi har vurderet DJS' betaværdi højt nok. Der er risiko forbundet med selskabets balance og resultat, så man kan sagtens argumentere for en højere betaværdi.

Set i forhold til markedet og peer-gruppen, hvor vi har sammenlignet med i Kurs indre værdi, så har vi en indikator på, at vi er tæt på en korrekt værdiansættelse.

Sluttelig vil det være investorerne, der skal investere i DJS og de kan være mere forsigtige og kræve større rabatter for investering i egenkapitalen.

12. Perspektivering

I forbindelse med vores værdiansættelse af DJS, har vi udelukkende fokuseret på, at de ikke arbejder på en aktieemission samtidig med børsnoteringen. Dette baseret på de vilkår SPKS blev børsnoteret ud fra. Man kan så sige, at det måske vil være bedre for casen, at vi straks laver en aktieemission på eksempelvis på 5 mio. flere aktier fra start. Det vil give os et andet billede at DJS' maksimale udbyttekapacitet, netop fordi forventningen til børsnoteringen vil give dem

en højere egenkapital pga. salg af egne aktier. Vi kan dog være i tvivl om, hvorvidt de kan tiltrække nogle ankerinvestorer alene baseret på deres faktuelle resultater og forretningsmodel.

SPKS har derimod valgt at udføre en aktieemission 2,5 år efter børsnoteringen, hvilket kan give dem et bedre udgangspunkt, netop fordi deres investorer nu kender selskabet. Det er højst sandsynligt, at SPKS ved at vente på at markedet er klar til opkøb i selskabet, vil få netop den indtjening, der gør, at de ikke skal lånefinansiere deres kapitalgrundlag pga. de stigende kapitalkrav.

DAB gennemførte i 2015 en aktieemission, der blev betegnet som succesfuld. Årsagen var primært, at over 60% af aktierne blev købt af eksisterende aktionærer og nye aktionærer, således ankerinvestorerne alene fik 40% af de udbudte aktier på i alt 66.072.000 stk. Det gav dem et solidt bruttoprovenu, der kunne polstre selskabet bedre.

Risikoen for DJS er at lande i "samme" situation som DAB, under deres børsnotering og den fremtidige markedsværdi. Chancerne for en succesfuld aktieemission, vil højst sandsynlig ske, hvis de kan vente på en markedsreaktion.

Vi har i beregningen af den teoretiske markedsværdi alene baseret beregningen ud fra ECF modellen. Vi kunne have inddraget andre markedsmodeller og diskuteret med os selv, hvilken model, der er den mest repræsentative for markedsværdien af DJS, men mener selv, at vores valg, har givet os en god basis viden om beregningen af et pengeinstitut. Modellen kan helt sikkert blive mere specifik og mere korrekt, hvis vi havde inddraget alle de økonomiske tal for DJS. Udviklingen i balancen i forbindelse med ændring udlåns- og indlånsforretningen. Vi kunne have tolket udviklingen i de økonomiske markedsforhold på, at kundernes store opsparingerne ville falde pga. købelyst og stigende priser. Alene dette kunne give en anden nettorenteindtægt, der ville betyde et nedsat årsresultat, fordi DJS skulle hente kapital til deres udlånsforretning i et dyrere kapitalmarked.

Vi har ikke fokuseret på garanternes tab af garantfordele ved en omlægning af garantindskuddene til aktier. Dette forhold blev også først en realitet hos SPKS ca. 5 måneder efter deres børsnotering. Måske kan DJS drage fordel af en "aktieejerfordel" straks, da risikoen for et fald i børskursen er stor pga. flere garanters ønske om at komme af med deres garantindskud. Risikoen for storudsalg af aktien er til stede og dette skal dæmpes hurtigst muligt. Og ikke mindst, hvis DJS samtidig med børsnoteringen også vil gennemføre en aktieemission.

Som investor til en aktie i den finansielle sektor, kan det være svært at forstå sektoren og dens lovgivning og kapitalkrav. Derfor vil det ofte være nemmere at vælge en aktie som man kender og tør basere sit afkastkrav på. Ud over følsomhedsanalysen, har vi ikke beregnet mere på risikoen for manglende tillid fra markedets side. Dette alene baseret på, at vi ikke regner med, at de laver en aktieemission. Men følsomhedsanalysen kan give et vink om risikoen for, at markedet specifikt kræver et højere afkast. Vi kunne have brugt tid på at analysere på markedskendskabet til DJS og ikke mindst tiltroen til dem. Dermed kunne vi måske have analyseret anderledes på afkastkravet.

Set ud fra en investors perspektivering, vil udlån, nedskrivning og tiltroen til DJS have størst betydning i forhold til interessen. Kan det svare sig at risikere investeringen i DJS i forhold til eksempelvis SPKS, der har styr på forretningen. Vi kunne have analyseret på aktiviteten i handlen med SPKS aktien kontra de øvrige gruppe 2 medlemmer. Dermed kunne vi have fundet frem til om Betaværdien for DJS skulle hæves straks. Vi kunne have brugt tid på at lave en ECF af SPKS ud fra et budget for de samme år, men da de har en markedsværdi allerede, er K/IV fortsat vores sammenligningsgrundlag.

13. Konklusion

Igennem vores HD studie, har vi haft fokus på DJS. Fulgt dem og lavet en god rapport omkring deres finansielle risiko styring i 2017. Denne viste en sparekasse, der var i gang med at vende forretningen og skabe sig et overskud. Men det var også en sparekasse med store udfordringer omkring de aktuelle kapitalkrav.

Derfor har i fulgt deres nyeste plan – at blive børsnoteret i Q4 2018. Netop pga. krav til afvikling af det statslige bankpakke 2 lån og anden supplerende kapital, men ikke mindst pga. nye kapitalkrav – udover Basel III og CRD IV – nemlig NEP Kravet og IRFS 9 belastningen af egenkapitalen.

Med dette som baggrund, har vi analyseret på deres økonomiske forhold, på omverdenen og de interne forhold, således vi kunne kom frem til en konklusion på vores problemformulering – ” Vil en børsnotering uden en aktieemission være den sikre vej til mere kapital? ”.

Vi fandt frem til, at DJS har travlt med at blive modnet en børsnotering. De skal ud og gøre sig attraktive for investorerne. Der er kommet nye folk til både i bestyrelsen og direktionen. Det ser vi som vigtige punkter, for at gøre klar til børsnotering og for at signalere, at de har folk der har de rette færdigheder til dette. Bestyrelsen er nok stadig en smule slidt, så der skal stadig opgraderes på denne front. DJS har ikke den største kendskabsgrad for investorer, så det er

meget vigtigt, at DJS får gjort opmærksom på sig selv, for i bund og grund at sælge sig selv til børsnoteringsen. Kan de præsentere nogle stærke ankerinvestorer, vil dette helt sikkert kunne ses som en blåstempling af DJS, og vil sandsynligvis kunne trække flere investorer med sig. Vi kan konkludere, at de med udvidelsen af direktionen, ændringen i bestyrelsen og ansættelse af en stærk konsulent til modning af sparekassen, har fokus rettet mod børsnoteringsen.

Pengeinstitutter opererer på et område der er meget bestemt af konjunkturerne. Dette er både med henblik på kundernes lyst til lån, og med deres tilbagebetalingsevne. Der er fremgang at spore, hvad angår bolig salg og væksten, hvilket betyder, at pengeinstitutter kan få det lidt nemmere de næste år. For DJS har landbruget stor betydning pga. den store eksponering. Mælkepriser er pt. ikke helt i top, men generelt er trenden i landbruget god, og samtidig med at DJS vil mindske eksponeringen mod landbruget, kan dette være med til mindske nedskrivningerne. Markedet for bankforretning er reguleret af meget lovgivning, og ændrer derfor mulighederne for DJS hele tiden.

Som pengeinstitut er der mange systemer, produkter med videre, de er nødt til at have samarbejdsaftaler om, da det simpelthen ikke er muligt, at have det hele selv. Dette betyder, at DJS er meget afhængig af disse leverandører, og har ikke en bestemmende indflydelse på disse. Det gør, at DJS typisk må rette ind efter, hvad flertallet beslutter. Heldigvis er de andre medlemmer også pengeinstitutter, og vil derfor ofte have de samme interesser som DJS. De fleste pengeinstitutter og bankrådgivere siger, at der er hård konkurrence om kunderne. Det er der garanteret også, men det er ikke prisen der konkurreres på – det er også service. Det er en mulighed for DJS, da pengeinstitutter godt kan tage en lidt højere pris, såfremt man yder den rigtige service og der haves et godt image; et image der siger ”I kan stole på os”. Måske netop derfor har DJS valgt at have filialer og udstråle, at den personlige rådgivning er vigtig. Mange mindre pengeinstitutter har netop haft succes med at åbne filialer, mens de store banker lukker filialer. Pengeinstitutterne kan dog ikke hvile på laurbærrene til trods for den ringe priskonkurrence. Der andre aktører står på spring for at overtage noget af forretningen, og teknologien ændrer sig hele tiden, og det er DJS derfor hele tiden nødt til at følge. Vi kan konkludere, at de er små i markedet, men der hvor de er, kan de gøre en forskel og have en berettigelse.

DJS har haft mange skrækkelig regnskaber, men det er klart mod bedring, og især 2017 var på et fornuftigt niveau. Det bliver derfor DJS opgave at overbevise investorerne om, at 2017 regnskabet var et mere rigtigt billede af DJS end de foregående år. Derudover kan konkluderes,

at omkostninger pr. kunde, faktisk er forholdsvist på et fornuftigt niveau til trods for at de ønsker at have filialer.

De nye kapitalkrav med IRFS 9 og NEP, er helt sikkert kommet som en mavepuster på DJS. De skal have hentet mere kapital til at afdække disse behov, og samtidig frigøre sig for deres långivere af statslig hybrid kernekapital og den supplerende kapital, der har udløb i 2023. De taler selv om en refinansiering af lånene inden børsnoteringen, således de kan vise en stærk sparekasse. De har nogle regnskabsår til fuld indfasning af kravene, så de har tid til at navigere og tage bestik af situationen – skal de låne yderligere til sikring af kapitalkravene og/eller skal de gennemføre en aktieemission nu eller senere. Dertil kommer bindingen af garantejerne, der også er et holdbart argument for at gå på børsen. Vi kan konstatere, at det i hvert fald nærmest er umuligt for DJS at stå tilbage som garantsparekasse og stadig leve op til kravene.

Vores konklusion omkring børsnoteringen er, at det er den rigtige vej for DJS til at hente bedre og mere kapital. På den korte bane, kan refinansieringen alene skabe en tryghed nu og her. Men over tid, kan det være en fordel og nødvendig med en aktieemission for at hente yderligere kapital. Det kræver gode ankerinvestorer og stabile aktionærer (nuværende garanter).

Igennem hele forløbet omkring børsnoteringen, har dét at værdiansætte DJS ikke været uden bekymring. Hvilke/n model for værdiansættelsen giver et absolut resultat og hvilke/n giver et relativt resultat. Vi kom hurtig frem til, at et pengeinstitut ikke er enkel at værdiansætte, netop pga. deres forretningsmodel. De er rådgivere og deres primære forretning er udlån af indlånskroner. De har ikke et varelager eller dyre produktionsanlæg i deres balance. Derfor fandt vi det naturligt, at følge den model Corporate finance kredse bruger – nemlig ECF (cash flow af egenkapitalen). Modellen erstatter andre gode cash flow modeller og er til at håndtere. Den største udfordring er dog, at beregningerne kun er teoretiske og ikke vil finde sted i DJS' årlige resultatopgørelse eller sikringen af kapitalkravene. Opgjort efter modellens teoretiske gennemgang kom vi dog frem til en markedsværdi i 2018 af DJS. Markedsværdien blev på 1.377.928.000 kr., og det gav en teoretisk kurs indre værdi på 0,82. Værdien afhænger dog meget af den rabat investorerne mener der skal gives for usikkerheden og historikken i DJS, og om de opstillede budgetter også holder. Men i forhold til en beregning af kurs indre værdi sammenlignet med andre pengeinstitutter i gruppe 2, konkluderer vi, at den først udregnede værdi ser rigtigt ud.

Vi glæder os til at følge med i DJS' børsnotering, og hvad interessen bliver for DJS' aktier. Det afgørende for succes er, at få styr på penallhuset og bevare tilliden fra deres nuværende garanter og skabe tillid hos de kommende investorer.

Litteraturliste

Årsregnskaber

Den Jyske Sparekasse 2012-2018

Sparekassen Sjælland 2013-2018

Meddelelser

Den Jyske Sparekasse, 19. marts, pressemeddelelse

Sparekassen Sjælland/Fyn A/S 18/2017

Hjemmesider:

http://denstoredanske.dk/Geografi_og_historie/%C398konomisk_historie/sparekasse

<https://moneybanker.com/dk/bank/den-jyske-sparekasse/>

<https://www.djs.dk/om-os/organisation/>

<https://www.djs.dk/privat/>

<https://www.djs.dk/om-os/sparekassen/vaerdigrundlag/>

<https://www.djs.dk/om-os/sponsorater/>

<https://www.djs.dk/om-os/organisation/>

<https://www.djs.dk/om-os/organisation/garanter/>

<https://www.djs.dk/om-os/organisation/garantkapital-i-sparekassen/sparekassens-forretningspolitik/>

<https://www.djs.dk/om-os/sparekassen/vedtaegter/>

<http://finansdanmark.dk/toerre-tal/institutter-filialer-ansatte/>

<http://danskcrowdfundingforening.dk/>

<https://www.spks.dk/ir/emission>

<https://finanswatchdk.zorac.aub.aau.dk/secure/Finansnyt/Realkredit/Nykredit/article10055340.ece>

<https://www.djs.dk/om-os/presse/aktuelt/nyheder/aktuelt/2018/ny-naestformand-i-den-jyske-sparekasses-bestyrelse/>

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

<https://finanswatch-dk.zorac.aub.aau.dk/Finansnyt/Pengeinstitutter/article10338276.ece>

<https://www.dr.dk/nyheder/penge/vestager-nikker-ja-til-statens-salg-af-vestjysk-bank>

<https://em.dk/nyheder/2018/03-14-fastsattelse-af-den-kontracykliske-buffer-for-1-kvartal-2018>

[https://www.dr.dk/nyheder/indland/flere-i-job-beskaeftigelsen-i-danmark-slaar-alle-rekorder\),](https://www.dr.dk/nyheder/indland/flere-i-job-beskaeftigelsen-i-danmark-slaar-alle-rekorder),)

<https://finanswatch-dk.zorac.aub.aau.dk/Finansnyt/article10336784.ece>

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

<http://premiumnyt.nordea.dk/da/artikler/opsparingen-skal-investeres-holde-vaerdien>

<https://www.nordea.com/da/press-and-news/nyheder-og-pressemeddelelser/news-local-dk/2015/2015-05-04-kaempe-konverteringsboelge-er-en-realitet.html>

Artikler

Emma Klinker Stephensen, Børsen 18. dec. 2017 "Direktør i Den Jyske Sparekasse "Vi får travlt ad pommern til""

Flemming Thestrup Andersen, Ritzau Finans, 2. februar, 2018 "Danske Bank Q4 Reviderer udbyttepolitik og nyt aktietilbage køb"

Kaj Ove Jensen, sn.dk, 8. marts, 2018 "Nul udbytte til aktionærerne"

Ahn Line Shing Hai, Boligsiden, 21 december, 2017, "Boom I boligslaget: 2107 overgår 2016"

Rikke Baltzer, Børsen, 6. maj 2016; "Små Banker scorer kunder på at åbne filialer"

Kathrine Rossau og Mads Sixhøj, Datacentral Børsen, Berlingske Business, 26. april 2015 "Bankernes Hemmelig It kæmper"

Rasmus Willesen, Landbrugsavisen, 16. marts 2018, "Analytiker: Mælkeprisen for marts næsten lige så skidt som i 2016"

Morten Mathiasen og Mathias Fremmen, Finanswatch, 20. oktober "Tidligere Bankdirektør: Det var en katastrofe at gå på børsen"

Anders Herring, Finanswatch, 7. juni 2011, "Danske Andelskassers Bank klar til børsnotering"

Berlingske Business, 15. juli, 2011, "Investorer vender ryggen til ny bank på børsen"

Lisbeth Wirgowitsch, Berlingske Business, 25. november 2017, "Vi skal tale aktier som vi taler fodbold og politik"

ledelse.borsen.dk.zorac.aub.aau.dk_article_552_vaer.pdf

Litteratur

Finanstilsynets undersøgelse af sparekassers salg af garant beviser fra 2009

Børsprospekt Sparekassen Sjælland

Danmarks Statistik, Økonomisk Vækst på 2 % i 2016

Jan Christensen, 8. februar 2017, Urbaniseringen i Danmark siden 1926

Finans Invest nr. 4 2014

Konkurrencen på bankmarkedet for privatkunder, Konkurrence- og forbrugeranalyse 01

Bilbranchen, september 2016, "Større leasingsbestand"

Regeringen, oktober 2017, "Deleøkonomi i Danmark"

Vækstfonden, 11. april 2017, Fintech I Danmark 2017

Axcel Future, april 2016, "Flere børsnoteringer til gavn for Danmarks velstand og velfærd"

DLA Piper Denmarks bog "Børsnotering i Danmark"

Steffen Moses, Finanswatch, 6. Marts, 2018, "Fortællingen om en jysk sparekasse med børsdrømme"

Lars Krull, 2016, Analyse af antal medarbejdere i forhold til balancen samt sammenkædning med instituttets finansieringsomkostninger

Per Vestergaard Andersen, "Værdiansættelse af virksomheder

Bilag

Bilag 1: Demografi

Bilag 2: Køb rentefrit

Bilag 3: Overblik over DJS udlån

Bilag 4: Indlån, udlån, rentemarginal

Bilag 5: Kapitalkrav fra vores rapport fra 2017 omhandlende DJS'

Bilag 6: Resultatopgørelse og nøgletal

Bilag 7a: Fremtidige kapitalkrav DJS

Bilag 7b: Fremtidige kapitalkrav SPKS

Bilag 8: ECF beregningen for DJS