

# 2019

Værdiansættelse af

Danske Andelskassers Bank

---

Aalborg Universitet, HDFR, Rungsted

Vejleder: Christian Farø

Udarbejdet af:

Mathias Højrup Laursen studie nr: 20176260

Thomas Almar Mortensen studie nr: 20177335

---

## Indholdsfortegnelse

Executive summary.....	2
Indledning:.....	3
Problemidentifikation .....	4
Metode.....	4
Afgrænsning .....	5
Problemformulering .....	6
Præsentation af bankerne.....	6
Danske Andelskassers Bank.....	6
Spar Nord:.....	7
Regnskabsanalyse.....	9
WACC – Weight Average Cost of Capital .....	11
Indtjening pr. omkostningskrone.....	14
ROA –return on assets.....	15
ICGR – Internal Capital Generation Rate .....	16
Delkonklusion regnskabsanalyse.....	18
De Risikovægtede poster.....	18
Kreditrisiko .....	19
Kreditrisiko i Danske Andelskassers Bank .....	19
Operationel Risiko.....	22
Operationel Risiko - DAB .....	22
Markedsrisiko.....	23
Markedsrisiko - DAB .....	23
Likviditetsrisiko .....	23
Likviditetsrisiko – DAB.....	24
Spar Nord Bank risikoeksponering ved et eventuelt køb af DAB. ....	24
Delkonklusion – DAB risikovægtede poster.....	27
Synergieffekter ved Spar Nords opkøb af DAB.....	27
Engangsomkostninger i forbindelse med opkøbet.....	29
Løbende omkostninger som kan spares via synergi.....	30
Kapitalgrundlag for Spar Nord.....	33
Kapitalgrundlag for Spar Nord før evt. køb af DAB.....	34
Værdiansættelse.....	36
DCF – Modellen .....	37

Budgettering .....	39
Kilde: Egen tilvirkning .....	46
Terminalperioden.....	49
Den samlede resultatopgørelse .....	50
Cash flow to Equity.....	50
Risikovægtede poster og solvens .....	51
Udregning af Equity cash flow.....	52
Egenkapitalens afkastgrad.....	52
CAPM – Capital Asset Pricing Modellen .....	53
Risikofrie Rente.....	53
Beta .....	53
Risikopræmie .....	55
Afkastkrav ved CAPM.....	56
Værdiansættelse af DAB.....	57
Værdiansættelse af Spar Nord.....	59
Værdiansættelse af Spar Nord efter et evt. opkøb af DAB. ....	61
Værdiansættelse af DAB via multipel .....	63
Konklusion .....	66
Litteraturliste.....	69

## Executive summary

The object of this study is to make a valuation of Danske Andelskassers bank, to see if it would be a good business case for Spar Nord, to buy the rest of the shares in DAB.

To make this valuation we have made an accounting analysis for the historical performance for DAB, Spar Nord and a similar financial institute Middelfart Sparekasse. We have looking into following key figures: ROE, ROA, WACC and ICGR. We have chosen to look at the past 5 years of performer to get a good understanding of how they have performed.

Furthermore, we have looked into how their risk profile is between market risks, operational risks, credit risks and liquidity risks is before and after they have bought DAB.

Based on our financial analysis we have forecasted a budget, and trying to predict how some of their key figures will perform in the future. In the terminal period, we have used a Stabil growth on 2 percent, which we mean is realistic. We have used DCF model to our valuation of DAB. Furthermore we have used a multiply valuation model to support our DCF model. Regarding the multiply model, we use it to see if DAB are underperforming or over performing compare to the peer group we have chosen. The result is that DAB is a good business case, because it is cheaper compare to the rest of the peer group.

The final valuation of DAB based on our DCF model is 636.340.206 DK. The conclusion must be that it will be a good business case for Spar Nord the buy the rest of the shares in DAB. We have also created an analysis that shows what the consequences for the valuation will be, if they do not save at least around 50 mio. DK. That will have a big impact for the valuation.

## Indledning:

Vi arbejder begge to i Danske Bank som henholdsvis erhvervsrådgiver og forretningsudvikler. Vores mål i forhold til denne opgave er, at få en bedre forståelse for, hvordan pengeinstitutter i Danmark argere i forhold til skærpede reguleringer samt hård konkurrence, men stadigvæk vil fokusere på at vækste fremadrettet. General bankdrift er efterhånden et fast punkt på den politiske dagsorden. Årsagen til bankdrift har politikernes opmærksomhed hænger naturligvis sammen med, den enorme indflydelse den har på dansk økonomi. Går vi 11-12 år tilbage, så havde vi en historisk finanskriser. I Danmark har vi lært en del af finanskrisen. En af de ting vi har lært er, at bankerne i Danmark skal være bedre polstret i tilfælde af en ny kommende krise. En anden virkelighed som bankerne skal forholde sig til er det såkaldte ”nulrentemiljø”. Nulrentemiljøet er også med til at ligge pres på indtjeningen for bankerne, da det er direkte tabsgivende ved et indlånsoverskud. Udover en tilsynsdiamant som finanstilsynet sikrer, at bankerne overholder så kommer der også en række EU-direktiver som bankerne skal efterleve i forhold til kapitalkrav mm.

Efter finanskrisen tilbage i 2007-2008, så er antallet af banklicenser faldende. De skyldes en blanding mellem konkurser, fusioner og opkøb. Fusioner eller opkøb kan være en ganske fornuftig måde at vækste på for en bank.

Spar Nord har i efteråret 2018 købt en tredjedel af Danske Andelskassers bank (DAB) og har igennem flere gange de senere år forsøgt sig med, at opkøbe mindre banker, dog uden det er lykkedes. Er denne gang lykkens gang og i så fald, hvilke bank er det så de køber? Dette har vi undersøgt og kommenteret på i denne opgave.

## Problemidentifikation

Vækst er stadig en af de vigtigste ting på dagsorden for en direktion. Vækst kan ske organisk eller ved opkøb. Spar Nord har efterhånden en størrelse, hvor organisk vækst kan tage tid og i virkeligheden er en svær øvelse. De har tilbage sidste år købt 27 pct. af Danske Andelskassers Bank. Vi vil i vores afhandling gerne analysere, hvorvidt om det er fordelagtigt for Spar Nord's aktionærer, at opkøbe resten af DAB. I tilfælde af et 100 pct. opkøb, hvad skal Spar Nord evt. betale for den resterende andel? Alt dette er ting vi vil analysere i vores afhandling.

## Metode

For en god ordens skyld vil vi gerne lave en kort og præcis præsentation af begge pengeinstitutter. Efterfølgende vil vi lave en generel regnskabsanalyse af begge bankers regnskaber for at give et godt overblik over begge pengeinstitutters nuværende forfatning. Vi vil i regnskabsanalysen benytte følgende år: 2016, 2017 og 2018. Vi mener, at 3 år tilbage giver et godt billede af begge bankers økonomiske situation. Hovedtallene i den generelle regnskabsanalyse vil være følgende: ROE, ROA, ICGR, K/I og WACC. Vi vil beregne hvert nøgletal, og kort kommentere på niveauet. Yderligere vil vi analysere den underliggende drivkraft i hver enkelt nøgletal. Da vi ikke mener, at det giver mening at lave en direkte sammenligning af de to banker grundet størrelsesforholdet, så har vi valgt at beregne samme nøgletal for Middelfart Sparekasse. Middelfart Sparekasse er grupperet som en gruppe 3 bank, hvorfor den er sammenligning med DAB. Vi vil i gennem opgaven referere til et tidligere sammenligneligt opkøb.

Det drejer sig om Nordjyske banks opkøb af Nørresundby bank. Årsagen til denne sammenligning skal findes i begge banker benytter BEC som datacentral.

Efterfølgende vil vi analysere DAB's forskellige risici herunder: Kreditrisiko, Markedsrisiko, Operationel risiko og likviditetsrisikoen. Herefter vil vi analysere Spar Nord's risikospredning efter køb af DAB.

I et hvert opkøb vil der være engangsomkostninger samt synergieffekter som kan opnås. I forbindelse med et evt. opkøb af DAB, så vil vi kigge ind i hvilke synergieffekter som de evt. vil kunne opnå samt hvor meget der kan spares efter et potentielt opkøb. Vi vil komme med nogle kvalificerede estimater på, hvor meget Spar Nord kan spare ved et opkøb. Som skrevet tidligere vil vi blandt andet bruge tidligere opkøb som indikator på besparelser og synergier.

Vi vil i det efterfølgende afsnit lave et 5 årigt budget efterfulgt af en terminalperiode til brug for vores værdiansættelse af DAB. Til brug for vores værdiansættelse vil vi bruge DCF-modellen. Vi ønsker herefter at belyse hvordan Spar Nord's kapitalsammensætning ser ud. Herefter vil vi beregne hvor meget Spar Nord evt. kan "klare" at betale for deres solvens kommer under pres. Vi definerer "under pres", som minimumsgrænsen for at leve op til solvenskravene. Afslutningsvis vil vi lave en beregning ud fra multipel modellen for at benytte en anden teori til at vurdere om aktien er over eller undervurderet.

## Afgrænsning

Vi ønsker at afgrænse os fra følgende punkter i vores opgave:

- Vi afgrænser os til udelukkende at beregne følgende nøgletal i vores regnskabsanalyse: ROE, ROA, ICGR, K/I og WACC
- Vi vil ikke tage stilling til de skattemæssige og juridiske forhold, der er i forbindelse med opkøbet.
- Vi vil til brug for vores vurderinger af synergieffekter drage paralleller til tidligere fusioner men blot berøre disse overfladisk.
- Vi tager alene udgangspunkt i årsrapporter/risikoreporter fra 2016, 2017 og 2018.

- Vi er opmærksomme på at der i perioden hvor rapporten er blevet udfærdiget er blevet fremsendt et konkret købstilbud på aktierne i DAB. Dette har vi i denne opgave valgt ikke at medtage og ikke at kommentere.

## Problemformulering

Spar Nord købte i 2018 ca. 27 pct. af DABs aktier. Vil det på længere sigt give værdi for Spar Nord at købe resten af DAB? I den forbindelse ønskes følgende belyst:

- Værdiansættelse af DAB
- Synergieffekter ved et potentielt opkøb?

## Præsentation af bankerne

### Danske Andelskassers Bank

I starten af det 19. århundrede blomstrede den danske andelsbevægelse og i 1915 blev den første danske andelssparekasse startet. Det var i Outrup, Jylland. Inden for få år var der ikke mindre en 71 andelssparekasser. I 1921 blev man enig om at samle sig i en forening ved navn ”Danske Andelskasser”. Denne form benytter man sig af helt frem til 1970erne hvor det blev besluttet at omdanne foreningen til en reel bank og sådan blev ” Danske Andelskassers Bank” til.

I dag er Danske Andelskassers Bank et pengeinstitut hvis primære forretningsområde er at levere bankydelser til privatkunder, samt små- og mellemstore virksomheder, herunder landbrug i bankens lokalområde. (Danske Andelskassers Bank, 2018, Årsrapport 2018, Side 12)

Banken har 14 filialer, et servicecenter, et landbrugscenter, tre erhvervsfilialer der alle er fordelt både i Jylland og på Fyn. Bankes hovedkontor er placeret i Hammershøj, som ligger mellem Viborg og Randers. Det er også på den adresse bankens administrative medarbejde befinder sig.

I alt har banken 314 medarbejder.

### **DABs Vision**

Vi vil være det foretrukne lokale pengeinstitut i vores markedsområde.

### **DABs mission**

Vi skaber merværdi for kunden, lokalområdet og medarbejderne. Kunderne oplever en positiv forskel ved at have valgt DAB som finansiel partner. Lokalområdet oplever, at Andelskassen støtter lokale initiativer. Medarbejderne udvikler sig fagligt og personligt, og er dermed en vigtig faktor for, at kunden oplever den positive forskel. Vi skaber merværdi for aktionærene, fordi vi opnår gode og tilfredsstillende økonomiske resultater og derved gør vores aktier til attraktive investeringsobjekter, og fordi vi opnår en tilfredsstillende vækst for vores virksomhed. (Danske Andelskassers Bank, 2018, Årsrapport 2018, Side 15)

I 2011 fusionerede Sammenslutningen Danske Andelskasser, de 16 andelskasser og Danske Andelskassers Bank. Dette betød en mange-dobling af omsætningen, men også en større negativt resultat. Baggrunden for det negative resultat var meget store nedskrivninger på bankens udlån. I 2013 toppede bankens negative resultat på tkr. 382.279 kr. Dette var med baggrund i et besøg fra finanstillsynet der påbød banken at nedskrive tkr. 524.000. Efter dette rædselsår blev der lavet en genopretningsplan der skulle få bankens på økonomisk fode igen. (Færegmand, S. (2013) Torsdag er skæbenedag for Danske Andelskasser Bank, dr.dk, Tilgået d. 17/04-2019). I de kommende år frem til i dag er bankens omsætning faldet stødt, men fra 2016 er banken begyndt at vis positive resultat er.

Spar Nord:



Spar Nord Bank er Danmarks femte største bank med mere end 255.000 i deres 67 filialer.

Rent geografisk findes størstedelen af disse i Nordjylland, men banken er repræsenteret i hele Danmark.

Banken blev grundlagt i 1824 som Aalborg Byes og Omegns Sparekasse. Fra 1967 og frem har banken været igennem en del forskellige fusioner og i 1989 blev sparekassen omdannet til et aktieselskab. Fra år 2000 har bankens juridiske navn været Spar Nord Bank A/S.

#### FORRETNINGSAKTIVITET

- Udlån: 34,4 milliarder kroner
- Garantier: 5,9 milliarder kroner
- Indlån: 38,0 milliarder kroner
- Risikovægtede aktiver (RWA): 40,3 milliarder kroner
- Ansatte 1.328
- Lokale banker 67

Spar Nord Bank ejers af mere end 110.000 aktionærer. Den største investor er Spar Nord Fonden, de ejer 20,39 % af bankens aktiemasse. (Proinvestor, 2016, Fakta – Spar Nord Bank A/S, Tilgået d. 17/04-2019)

Spar Nord's strategi er, at bankens største styrke i en mere digitaliseret verden, stadig at være en nærværende og personlig bank. De vil, uagtet af hvad fremtiden måtte bringe være tæt på kunderne og kende deres virkelighed og forstå deres behov. Denne strategi har medført bankens vision – Danmarks mest personlige bank. (Spar Nord (2018), Årsrapport 2018, side 5)

For at kunne føre denne vision ud i livet har banken valgt at holde fast i den lokale forankring og nærværende rådgivning. Dette går imod mange af de større banker der i mange år har fokuseret på omkostninger og i den forbindelse er forsvundet fra lokalområderne og i stedet tilbyder kunderne rådgivning igennem digitale kanaler. Spar Nord ønsker stadig at være digitale, men det skal gå hånd i hånd med deres vision. En af måderne de vil komme tæt på kunderne er ved at bruge alt den data de har på deres kunder.

Spar Nord bank har igennem de seneste år haft et stort ønske om at vækste. Dette har været de tilkendegivet med flere forskellige opkøbsplaner. I 2012 fusionerede banken som tidligere beskrevet med Spar bank. Derefter blev det til et købstilbud på Nørresundby Bank i 2014 – Denne handel mislykkedes dog og Nørresundby Bank blev senere fusioneret med Nordjyske bank. Bedre gik det da Spar Nord tilbage i 2014 indgik en aftale om at overtage en kundeportefølje på 4 mia. kr. fordelt på 900 koncernkunder fra den på det tidspunkt blødende erhvervsbank FIH. (Spar Nord A/S, 2014, Selskabsmeddelelse nr. 12 – Spar Nord overtager kundeportefølje fra FIH)

Spar Nord er en bank der gerne vil vækste, men også gerne holde et nært forhold til deres kunder.

## Regnskabsanalyse

### ROE – Return on Equity

På danske kaldes ROE ofte egenkapitalens forrentning. Det er et af de mere centrale nøgletal når der foretages en økonomisk gennemgang af en virksomhed. Formlen for ROE er defineret således:

$$\text{ROE} = \text{Resultat af primære drift} / \text{Egenkapital} \times 100$$

Tallet viser rentabiliteten af årets drift sat i forhold til den investerede kapital. (S. Holm-Rasmussen, J. O. Jensen, L. Hansen. 2009. Økonomisk Styring og virksomhedsanalyse, Side 137.)

En af de vigtigste ting der skal tages højde for, når man vurderer om et ROE nøgletal er vellykket eller ej er hvad forventningen er. Dette er et meget svært spørgsmål og spørger du fem forskellige investorer vil du højst sandsynligt modtage fem forskellige svar. I 2016 havde de danske banker og realkreditinstitutter en gennemsnitlig ROE på 10,6 %, men de største børsnoterede selskaber formåede at lave en ROE på hele 16,5%. (S.L. Goll, 2017, Forsat bedring i bankernes indtjening, Finansdanmark.dk). Dette viser i høj grad at det er op til den enkelte investor at fastsætte sit eget mål for forretning. Danske Bank har f.eks. et mål om en ROE på 12,5% (Rossau, K. (2015), Her Danske Banks rute til sit finansielle mål, Berlingske.dk, tilgæet

d. 18/03-2019), mens Nykredits nye ejerkreds kun har en forventning omkring 8,5% (Dengsøe, P. (2017), Nykredits nye medejere sætter tal på afkastforventninger: »Hæft du dig bare ved minimum« Berlingske.dk, tilgået d. 18/03-2019). Til fastsættelsen af investeringskravet, kan CAPM modellen benyttes. Denne vil blive yderligere belyst senere i denne opgave i forbindelse med selve værdiansættelsen.

*Table 1*

Sammenligning af ROE

ROE	2016	2017	2018
DAB	3,17	6,8	8,61
MidSpar	10,17	10,37	8,17

Kilde: egen tilvirkning

DAB:

Igennem de seneste tre år har DAB været igennem en god trend. Deres regnskaber er forbedret hvilket har medført en forbedret ROE. I de seneste tre år er ROE forbedret med hele 171%. Dette skyldes i høj grad en markant stigning i positivt resultat. Det forbedrede resultat er desværre ikke en tegn på en stigning i bankens primære indtægter eller udgifter, Disse har i det seneste 3 året været på et nogenlunde stabilt niveau, faktisk er rente- og gebyrindtægterne faldet med omkring 11 mio. over de seneste år.

Forbedringen skal derimod findes i bankens nedskrivninger der er nedbragt med hele 713% over de seneste tre år. Dette kan derfor være en indikator for, at banken har fået mere styr på sine forretning og dens udlån. Spørgsmålet er så om det betyder at DAB som bank er blevet stærkere eller om det skyldes en konjunktur opsving i hele branchen.

Finans Danmark lavede i 2017 en analyse af de 17 største bankers regnskaber, hvor de blandt andet kiggede nærmere ind i branchens nedskrivninger.

I denne analyses ses det at de samlede nedskrivninger i 2016-2017 er faldet og i faktisk blevet en indtægt, da man har kunne tilbageføre tidligere nedskrevet tab. Det kunne derfor godt tyde

på, at det ikke kun er fordi DAB har fået en bedre forretning, men at det i høj grad er branchen der er i fremgang grunden den fine vækst der er set i Danmark de seneste år.

Set i forhold til CAPM er ROE fin for banken, men i forhold til den generelle Forventning til ROE på omkring 10-20 %, så har banken stadig noget at indhente.

Middelfart har i modsætning til DAB set en faldende tendens for deres ROE. De har igennem de seneste 3 år haft et meget svingende resultat der fra 2016 til 2018 kun er steget med 1,6 % og fra 2017 til 2018 er resultatet faldet med hele 14%. I samme periode har bankens egenkapital været stigende og dette har været medvirkende til den dalende ROE.

Middelfart Sparekasse forklare det dalende resultat med et faldende resultat på kursregulering og det generelle lavrentemiljø – 2017 var for banken et rekordår og på mange måder også atypisk, set i forhold til det meget forbedrede resultat. Derfor er ledelsen heller ikke overrasket over det faldende resultat. Egenkapitalen har været stigende grundet det positive resultat, men også en øget opbygning fra sparekassens garantier. Isolere vi 2018 og sammenligner talende for de 2 banker. Så ser vi her to banker som ligger på ca. samme niveau.

WACC – Weight Average Cost of Capital.

Wacc beskriver virksomhedens kapitalomkostninger, altså hvor meget selskabet skal betale for deres finansiering. For at bestemme dette skal man beregne et gennemsnit af egen- og fremmedkapitalomkostningerne. Formlen er således:

*Tabel 1 - M.Christensen 2014. Aktieinvestering, s. 200*

$$WACC = k_d \cdot \frac{G}{V} \cdot (1 - \tau) + k_e \cdot \frac{EKV}{V}$$

$K_d$  = Renteomkostninger forbundet med fremmedkapital

$K_e$  = Egenkapitalomkostningerne

EKV = er værdien af egenkapital

V = Virksomhedens værdi

G = markedsværdien af den rentebærende gæld

$s$  = Skatte sats.

Fremmedomkostningerne, viser i store træk hvad det koster for banken at låne penge. Udgangspunktet her er, at man her benytter sig af markedsrenten tillagt et creditspread. Dette bestemmes ud fra en given løbetid. Dette tillæg er ofte ikke kendt og kan derfor være meget svært at bestemme.

Egenkapitalomkostningerne også kaldet CAPM, beskrives som tidligere fortalt senere i opgaven. Til beregning af WACC for DAB og Middelfart Sparekasse har vi benytte os af en beta på 1,17.

WACC for DAB og Middelfart Sparekasse.

*Table 2*

Sammenligning af WACC

WACC	2016	2017	2018
DAB	1,4213	1,3447	1,3725
MidSpar	1,2381	1,145	0,9799

Kilde: Egen tilvirkning

Som beskrevet ovenfor, så gælder det om at have lav WACC. Jo lavere jo bedre. DAB har haft en jævn faldende tendens i deres WACC.

Dette skyldes i høj grad et fald i bankens renteudgifter på fremmedkapital. Banken har siden sammenlægningen formået at få deres renteudgifter til at falde markant. Dette kan både skyldes god styring, men det kan også være tegn på en national økonomi med lave renter og stor optimisme.

Dykker vi lidt længere ned i WACC for DAB og ser på på  $K_e$  og  $K_d$  hver for sig, så giver de et mere klar billede af hvorfor WACC har været faldende over de seneste 3 år.

*Table 3*

Sammenligning af  $k_d$

<b><math>k_d</math></b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>DAB</b>	<b>0,5456</b>	<b>0,4497</b>	<b>0,2524</b>
<b>MidSpar</b>	<b>0,2628</b>	<b>0,2236</b>	<b>0,1494</b>

Kilde: Egen tilvirkning

$K_d$  viser som tidligere nævnt, hvad bankerne betaler for deres fremmedkapital, altså sagt med andre ord, så er det prisen som banken betaler for at låne penge. Som det ses, er denne rente mere end halveret fra 2016 til 2018 for begge banker.

*Table 4*

Sammenligning af  $k_e$

<b><math>K_e</math></b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>DAB</b>	<b>0,8756</b>	<b>0,8950</b>	<b>1,0101</b>
<b>MidSpar</b>	<b>0,9753</b>	<b>0,9214</b>	<b>0,8305</b>

Kilde: Egen tilvirkning

DAB betaler en betydelig dyrere pris for forretning af deres egenkapital og det har i de seneste år været stigende. Fra 2016-2018 er de steget med 13 procent. I samme periode er det gået præcis den modsatte vej for Middelfart Sparekasse. Grunden til vi ser en faldende tildens ved Sparekassen er, at de har formået at skabe en stigning i deres fremmedkapital, men samtidig gilde deres aktiver på et stabilt niveau. Det modsatte gør sig derfor gældende for DAB.

### Indtjening pr. omkostningskrone

Dette nøgletal er en indikator for hvor omkostningseffektiv en virksomhed er. Til denne sammenligning har vi igen valgt at medtage Middelfart Sparekasse, men denne gang også Spar Nord, da dette er en af de synergieffekter, som Spar Nord gerne vil opnå i forhold til et opkøb af DAB.

Table 5

Sammenligning af indtjening pr. omkostningskrone

Indtjening pr omkostningskrone	2016	2017	2018
DAB	1,09	1,21	1,22
MidSpar	1,3	1,32	1,23
Spar Nord	1,47	1,65	1,52

Kilde: Egen tilvirkning

Det fremgår af tabel 6 at Sparekassen og Spar Nord begge har være inde i en periode med negativ udvikling i forhold til deres I/O de seneste tre år. DAB har dog haft en stigende tildens hvilket betyder at de alt andet end lige har haft en større stigning i indtægterne set i forhold til udgifterne.

DAB er i perioden gået fra en I/O på 1,09 til 1,22 hvilket svare til en stigning på næsten 12%. Sparekassens I/O er i samme periode faldet med 5% og Spar Nord er steget med 3%.

Af de tre forskellige pengeinstitutter er det altså Spar Nord der tjener mest pr. omkostningskrone. De tjener 24,5% mere pr. omkostningskrone end DAB. Dette kan der være mange for-

klaringer på, en af dem kan være at Spar Nord de seneste år har fokuseret meget på at optimere deres omkostninger blandt andet ved hjælp af IT udvikling. I 2016 skiftede Spar Nord fra SDC til BEC hvilket betød at man nedskrev aktieposten i SDC med 195 mio. kr. Derudover var der konverteringsomkostninger for ca. 40. mio. kr. Dog ydede BEC Spar Nord en rabat der på konvertering tidspunktet i store træk modsvarede Spar Nord's forpligtigelser over for SDC. Dette skift af Datacentral betød at Spar Nord fra 2017 og frem kan reducere deres IT-regning med 55 mio. kr. pr. år. Isoleret set betyder dette at I/O for Spar Nord bliver forbedret med 2% -point.

### ROA –return on assets

ROA kan bruges til at finde ud af, hvordan en virksomhed klarer sig i forhold til forretning af den investerede kapital. Både egenkapitalen og fremmedkapitalen er en del af udregningen af ROA.

ROA kan udregnes således:

$$\text{ROA} = \text{årets resultat} * 100 / \text{aktiver}$$

Ret beset bruges ROA til at vurdere bankens evne til at forrente deres sin kapital. Desto højere ROA er, desto bedre er banken til at forrente sin kapital.

*Table 6*

Sammenligning af ROA

ROA (Primo aktiver)	2016	2017	2018
DAB	0,36 %	0,79 %	1,13 %
Mid spar	1,22 %	1,19 %	0,85 %

Kilde: Egen tilvirkning

### DAB



DAB's ROA er jævnt stigende i hele perioden. Årsagen hertil skal findes i et stigende nettoresultat i alle årene. DAB har formået at holde deres aktiver på næsten samme niveau, hvilket påvirker deres ROA når nettoresultatet samtidig er stigende. En af faktorerne for stigningen i resultatet skal findes i en betydelig reduktion af nedskrivninger som er faldet med 81 % fra 2017 – 2018. En anden faktor som spiller ind er renteudgifterne som er faldende i hele perioden, men med en relativ stor reduktion fra 2017 til 2018. DAB har mulighed for yderligere at forbedre deres ROA ved fortsat stigende resultat via øget indtjening og/eller nedbringelse af omkostninger. I den forbindelse vil det være relevant at se på deres udlån i forhold til antal medarbejdere, hvilket vi har gjort i det følgende. De kan ydermere nedbringe deres aktiver, såsom salg af deres domicilejendomme.

### **Middelfart Sparekasse**

Middelfart sparekasses ROA ligger på et fornuftigt niveau set over hele perioden. Dog er deres ROA faldende over hele perioden, hvilket et dårligt tegn. Deres nettoresultat stiger fra 2016 til 2017, men deres balance vokser samtidig mere end nettoresultatet, hvilket påvirker deres ROA negativt. Fra 2017 til 2018 falder deres nettoresultat, og balancen er stadigvæk stigende, hvilket igen kan ses på deres ROA som er faldende. Idet både nettoresultatet er faldende og balancen er stigende, så falder ROA mere end året før, hvor et stigende nettoresultat var med til at stabilisere ROA'en.

### **Sammenligning mellem Middelfart sparekasse og DAB's ROA**

Overordnet set kan man sige, at de to banker er på vej i hver deres retning i forhold til deres ROA. DAB har en støt stigende ROA, og Middelfart sparekasse har en støt faldende ROA. DAB's stigning i ROA skal især findes i et væsentlig fald i nedskrivningsprocenten med 81 pct. ligeledes har Middelfart sparekasse haft svært ved at leve op til deres gode år i 2017. Sparekassen havde et rigtig godt regnskabsår som også skyldes de fik et plus på 22,8 mio. grundet deres aktiebeholdning som præsterede over forventningerne.

### **ICGR – Internal Capital Generation Rate**

Nøgletallet ICGR fortæller noget om bankens evne til at skabe vækst via egenkapitalen. Nøgletallet kan også bruges til at vurdere, hvor meget bankens risikovægtede poster kan stige uden det påvirker bankens kapitalprocent. ICGR kan beregnes således:

$$ICGR = \frac{\text{Nettoresultat} - \text{udbytte}}{EK (\text{ultimo})}$$

Table 7

Sammenligning af ICGR

ICGR	2016	2017	2018
DAB	3,17%	6,80%	8,61%
Mid Spar	10%	10,37%	8,17%

Kilde: Egen tilvirkning

## DAB

Idet DAB ikke har udbetalt udbytte til deres aktionærer i perioden 2016 - 2018, bliver ICGR det samme som deres ROE. DAB betaler ikke udbytte, da de har behov for at polstre sig for at leve op til diverse kapitalkrav. Netop kapitalkrav gør, at banken ikke udbetaler udbytte til deres aktionærer.

Som nævnt ovenfor, så kan ICGR være et godt værktøj for banken til at vurdere, hvor meget udlånsvækst banken kan påtage sig, uden det har indflydelse på banken kapitalprocent. Når banken risikovægtede aktiver stiger, så er banken pålagt at reservere kapital hertil. Dette har naturligvis en negativ effekt på DAB's kapitalprocent som allerede er under pres. Tilbage i 2016 havde DAB en udlånsvækst på 7 pct., hvilket er højere end deres ICGR på 3,17. Med

denne fordeling forringer de deres kapitalprocent, hvilket kan blive et problem i længden.

Måde hvorpå de kan forbedre det på er, at slanke deres risikovægtede aktiver.

### **Middelfart Sparekasse**

Middelfart Sparekasse har ikke udbetalt dividende i hele perioden. Det vil sige, at deres ICGR og ROE er ens i hele perioden. Middelfart Sparekasse betaler ikke udbytte, da de har behov for at polstre sig for at leve op til diverse kapitalkrav. Netop kapitalkrav gør, at banken ikke udbetaler udbytte til deres aktionærer. I og med Sparekassen har en relativ høj ICGR, så kan banken forøge deres udlånsvækst uden det vil påvirke deres kapitalprocent.

### **Delkonklusion regnskabsanalyse**

I forbindelse med gennemgangen af de seneste 3 års regnskabsdata for DAB og Middelfart Sparekasse har tendensen været forholdsvis klar. Bankerne har ikke oplevet samme fremgang. DAB har været i fremgang i alle de undersøgte nøgletal. Dette kan tilbageføres til DAB forbedre resultat over de seneste 3 år. Resultatet er forbedret da banken har fået styr på deres nedskrivning i forhold til udlån.

Middelfart Sparekasse har i samme periode ikke formået at opretholde den stabile vækst der har været i starten af perioden. De formår dog at lægge sig på niveau med DAB. I forhold til WACC så betaler de betydeligt mindre for deres kapital, hvilket burde gøre det nemmere for dem at tjene penge, men det er desværre ikke tilfældet. Når vi konkludere på DAB så ser vi her en bank der de seneste år har været i fremgang og som har formået at få forbedret deres indtjening pr. omkostningskrone så de i 2018 er på samme niveau som deres konkurrent. I forhold til den generelle vækst i branchen kunne det godt se ud til, at væksten er stagneret en smule og det for bankerne er blevet svære at tjene penge. Økonomien er dog stadig blevet stærkere hvilket har gjort at især nedskrivningerne for DAB har kunne forbedre markant. Så alt i alt er DAB blevet en langt mere veldrevet bank de senere år.

### **De Risikovægtede poster**

De risikovægtede poster består for de finansielle institutioner ofte af en række risici, som tilsammen beskriver bankens samlede risiko. I dette afsnit vil vi belyse og analysere følgende fire risikoområder nemlig kreditrisiko, markedsrisiko, likviditetsrisiko og operationelrisiko.

## Kreditrisiko

Kreditrisiko forbindes umiddelbart med tab på udlån, dette er dog ikke det eneste et pengeinstitut kan tabe penge på. Bland andet indgår tab på obligationer og derivater også i denne kategori.

### Kreditrisiko i Danske Andelskassers Bank

DAB benytter Standard metoden til at vurdere deres kreditrisiko. De bruger BEC, som indhenter opdaterede kreditvurderingsrapporter ind i deres computersystem. Disse er opdelt på en privatmodel, erhvervsmodel og selskabsmodel. (Danske Andelskassers Bank, 2018, Risikoreport 2018, Side 11)

Det er bestyrelsen i DAB der fastsætter rammerne for den styring og opfølgning der løbende laves på kreditrisikoen. DAB har et ønske om at sprede risikoen mellem udlån til private og udlån til erhverv. De ønsker en fordeling på op til 65% af udlån til erhverv og minimum 35% til private kunder. (Danske Andelskassers Bank, 2018, Årsrapport 2018, Side 16)

Desuden har banken forudsat, at man ikke vil have en gearing højere end 7 procentpoint.

Dette er det af EU udmeldte foreløbige indikativ gearingskrav. Dette er svarende til en maksimal gearing på ca. 14 gange kernekapitalen. Den oplyst gearingsgrad er pr. 31/december 2018 oplyst til 10% af kernekapitalen (Danske Andelskassers Bank, 2018, Risikoreport 2018, Side 22)

Banker laver kreditgivning ud fra rating. Dette er også tilfældet for DAB. Deres modeller giver en ensartet rating og beregning af PD. Ud af dette kommer et rating skema der har en skala fra 1-11 og samtidigt en mapping overfor Finanstilsynets bonitetsskala. (Danske Andelskassers Bank, 2018, Risikoreport 2018, Side 82)

Table 8

## Rating

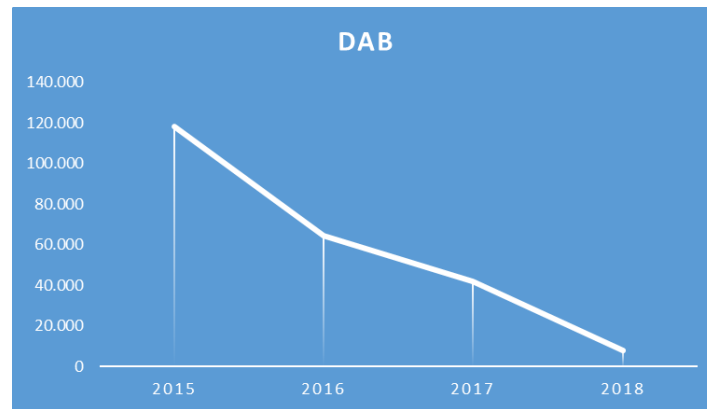
Rating	Finanstilsynets skala	Betydning
1-3	3/2a	Kunder med utvivlsom god bonitet og kunder med normal bonitet
4-7	2b	Kunder der ikke opfylder kriterierne til 2a, men som på den anden side ikke har væsentlige svaghedstegn Gældsserviceringsevnen er god, dog kan de finansielle nøgletal være svage
8-9	2c	Kunder med væsentlige svaghedstegn, dog uden at der er indtrådt OIK Kundens gældsserviceringsevne er mindre tilfredsstillende, og kunden er økonomisk sårbar og har svage nøgletal.
10-11	1	Kunder med OIK. Gældsserviceringsevnen er ringe eller er ikke til stede, og der er risiko for tab.

Kilde: DAB årsrapport 2018 s.82

DAB har igennem flere år haft store problemer med deres kreditrisiko og som en udløber heraf købet med meget store nedskrivninger, som har betydet at deres resultat i mange år har være under niveauet for resten af branchen.

Table 9

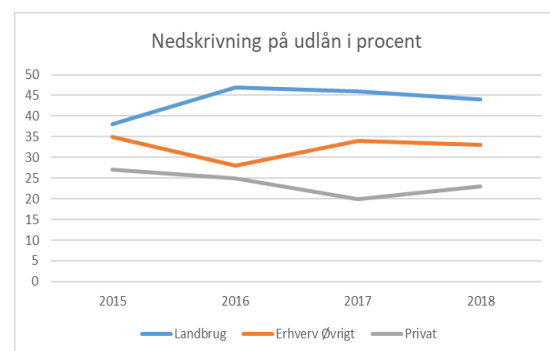
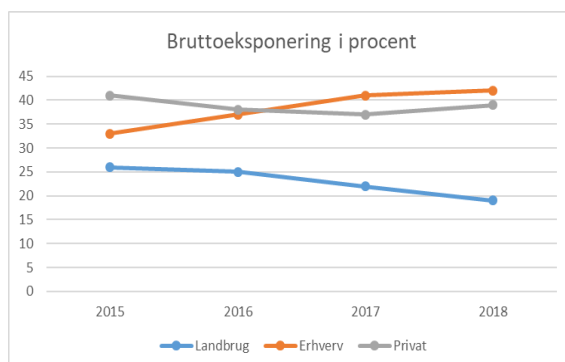
Nedskrivning på udlån DAB



Kilde: Egen tilvirkning

Som det ses på grafen ovenfor, er DABs nedskrivninger på udlån faldet markant over de sidste fire år. De havde i 2015 nedskrivninger for tkr. 118.446 i 2018 var disse nedbragt med hele 93% til tkr. 7.941.

En stor del af bankens nedskrivninger er lavet i en enkelt af de sektorer, som de operer i. Det er i høj grad landbruget der skaber problemer for DAB.



Kilde: Egen tilvirkning

Table 10

Som de to ovenforstående grafer viser, så har landbruget stået og står stadig for en stor del af DABs brutto eksponering. Banken kommer faktisk nogenlunde i mål med deres målsætning om, at Erhverv må udgøre op i mod 65% af den samlede krediteksponering. Den har igennem de seneste fire år lagt med et gennemsnit omkring 60%.

Hvad de dog ikke skriver, i deres mål for krediteksponering er, hvordan deres mål er for eksponering ned på de enkelte brancher for erhverv. Landbruget har som tidligere beskrevet i

mange år været bankens store problem. Der har været en faldende eksponering over de seneste år, hvor landbruget er gået fra 26% til 19%. Dette er godt nyt for banken og helt sikkert den rigtige vej, men der er stadig lang vej før de er i mål.

I 2016 stod branchen landbrug for 26% af DABs bruttoeksponering, men ikke desto mindre var hele 47% af nedskrivninger på udlån, fra den selvsamme branche og billedet har været det samme i de to seneste år. Her er eksponeringen faldet med 6 procentpoint, men i samme periode er nedskrivningerne kun faldet med 3 procentpoint.

DAB skriver i deres årsrapport 2018, at man stadig forventer et forholdsvis svært marked for landbruget. Især svinebønder er presset på prisen og det hjælper ikke, at de grundet den meget tørre sommer er nødsaget til at betale mere for deres foder. Banken stiller her også spørgsmål om anvendt hektarpriser på landbrugsjord er realistiske. De har anvendt en hektarpris på 125-160 tkr. Disse svarer til Finanstilsynet hektarpriser, men banken er ej sikker på, at jorden kan afhændes til disse priser. Det kan derfor blive nødvendigt at øge nedskrivningerne i fremtiden.

### Operationel Risiko

Operationel risiko er både interne og eksterne begivenheder. Som eksempel kan nævnes IT-nedbrud manglende kontrol osv. (J. J. Andersen, 2017, Finansiellrisikostyring. S. 18)

### Operationel Risiko - DAB

Banken anvender basisindikatormodellen til at opgøre deres kapitalkrav til operationel risiko. Det betyder at deres operationelle risiko opgørelse til 15% af deres gennemsnitlige basisindikator. I 2018 udgør den operationelle risiko 11,92 % af bankens samlede risikoeksponering. Dette giver et kapitalkrav på 84.946 tkr.

Under operationel risiko findes også Hvidvask, som også for DAB har betydeligt mere fokus end ved tidligere år. Banken har tilføjet hvidvask-funktionen yderlige ressourcer med henblik på at optimere eksisterende processer, men også lave nye foranstaltninger. Den forhøjede indsats på området har medvirket af antallet af rapportering til Statsadvokaten for særlig økonomisk kriminalitet (søik) fra 893 i 2017 til hele 1.432 i 2018 (Danske Andelskassers Bank, 2018, Risikorapport 2018, Side 21).

### Markedsrisiko

Markedsrisiko er risikoen for at renter, kreditspreads, råvarepriser eller aktier og valutakurser ændre sig til negativ for banken. Det er i høj grad bankens beholdning af værdipapirer der tænkes på i denne sammenhæng, men også udlån i fremmedvaluta. (J. J. Andersen, 2017, Finansiellrisikostyring. S. 18)

### Markedsrisiko - DAB

Den typiske markedsrisiko for DAB er renterisiko. Hovedparten af bankens ind- og udlånsforretning er lavet med variabel rente. Bestyrelsen fastsætter rammerne for markedsrisiko. Dette har medført disse væsentlige grænser fra bankens placeringer.

- en renterisiko på 3,4 % målt i forhold til bankens kernekapital efter fradrag ved en stigning i renten på 1%.

- en valutaposition på 5,2 % målt i forhold til bankens kernekapital efter fradrag

- en obligationsbeholdning af udstedt af danske realkreditinstitutter og statsobligationer med rating AAA på 3,5 mia.kr (Danske Andelskassers Bank, 2018, Risikorapport 2018, Side 80).

Pr. 31/12-2018 var markedsrisikoen målt i forhold til bankens kernkapital på 2,8%. Valutapositionen blev opgjort til 1,1% dog er obligationsbeholdningen af AAA opgjort til tkr. 2.344.399.

### Likviditetsrisiko

Likviditetsrisiko kan indeles i to former for risiko. Nemlig funding- og markedslikviditetsrisiko. I forbindelse med funding opstår risikoen når banken ikke kan skaffe likviditet, når der er brug for det. Markedslikviditetsrisikoen er risikoen for at banken ikke kan sælge sine værdipapirer i markedet uden at det påvirker prisen negativt. (J. J. Andersen, 2017, Finansiellrisikostyring. S. 18)



## Likviditetsrisiko – DAB

Danske Andelskassers Bank benytter sig af beregningsmetoden LCR og havde pr. 31/12-2018 en opfyldelse på 190% mod det førromtalte minimumskrav på 100%. Dette vurderes af banken selv som meget fornuftigt. Da deres målsætning er 140% for LCR-nøgletallet.

Spar Nord Bank risikoeksponering ved et eventuelt køb af DAB.

Spar Nord har igennem de seneste 5 år haft en fornuftig nedskrivningsprocent. På 0,5% af det samlede udlån. DAB har til sammenligning haft en gennemsnitlig nedskrivningsprocent på 1,35.

Spar Nord har på samme måde som DAB fastlagt en række interne målsætninger for at sikre en god kreditmæssig diversificering af deres krediteksponering. De ønsker blandt andet at enkelt eksponeringer må maksimalt udgøre 500 mio. kr. hvoraf den usikrere del kun må udgøre 250 mio. De har også lavet en målsætning og hvor stor eksponering de ønsker over for specifikke brancher.

Table 11

## Målsætning for brancherisiko

**Målsætning for brancher**

%	Maksimal andel af samlet eksponering *)
Landbrugsområdet	10
Ejendomssektoren	15
Heraf spekulativ **) ejendomsfinansiering	5
Finansiering og forsikring	10
Industri og råstofudvikling	10
Handel	15
Energiforsyning	8

\* Eksklusiv reverse repoforretninger

\*\* CRR 575/2013 artikel 4, pkt. 79

Kilde: Egen tilvirkning pba Spar Nord Årsrapport 2018 s. 98

Som det ses, ønsker Spar Nord en maksimal eksponering overfor landbruget på 10% og en 15% over for ejendomssektoren, men hvordan går det hånd i hånd med et eventuelt opkøb af DAB, som vi fra tidligere ved, er meget landbrugstung. Dette vil vi i næste afsnit forsøge at belyse.

Table 12

## Oversigt over eksponering

Eksponering i forhold til brancher	Landbrug	Fast Ejendom	I alt
DAB	1.742	1.003	9.246
Spar Nord	3.094	6.019	58.290
I alt	4.836	7.022	67.536
I alt Procent	7,2	10,4	100

Kilde: Egen tilvirkning

Vi har kigget på de to brancher Landbrug og Fast Ejendom, som er de to brancher der er størst repræsenteret i DAB. I vores antagelse forventer vi, at hele DABs samlede udlån flyttes over til Spar Nord krone for krone. Det betyder at Spar Nords eksponering over for både Landbrug og Fast ejendom vil stige. Landbrug vil stige med 1,9 procentpoint og fast ejendom vil kun stige med 0,1 procentpoint.

Sammenholder vi disse procenttal med Spar Nords egen målsætning for eksponering i forhold til krediteksponering for specifikke brancher, så ser vi at landbruget er den branche der vil lægge sig tættest på det ønskede mål, men der er stadig 2,8 procentpoint op til den maksimale eksponering.

Grundet den noget større volume i Spar Nord og den noget mindre nedskrivningsprocent så vil Spar Nords nedskrivning også fremadrettet forblive på et niveau der ligner 2018. Deres nedskrivningsprocent er i dag 3,3% (Spar Nord A/S, 2018, Årsrapport 2018, Side 100). Fremskriver vi deres nedskrivninger og udlån på samme måde som tidligere vil nedskrivningerne stige til 3,89 altså 0,59 procentpoint. Til sammenligning havde Ringkjøbing Landbobank i 2018 en nedskrivningsprocent på 4,7%. Så vi kan konkludere at selv efter opkøbet af en tidligere ”problembank” så vil Spar Nord stadig have en nedskrivningsprocentdel lig deres nærmeste konkurrent.

I forhold til krediteksponering vil et eventuelt køb af DAB ikke blive et problem set i forhold til Spar Nords egen målsætning.

### Delkonklusion – DAB risikovægtede poster.

Danske Andelskassers Bank har i mange år haft store problemer med deres Kreditrisiko. Det er særligt én branche som har været overrepræsenteret i forhold til deres nedskrivninger. DAB har altid været en bank med fokus på landbruget, men grundet de svære år landbruget har været igennem siden finanskrisen, så har det haft en betydelig negativt effekt på deres regnskaber. Deres indtjening har de senere år været forholdsvis stabil, men grundet store nedskrivninger har bankens resultat være mindre prangende.

Set i forhold til kreditrisiko har DAB ikke formået at få fordelt deres risiko på nok brancher og når det ikke sker, så bliver en bank hurtigt meget konjunkturfølsom og kan i sidste ende blive lagt ned at en enkelt branche. Det så vi senest ved finanskrisen hvor en række banker blev lagt ned at ejendomsspekulanter.

I forhold til Spar Nords eventuelle opkøb af DAB, så kunne man godt frygte at de ville overtage DABs store eksponering over for landbruget, men Spar Nord har så stor en volume og en i forvejen lav eksponering over for landbruget, at den fremtidige eksponering vil blive under de af Spar Nord opsatte egne krav til risikoeksponering. Et opkøb vil derfor ej være en ulempe i forhold til Spar Nords fremtidige risikoeksponering.

### Synergieffekter ved Spar Nords opkøb af DAB

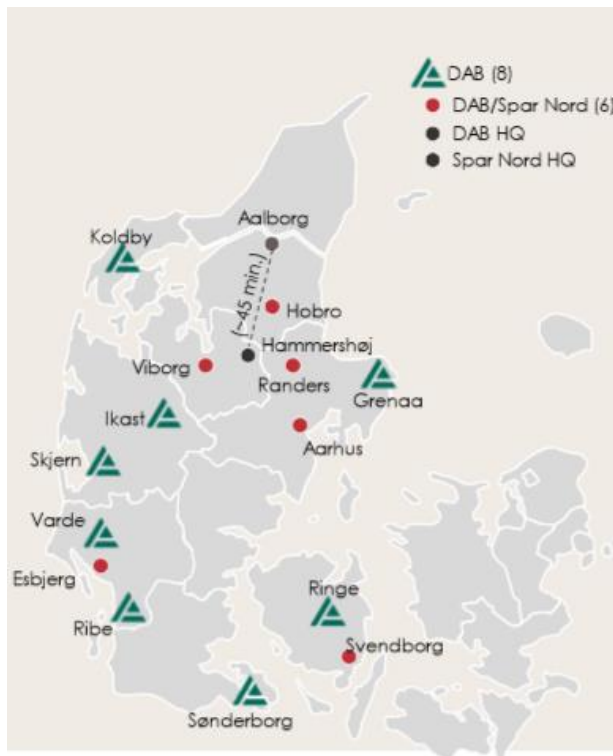
Når Spar Nord overvejer at opkøbe DAB, så vil de forskellige synergieffekter spille en væsentlig rolle i forhold til hvorvidt om det er en god idé eller ej. Det er som regel pga. stor-driftsfordele som vil resultere i besparelser i omkostningerne, da det vil være muligt at sammenlægge filialer, IT systemer osv.

For at finde en fornuftigt sammenligning har vi valgt at kigge på et af Spar Nords tidligere opkøb. Spare Nord købte tilbage i 2012 Sparbank. Den største synergi på daværende tidspunkt

skal findes i omkostninger til medarbejdere. Der var en række byer, hvor der forekom filialoverlap. Dette gav en gylden mulighed for at sammenlægge filialer i de byer, hvor der var filialoverlap. Samtidig med man lagde filialerne sammen, så reducerede man ovenikøbet normeringerne i filialerne. Hvis Spar Nords lykkes med at gennemføre købet af DAB, så forstiller vi os det bliver nogenlunde samme scenarie som udspiller sig. Spar Nord og DAB har i dag hver sit hovedkontor som ligger henholdsvis i Aalborg (Spar Nord) og Tjele nær Viborg (DAB). Der er omtrent 45 min i bil mellem de to hovedsæder, hvorfor det ville give mening at Spar Nord i Aalborg vil være det fortsættende hovedkontor. Samtidig vil der også forekomme filialoverlap i enkelte byer, hvor det giver mening at lægge nogle filialer sammen, netop som man gjorde tilbage i 2012 med Sparbank. Der er filialoverlap i Esbjerg, Viborg, Hobro, Randers, Aarhus og Svendborg. Samlet set vil Spar Nords eksponering i Vest- og Sønderjylland blive væsentligt forbedret, hvis de vælger at beholde samtlige filialer i de byer, hvor Spar Nord ikke allerede er repræsenteret. Det drejer sig om Skjern, Varde, Ribe, Koldby, Grenaa, Ikast, Ringe og Sønderborg. Dette går også hånd i hånd med Spar Nords strategi i forhold til lokal tilstedeværelse.

Table 13

Oversigt over filial overlap



Kilde: Præsentation af Spar Nords regnskab 2018

Engangsomkostninger i forbindelse med opkøbet

Når der er tale om fusioner eller opkøb banker i mellem, så er der en række engangsomkostninger forbundet med dette. De mest nævneværdige engangsomkostninger er:

- Advokater
- Konsulenter
- Evt. oplæring af nye medarbejdere
- Opsigelse af lejemål
- Fratrædelse
- Revision

Ovenstående omkostninger kan variere meget da der er tale om et stort projekt. Vi har kigget på fusionen mellem Nordjyske og Nørresundby bank, da denne fusion er relativ sammenligning idet, at de havde en fælles datacentral. Hvis man sammenligner med Spar Nords opkøb af Spar Bank, så er der en række meget tunge omkostninger i forbindelse med skift af datacentral. I forbindelse med Spar Nords mulige opkøb af DAB, så vil de kunne spare en rigtig tung omkostningspost på IT siden, da de begge benytter sig af BEC datacentral. Spar Nord skiftede fra SDC til BEC tilbage i 2016. Fusionen mellem Nordjyske Bank og Nørresundby bank kostede i omegn af 50 mio. kr. (Nordjyske Bank (2015), Årsrapport 2015, side 5) Vi vurderer, at dette er et realistisk bud på engangsomkostningerne, hvis Spar Nord overtager resten af DAB.

#### Løbende omkostninger som kan spares via synergi

Som vi har været inde på tidligere, så vil det være meget oplagt for Spar Nord at lukke nogle af DAB eksisterende filialer som ligger i byer, hvor Spar Nord allerede er repræsenteret i dag. De har et landbrugscenter i dag, som vi regner med at vil forblive åbnet, da Spar Nord vil overtage landbrugskunder fra DAB, men ikke selv er repræsenteret i Varde i forhold til landbrug.

Følgende afdelinger bør lukkes:

- Esbjerg
- Viborg
- Hobro
- Randers
- Aarhus
- Svendborg
- Andelskassen direkte/servicecenter
- Hovedkontor

I forbindelse med lukningen af ovenstående filialer og hovedkontor, så antager vi at antallet af medarbejdere vil blive reduceret.

Reduceringen og omkostninger som kan spares kan se således ud:

For at finde ud af hvor mange kundevedte medarbejdere der kan skæres fra i forbindelse med sammenlægning af DAB filialer, så er det interessant at kigge på hvor mange kunder pr medarbejdere de to banker her.

Table 14

Oversigt over kunder pr. medarbejdere

<b>Spar Nord</b>	
Antal medarbejdere	1518
Privat	352.000
Erhverv	34.000
Kunder i alt	384.000
<b>384.000/1518 = 252 kunder pr medarbejder</b>	

<b>DAB</b>	
Antal medarbejdere	308
Privat/Erhverv	19.096
Kunder i alt	19.096
<b>19.096/308 = 62 kunder pr medarbejder</b>	

Kilde: Egen tilvirkning

Table 15

Oversigt over løn pr. medarbejder i DAB

Omk. Pr. medarbejder i DAB <sup>1</sup>	2018
Løn	662.000 kr.
Pension	76.000 kr.
Lønsumsafgift	102.000 kr.
Social sikring	4.200 kr.
Samlet	844.200 kr.

Kilde: Egen tilvirkning



Nu ved vi, at der statistisk set kan være 252 kunder pr ansat i Spar Nord. Det vil sige, at der skal 76 medarbejdere til at varetage DABs kundemasse på 19.096 kr.

Samlet set i de 8 filialer som skal lukkes er der samlet 121 medarbejdere. Spar Nord kan altså skære 45 medarbejdere fra, da der i dag er 121, og der skal 76 af de eksisterende medarbejdere til at varetage DABs kundemasse. Gennemsnitslønnen er  $844.200 * 45 = 37.989.000$  kr. årligt.

### **Hovedkontor**

Der er ca. 100 medarbejdere beskæftiget på hovedkontoret i forskellige afdelinger og stillinger lige fra Marketing, Kommunikation, HR, Private Banking, support funktioner, Back Office, revision og jura mm. Vi vurderer, at Spar Nord allerede har lignede stillinger i dag, og derfor vil kunne undvære en del af personalet fra hovedkontoret efter opkøbet. Dog vurderer vi at de giver god mening, at beholde ca. 85 medarbejdere fra DAB, da en masse viden ellers risikerer at gå tabt. På den lange bane vil der sandsynligvis kunne afskediges flere end 15 vi har regnet med i første omgang. Vi vurderer, at i de første par år efter et opkøb, så vil det være strategisk vigtigt for banken at holde på vidende medarbejdere som har et gennemgående kendskab til DABs kunder, tidligere organisation mv. Regnestykket efter afskedigelsen af de 15 mand fra det eksisterende hovedkontor vil se således ud:  $15 * 844.200$  kr. = 12.633.000 kr. årligt.

Hvis Spar Nord som antaget afskediger 15 fra hovedkontoret og 45 fra filialnettet, så vil de have en løbende omkostningsbesparelse på  $844.200 * 60 = 50.652.000$  kr. ved at lukke hovedkontoret i DAB, og sammenlægge det med deres nuværende hovedkontor i Spar Nord.

Den nuværende direktion består kun af den administrerende direktør Jan Pedersen. Ved at spare denne post væk, så der kunne spares i alt 5.000.000 kr. inkl. Løn og pension. Tidligere bestod direktionen af både den administrerende direktør, og viceadm. Direktør Tomas Michael Jensen, men han har valgt at stoppe i banken pr 25. september 2018. Har er ikke taget højde for eventuelle fratrædelsesgodtgørelse eller lign. For begge parter. Vi vurderer, at det ville give god mening for Spar Nord, at tilbyde Jan Pedersen en plads i bestyrelsen for at have endnu en med rigtig kendskab til DAB. Der tages derfor ikke højde for en evt. besparelse til hans lønudgift.

Bestyrelsen i DAB består af 10 bestyrelsesmedlemmer. Der er jf. årsrapporten 2018 betalt et vederlag på i alt 2.755.000 kr. fordelt mellem de 10 medlemmer. Det vil være en god idé for Spar Nord, at udvide deres egen bestyrelse med en fra DAB, da denne person vil have indgående kendskab til DAB's aktiviteter. Hvis Spar Nord ikke ønsker at udvide den eksisterende bestyrelse, så kan de overveje at lade et bestyrelsesmedlem fra DAB indtræde i stedet for en i Spar Nord's eksisterende bestyrelse.

I forbindelse med et opkøb, så vil der også være en relativ tung post som indeholder administrationsomkostningerne.

Vores vurdering i forhold til, hvor meget Spar Nord ville kunne spare i løbende omkostninger, så vil der være tale om 50.652.000 kr. årligt. Besparelsen omfatter alle medarbejdere som er "skåret" fra i forbindelse med opkøbet. Engangsomkostningen vil ende i omegn af 50.000.000 kr., så første år skal dette beløb trækkes fra, hvilket vil resultere i, at de økonomiske effekter af et evt. opkøb først vil slå igennem i næstkommende regnskab

## Kapitalgrundlag for Spar Nord

Det er overordnet set bestyrelsen og direktionens ansvar i Spar Nord, at banken lever op til de regulativer som bankerne er pålagt. Det er primært kapitalprocenten som skal være tilstrækkelig for banken. Kapitalprocenten er et udtryk for banken evne til at modstå tab i mindre gode konjunkturer. Ret beset, så udregner med dette ved at ligge kernekapital og supplerende kapital sammen, og efterfølgende dividere i risikovægtede aktiver.

Der findes flere forskellige metoder til at beregne kapitalgrundlaget, og nogle af mere detaljerede end andre.

### **Egentlig kernekapital**

Spar Nord's egentlige kernekapital skal udgøre min. 4,5 pct. af de risikovægtede aktiver. Der er en række faktorer så har indflydelse på Spar Nord's kernekapital her i blandet: Overskud, tidligere henlagt overskud eller overskud ved emission.

## Hybrid kernekapital

Vi kender hybrid for andre brancher blandt andet bilbranchen, hvor der efterhånden kører flere hybrid biler rundt. Hybrid kernekapital er rent faktisk det samme, da der er tale om en kombination af to komponenter. I dette tilfælde er det en blanding af Spar Nord's egenkapital og lånekapital. For at Spar Nord kan få lov at medregne hybridens som egentlig kernekapital, så er der en række forudsætninger som skal opfyldes. En af "kravene" er blandt andet, at lånet kan ikke opsiges, og løbetiden skal være uendelig. Der er også en række andre forudsætninger som skal være opfyldt.

## Supplerende kapital

Supplerende kapital består af en blanding mellem ansvarlig lånekapital og efterstillet indlån fra kunder. Forudsætningen for ansvarlig lånekapital er, at løbetiden min. skal være 5 års løbetid. Hvis et pengeinstitut skulle gå ned og hjem, så bliver denne kapital altid nedskrevet før kundernes indlån.

### Kapitalgrundlag for Spar Nord før evt. køb af DAB

Spar Nord er efterhånden en større spiller på det danske marked, hvilket udnævnelsen som SIFI (Systemisk vigtige finansielle institutter) institut også indikerer. Dette medfører en række skærpede krav i forhold til deres kapitalgrundlag. Spar Nord er i dag en velpolstret bank med en pæn overdækning. I forbindelse med et potentielt køb af DAB, så vil det være naturligt at kigge på hvordan Spar Nord kapitalgrundlag er sammensat.

Table 16

Kapitalgrundlag for Spar Nord pr. 31.12.2018

Spar Nord Bank				
Kapitalopgørelse ( Mio. kr.)	31.12.2018		Risikovægtede poster	31.12.2018
Aktiekapital+ overført resultat	8.273		Kreditrisiko	44.029
Øvrige poster	309		Markedrisiko	4.125
Fradrag kapitalandele	-411		Operationel risiko	5.705
Øvrige fradrag	-191		<b>Risikovægtede poster</b>	<b>53.859</b>
Hensættelser til udbytte	-431			
<b>Egentlig kernekapital</b>	<b>7.549</b>	<b>14,0%</b>		
Hybrid kernekapital	843			
fradrag kapitalandele	-5			
<b>Hybrid kernekapital</b>	<b>838</b>	<b>1,6%</b>		
Supplerende kapital	1314			
Fradrag kapitalandele	-10			
<b>Supplerende kapital</b>	<b>1304</b>	<b>2,4%</b>		
<b>Kapitalgrundlag i alt</b>	<b>9.691</b>	<b>18,0%</b>		

Kilde: Egen tilvirkning pba. Spar Nords Årsrapport 2018

Vi ved at Spar Nord er interesseret i at købe DAB, og det kunne være interessant at kigge på deres kapitalgrundlag og kigge lidt ind i, hvor meget Spar Nord evt. vil kunne betale for DAB uden at deres kapitalprocent kommer under pres.

Vi har i vores værdiansættelse regnet med det skal have en kapitalprocent på minimum 14,1 pct., og de har i da jf. ovenstående tabel en kapitalprocent på 18 pct.

Hvis man laver regnestykket således:

$$\text{Kapitalprocent } 18 - 14,1 = 3,9$$

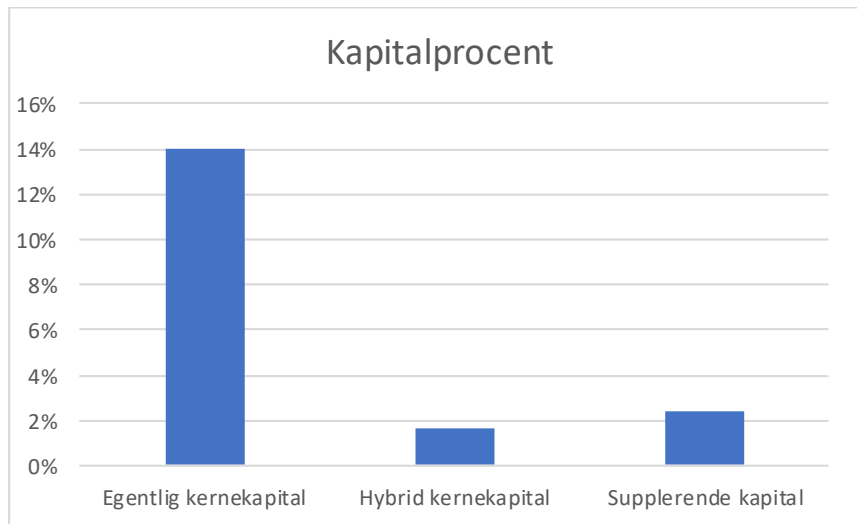
$$\text{Risikovægtede poster } 53.859/100 * 1 * 3,9 = 2100 \text{ mio. kr.}$$

Det vil sige at Spar Nord kan tillade sig at betale i omegn af 2 milliarder kroner uden deres solvens kommer under pres. Dog vil det ikke nødvendigvis være den bedste idé, da vi ved at

de er blevet et SIFI institut, og har en indfasning periode indtil 2022, hvor deres samlede kapitalgrundlag skal være på 27 pct.

Table 17

### Spar Nord kapitalprocent



Kilde: Egen tilvirkning

Spar nord har tidligere haft en intern målsætning om at have en egentlig kernekapitalprocent på 13 %, og en samlet kapitalprocent på 16,5 %. Når vi kigger på deres kapitalgrundlag jf. ovenstående tabel, så kan vi se at de har en samlet kapitalprocent på 18 pct., hvilket giver dem en overdækning

## Værdiansættelse

Som udgangspunkt kan man opdele værdiansættelsesmetoder i tre grundlæggende værdiansættelsestilgange, nemlig:

- Den indkomstbaserede metode
  - o Værdien fastsættes med udgangspunkt i den fremtidige indkomst subjektet måtte genere.

- Den markedsbaserede metode
  - o Her fastsættes værdien ved at sammenligne uafhængige transaktioner.
- Den omkostningsbaserede metode
  - o Værdien fastsættes her på baggrund af de omkostninger, der gået til opbyggesen af aktivet og eller det der vil vedgå til opbyggelse af et tilsvarende subjekt. (SKAT.dk, 2019, <https://skat.dk/skat.aspx?oid=1813135&chk=216301>, besøgt d. 04/04-2019)

## DCF – Modellen

En af de mest benyttede modeller til værdiansættelse af virksomheder er DCF modellen. Her bliver virksomheden værdiansat med baggrund i de fremtidige frie pengestrømme, som virksomheden forventes at genererer. Det er derfor en indkomstbaseret model.

Værdien af virksomheden opgøres som den tilbagediskonterede værdi af de forventede fremtidige pengestrømme.

Formlen for DCF ser ud således:

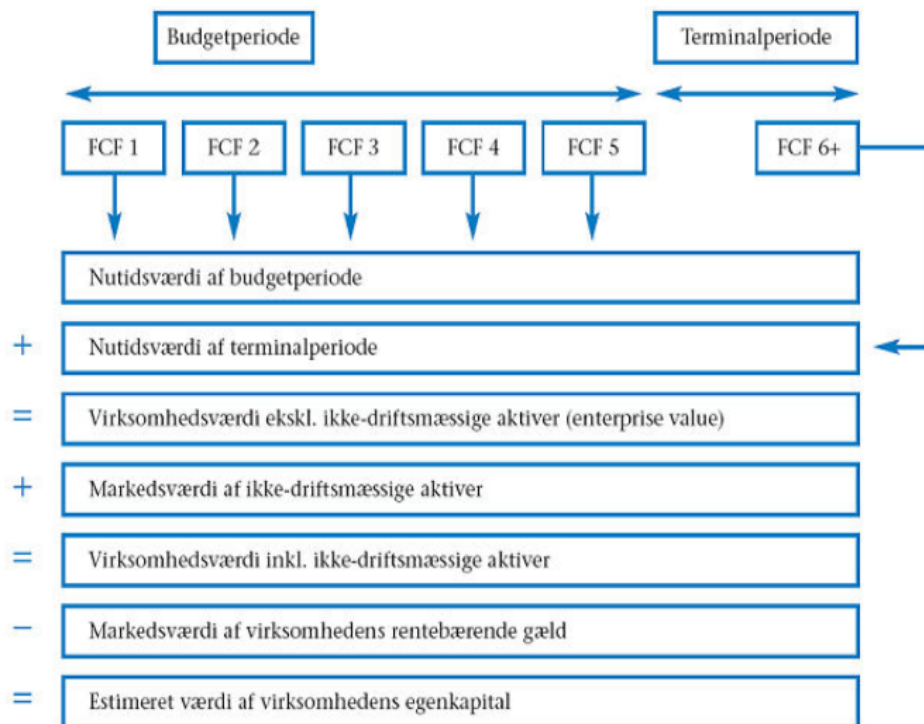
$$EV_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1 + WACC)^t}$$

*Kilde: Skat.dk*

Nedenfor ses en mere konkret illustration af DCF-modellen.

*Table 18*

Formel til DCF modellen



Kilde: [www.SKAT.dk](http://www.SKAT.dk)

Som tidligere nævnt er DCF-modellen en af de mest brugte modeller til værdiansættelse af virksomheder. Den har dog nogle udfordringer, når det gælder værdiansættelse af pengeinstitutter. DCF-modellen antager at pengestrømmen fra driften og investeringerne kan holdes adskilt fra finansieringen. For at kunne benytte DCF-modellen er man nødt til at definere hvad der er virksomhedens netto arbejdskapital. Pengeinstitutter er sammensat på en måde der gør dette meget vanskeligt. De benytter nemlig den kortfristede gæld, blandt andet indlån, som arbejdskapital og hele virksomheden vil få en uforholdsmæssig stor gæld. Derfor vil man ved beregning af WACC opleve, at denne vil blive meget lav. Som så senere vil medføre en urealistisk høj værdiansættelse.

Et andet punkt der godt kan skabe problemer for DCF-modellen, er de mange regulatoriske krav som et pengeinstitut møder fra myndighederne. Der er for banker og pengeinstitutter opsat en række krav til deres solvens, som almindelige virksomheder ikke møder. Det betyder at det i visse tilfælde ikke er muligt at udbetale hele overskuddet og derfor vil dele af det cash flow alligevel ikke være helt frit.

For at komme disse problemer til livs kan en ændret udgave af DCF-modellen benyttes.

Denne anden udgave tager udgangspunkt i virksomhedens egenkapital og fokuserer på virksomhedens overskud og evne til udbetaling af fremtid udbytte. Vi kan ved en finansiell virksomhed ikke forudsige netto kapitaludgifterne og den ikke kontante arbejdskapital, det betyder derfor at vi ikke kan estimere det frie cash flow. (Aswath Damodaran 2009, Valuing Financial Service Firm, side 14). Derfor er vi nødt til at fokusere på det mulige udbytte til aktionærerne for på den måde at fremskrive cash flowet.

Med baggrund i dette har vi valgt at benytte denne modificerede DCF-model til, at beregne værdien på DAB. Den model vi har valgt, ser således ud:

Table 19

Modificerede DCF model

$$\sum_{t=1}^{t-1} \frac{NI_t - ECR_t}{(1 + R_e)^t} + \frac{NI_{T+1} - ECR_{T+1}}{(1 + R_e)(R_e - g)^T}$$

Kilde:Koller, Goedhart og Wessel, Valuation, Side 747

NI = netto resultat, ECR = (Equity capital requirement) Dette er kravet om binding af basis kapital, som indgår i beregningen af bankens solvens. RE = afkastkrav.

På denne måde kan man estimere en nutidsværdi af de fremtidige afkast til ejeren. Det er dog vigtigt for investor at estimere et fremtidigt solvenskrav, samt hvor stor en andel de risiko-vægtede aktiver vil udgøre i fremtiden.

## Budgettering

Til at starte med, skal vi have lavet en fremtidig resultatopgørelse. Dette gøres ved at lave et budget over fremtidige indtægter og udgifter.



## Rentemarginal

Rentemarginalen er et meget vigtigt nøgletal. Det fremgår ikke af en banks årsrapport, så for at finde nøgletallet skal man bruge følgende:

”Renteindtægter – renteudgifter/ udlån og tilgodehavender”.

Rentemarginalen er spændet mellem bankens udlån og indlån. Jo højere rentemarginalen er, jo bedre er banken til at tjene penge på deres udlån. Rentemarginalen kan også forbedres, hvis banken har lave funding omkostninger f.eks.

Table 20

DABs rentemarginal i perioden 2014 - 2018

Rentemarginal	2018	2017	2016	2015	2014
DAB	4,60%	4,10%	4,30%	3,80%	4,30%

Kilde: Egen tilvirkning

Ovenfor kan man se udviklingen i DABs rentemarginal. Den falder lidt fra 2014 til 2015, hvorefter den stiger lidt igen. Årsagen til DAB formår at vende udviklingen i deres rentemarginal skal findes i de har fået styr på deres renteudgifter som i hele perioden er faldet med 92 pct. Samtidig er deres udlånsportefølje faldet igennem hele perioden.

## Udlån

Udlånsposten i en bank er lidt sidestillet med deres ”varer”, hvorfor denne post er en meget vigtig post. Udlåns siden er med til at genererer størstedelen af bankens indtjening. For at få en rigtig værdiansættelse af DAB i sidste ende, så er det derfor vigtigt at have et relativt præcist billede af, hvordan udlånet vil vækste i budgetperioden. DABs udlån er steget jævnt i perioden 2014 – 2018 med en samlet stigning på knap 1 pct., hvilket siger noget om en afmatelse i udlånet hos DAB. Vi tror DAB vil opleve en mindre stigning i udlånet de næste 2 år, efterfulgt af et dalende udlån. Årsagen skal findes i, at vi tror på at huspriserne stagnerer samt landbruget potentielt går nogle hårde tider i møde. Såfremt huspriserne stagnerer, har folk

ikke samme friværdi, og der kan derfor ikke optages tillægslån på samme niveau som vi ser det i dag.

*Table 21*

Oversigt over udviklingen i udlån

<b>Udlånsvækst</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>0%</b>	<b>-1%</b>	<b>-3%</b>
<b>DAB udlån</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
<b>Udlån</b>	<b>6.375.223</b>	<b>6.502.727</b>	<b>6.502.727</b>	<b>6.437.699</b>	<b>6.244.568</b>

Kilde: Egen tilvirkning

DAB har de seneste år i forbindelse med organisationsændringer sammenlagt nogle af deres filialer blandet andet Augustenborg, Bramming og Hammershøj sammen med nogle af de eksisterende filialer for at få en mere slagkraftig enhed. De har altså ikke planer om at åbne flere filialer på sigt, hvilket muligvis kunne have indflydelse på udlånsvæksten fremadrettet.

### **Nettorenteindtægter**

Som nævnt tidligere, så er udlånsportefølje en af de vigtigste aktiver for en bank, dog er det mindst lige så vigtigt, at der er styr på renteindtægterne, da en stor udlånsportefølje ikke kan bruges til ret meget såfremt der ikke kan tjenes penge på den. Det er ingen hemmelighed, at rentemarginalen generelt banker i mellem, har været sat under pres grundet de lave renter. Det er primært efterdønningerne af finanskrisen som er skyld i det eksisterende nul-rente-miljø samtidig med den europæiske central bank køber op i obligationer, som holder renten nede. Der er en enorm priskonkurrence bankerne i mellem, da de fleste banker har et indlånsoverskud, hvorfor det giver mening at få deres penge ud og arbejde. DABs rentemarginal har været i negativgående retning ligesom resten af banksektoren de seneste år. Umiddelbart ser det ikke ud til, at renterne stiger lige med det samme, hvorfor det må forventes at DABs rentemarginal også vil være under pres de næste par år. Man kan dele det lidt på i to, og sige at rentemarginalen er under pres grundet det nuværende rentemiljø, men fælles for mindre banker så er deres primære redskab til at kapre nye kunder en billig rente, hvilket presser deres marginal yderligere. Det er trods alt bedre for banken med indlånsoverskud, at låne pengene

ud igen billigere end at placere dem i nationalbanken til en negativ rente på -0,65 pct. (nationalbanken.dk, 2016, <http://www.nationalbanken.dk/da/markedsinfo/officiellerentesatser/Sider/Default.aspx>, tilgået d. 03/04-2019).

Table 22

Oversigt over udvikling i nettorenteindtægter

Vækst		0%	1%	1%	4%	5%
År		2019	2020	2021	2022	2023
<b>Nettorenteindtægter</b>		<b>332.494</b>	<b>335.818</b>	<b>339.177</b>	<b>352.744</b>	<b>370.381</b>

Kilde: Egen tilvirkning

Vi forventer at nettorenteindtægterne vil være støtstigende de første år, hvorefter de vil stige endnu mere. Baggrunden for dette er, at vi forventer renten begynder at stige igen efter nogle år. Når renten stiger forventer vi at banken i første omgang vil drive fordel af en stigende rente forstået på den måde, at der automatisk vil komme et rentegap, som banken vil tjene på inden de selv begynder at hæve indlånsrenten for kunderne.

### Kursreguleringer

Kursreguleringer kan være en svær størrelse at spå om. Udviklingen afhænger især af, hvordan bankens investeringspolitik er. Selve konjunktoren spiller også en rolle i forhold til hvordan deres beholdning klarer sig. Hvis man kigger på DABs sidste 5 regnskabsår, så svinger kursreguleringerne relativt meget. Måden vi har valgt at estimere dette fremadrettet er ved at tage et gennemsnit af det sidste 5 år.

Table 23

Oversigt over udviklingen i kursreguleringer

Vækst		0%	0%	0%	0%	0%
År		2019	2020	2021	2022	2023
<b>Kursreguleringer</b>		<b>8.505</b>	<b>8.505</b>	<b>8.505</b>	<b>8.505</b>	<b>8.505</b>

Kilde: Egen tilvirkning

### Udbytte af aktier

Som nævnt med kursreguleringer så er aktieudbytte også svært at forudsige. Vi har ikke adgang til at se den konkrete aktiebeholdning, hvorfor det vil være end sværere at forudsige fremtidige udbytter samtidig med, at det må antages at beholdningen bliver ændret løbende efterhånden som marked ændrer sig. Det det kan være svært at estimere dette frem i tid, har vi valgt at bruge tallene fra 2018 i hele budgetperioden.

Table 24

Udvikling i udbytte af aktier

Vækst	0%	0%	0%	0%	0%
År	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Udbytte af aktier</b>	<b>8.938</b>	<b>8.938</b>	<b>8.938</b>	<b>8.938</b>	<b>8.938</b>

Kilde: Egen tilvirkning

### Andre driftsindtægter.

Denne post består blandt andet af avance ved evt. salg af grunde og bygninger. Dette kan have stor betydning for resultatopgørelsen i enkelte år, hvis banken evt. sælger en domicil ejendom. Det er dog ikke hvert år det sker, så de fleste år er denne post forholdsvis beskeden. I de seneste 4 regnskabsår været på et niveau fra tkr. 1476 til 2.914. Den største post for DAB er vederlag fra andre pengeinstitutter i niveauet tkr. 1260. De gennemsnitlige driftsindtægter har

igennem de seneste fire år være tkr. 1997. Vi forventer for denne post en udvikling på 2% pr. år. Dette svare til vores generelle forventninger til den langsigtede vækst.

Table 25

Oversigt over driftsindtægter

Procent/beløb i 1000 kr.	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Budgetteret vækst</b>	2	2	2	2	2
<b>Andre Driftsindtægter</b>	1701	1735	1770	1805	1842

Kilde: Egen tilvirkning

### Andre driftsudgifter

For Danske andelskasser bank består andre driftsudgifter primært af bidrag til garantiformue, erstatninger og andre udgifter. Igennem de sidste fire år har disse tre forhold været forholdsvis konstante. I 2016-2017 har andre driftsudgifter været på et niveau omkring tkr. 30.000-46.000, men fra 2017 og frem mod 2018 er de faldet markant til et niveau omkring tkr. 3500. Grunden til dette store fald skyldes i høj grad omkostninger til omstrukturering der i tidligere år har været på et højt niveau, men nu ikke længere fremgår af regnskabet.

Som tidligere i Andre driftsindtægter forventer vi også i denne kategori en vækst der svare til vores langsigtede vækst.

Banken har igennem de seneste år brugt resurser på strømlinet deres forretning. Dette er de på nuværende tidspunkt nogenlunde i mål med og vi forventer ikke at der inden for de næste kommer til at se store udsving i denne post.

Table 26

Oversigt over driftsudgifter

Procent/beløb i 1000 kr.	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Budgetteret vækst</b>	4	4	4	4	4
<b>Andre Driftsudgifter</b>	3523	3594	3665	3739	3813

Kilde: Egen tilvirkning

## Udgifter til personale og administration

Denne udgift er for en bank en af de helt store poster. Især personaleomkostningerne er en af bankernes største udgifter. Udgifterne for personale og administration er for DAB kun blevet 2,43% større over de seneste fire år. (Danske Andelskassers Bank, 2018 & 2016, Årsrapport, note 9) Dette tal må siges at være meget fornuft. Banken har i en tid hvor der er meget fokus på stigende personaleomkostninger i branchen formået at få selve personaleomkostningerne til at falde fra tkr. 262.000 i 2015 til 260.000 tkr. I 2018. En af grundene til dette er at bankens samlede antal fuldtidsansatte (FTE) er faldet med 14% over de sidste 3 år fra 382 til 328.

I samme periode har de holdt deres omkostninger til administration på et samlet niveau på omkring tkr. 170.000 i samtlige 4 år. I administrationsomkostninger er de største poster IT og lokaleudgifter.

I det fremtidige budget kunne vi godt vælge at benytte den tidligere periodestigning på kun 2,43%, men da banken i deres 2018 regnskab ikke nævner noget om yderligere fokus på besparelser på personale, så er det vores forventning at den samlede udgift til personale og administration vil være på et højere niveau.

I 2017 blev FA og Finansforbundet enige om en aftale der betød, at de finansansatte ville stige med 5,85% over en 3-årig periode. (Lind, K (2017), En overenskomst med vægt på løn og kompetenceudvikling, Finansforbundet, <https://www.finansforbundet.dk/da/OmFinansforbundet/Sider/Overenskomstresultat2017.aspx>, besøgt 04/04-2019)

Ser vi på IT-omkostningerne, så er dette punkt hvor bankerne i de seneste år har brugt mange penge og forsat vil bruge mange penge. De store banker så som Danske Bank og Nordea brugte henholdsvis 2,3 mia. og 7,5 mia. (Iversen, C. Brahm, K. Hald, M. (2016) Finans.dk, Bankerne poster milliarder i at vinde it-kapløbet, <https://finans.dk/finans/finans/ECE8311824/bankerne-poster-milliarder-i-at-vinde-itkaploebet/?ctxref=ext>, Tilgået d. 04/04-2019)

De mindre banker er dog kommet efter det igennem partnerskaber med blandt andet SDC og BEC. Fra 2017 til 2018 steg DABs IT-udgifter med næsten 3%. Ud af de samlede administrationsudgifter var denne stigning 1,89%. Vi forventer at de øvrige administrationsudgifter bliver på nogenlunde samme niveau som i dag.

På baggrund af de formentlige data har vi valgt at budgettere med en årlig stigning på 4%.

Table 27

Oversigt over udgifter til personale og administration

Procent/beløb i 1000 kr.	2019	2020	2021	2022	2023
Budgetteret vækst	4	4	4	4	4
Personale- og adm omks.	452.417	470.513	489.334	508.907	529.263

Kilde: Egen tilvirkning

**AF og nedskrivning af immaterielle og materielle aktiver.**

Det kan være forholdsvis besværligt at vurdere hvordan denne post skal budgetteres i fremtiden. Afskrivninger foretages lineært over aktivernes forventede brugstider på 3-5 år og revurderes hvert år. Ud over dette nedskrives øvrigt materielle aktiver efter nedskrivningsbehov. Dette gøres når der er indikation for værdiforringelse. Banken forventes ikke at skulle lave større lave større erhvervelser i løbet budgetperioden og det forventes derfor at nedskrivninger fortsætter lineært i forhold til 2018 nedskrivningerne på tkr. 5189.

Table 28

Oversigt over nedskrivninger af materielle anlægsaktiver

Procent/beløb i 1000 kr.	2019	2020	2021	2022	2023
Budgetteret vækst	0	0	0	0	0
Nedskrivninger matr anlæg.	5.189	5.189	5.189	5.189	5.189

Kilde: Egen tilvirkning

**SKAT**

Skattesatserne er løbende blevet sænket fra 25% i 2013 til 22% i 2016. Fra 2016 og frem har skattesatsen for selskabsskat været 22%. Det er vores forventning at denne sats fortsætter for

## Gebyr- og provisionsindtægter

Dette er i dagens Danmark bankernes næststørste indtægtskilde. Tidligere tjente bankerne de fleste af deres penge på ind- og udlån, men det meget lave rentemarked og den negative indskudsbevis rente i nationalbanken, har betydet at bankerne i dag faktisk taber penge på deres indlånsoverskud. For DAB har disse indtægter de seneste år været på et meget stabilt niveau på mellem tkr. 240.000-250.000. De fleste af indtægterne kommer fra kategorien øvrige gebyrer og provisioner, de bidrager med ca. halvdelen af indtægterne.

En af de andre store indtægtskilder stammer fra værdipapirhandel og depoter. Denne indtægt er over de seneste 4 år steget med 60%. Dette skyldes det store fokus på forretning af indlån der kun kan fremkomme ved investering med henvisning til det lave rentemarked.

Lånesagsgebyrerne er fra 2017-2018 faldet med 34% og har i de belyste år ikke været særligt konstante. Det store fald må ses som konsekvens af en mindre aktivitet på lånemarkedet.

Vi forventer for denne kategori en stigning i budgetperioden den samme vækst som vores langsigtede vækst mål på 2% pr. år.

Table 29

Oversigt over Gebyr- og provisionsindtægter

Procent/beløb i 1000 kr.	2019	2020	2021	2022	2023
Budgetteret vækst	2	2	2	2	2
Gebyr- og provisionsindtægter	251.835	256.872	262.009	267.249	272.594

Kilde: Egen tilvirkning



**Nedskrivninger:**

Som tidligere beskrevet, så har posten nedskrivninger i mange år været DABs store problemer. Igennem de seneste år er procentdelen af nedskrivninger i forhold til samlet udlån faldet fra 2,68 i 2014 til et niveau på 0,12 i 2018. PWC har i 2017 lavet en artikel ifb. med overgangen til det nye nedskrivningssystem IFRS 9 hvor også forventede tab skulle nedskrives. Her er lavet en graf der viser nedskrivninger i forhold til procent af udlån og garantier. (PWC.dk, (2019) Effekten af nedskrivninger i danske pengeinstitutters 2017 årsrapporter, tilgået d. 05/04-2019)

*Table 30*

Oversigt over nedskrivninger og hensættelser



Kilde: <https://www.pwc.dk/da/artikler/2018/03/effekten-af-nedskrivninger-i-danske-pengeinstitutters-2017-aarsrapporter.html>

Som det ses var der en kraftig negative vækst på bankernes udlån op til og i forbindelse med finanskrisen i 2008. Her toppede bankernes samlede nedskrivninger og er så stille og roligt faldet frem med 2016.

DAB har i både 2015 og 2014 lagt markant over gennemsnittet. Som tidligere nævnt var deres samlede nedskrivninger i 2014 omkring 1,5 procentpoint over resten af branchen. Skulle vi i vores budgetplanlægning følge branchetalende vil de forventede nedskrivninger være under 0,5% af det samlede udlån og garantier, men da DAB har lagt noget over gennemsnit tidligere har vi valgt at benytte en gennemsnitlige nedskrivningsprocent på 1% pr. år.

Table 31

Oversigt over udlån og garantier

Procent/beløb i 1000 kr.	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Samlet udlån og Garantier</b>	<b>6.375.223</b>	<b>6.502.737</b>	<b>6.502.727</b>	<b>6.437.699</b>	<b>6.244.568</b>
<b>Budgetteret vækst</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>Nedskrivninger</b>	<b>63.753</b>	<b>65.027</b>	<b>65.027</b>	<b>64.377</b>	<b>62.446</b>

Kilde: Egen tilvirkning

### Terminalperioden

Terminalperioden benyttes til at afslutte den fremtidige resultatopgørelse. Denne periode skal vise den fremtidige vækst ud i al fremtid. Vi har i vores terminalperiode valgt ikke at benytte af os de samme forudsætninger, som vi brugte i vores budgetperiode, vi har derimod valgt at benytte 2% som et gennemgående tal for vores beregning. Grunden vil vores valg er at netop dette væksttal er at det er euroområdet ønske til vækst i fremtiden. (Nationalbanken, 2017, Pengepolitik, <http://www.nationalbanken.dk/da/pengepolitik/Sider/Default.aspx>, d. 16/04-2019).

Vi har valgt at benytte denne vækst i alle vore elementer af resultatopgørelsen både i form af indtægter og udgifter. En af de overvejelser vi har haft er hvorvidt vi kunne benytte dette væksttal til nedskrivningerne? Vi har valgt at benytte 2% da specielt denne faktor er særligt følsom over for den økonomiske vækst og frem i tid vil en banks nedskrivninger blive både større og mindre end 2%, så vi har fundet netop dette tal som et naturligt gennemsnit frem i tid.

Når terminalperioden er beregnet, så bliver den ligesom de øvrige cash flow tilbagediskontret til en nutidsværdi. Dog benyttes der til dette et afkastkrav fratrukket inflationen (2%).

## Den samlede resultatopgørelse

Table 32

## Budgetteret resultatopgørelse

Budgetteret resultatopgørelse						
1.000 DKK	2019	2020	2021	2022	2023	Terminalperiode
<b>Nettorenteindtægter</b>	332.494	335.818	339.177	352.744	370.381	377.788
Gebyr- og provisionsindtægter	251.835	256.872	262.009	267.249	272.594	278.045
Udbytte af aktier	8.938	8.938	8.938	8.938	8.938	9.116
<b>Netto rente- og gebyrindtægter</b>	<b>593.267</b>	<b>601.628</b>	<b>610.124</b>	<b>628.931</b>	<b>651.913</b>	<b>664.951</b>
Kursreguleringer	8.505	8.505	8.505	8.505	8.505	8.675
Andre driftsindtægter	1.701	1.735	1.770	1.805	1.842	1.878
Udgifter til personale og administration	452.417	470.513	489.334	508.907	529.263	539.848
Af- og nedskrivninger på immaterielle og materielle aktiver	5.189	5.189	5.189	5.189	5.189	5.292
Andre driftsudgifter	3.523	3.594	3.665	3.739	3.813	3.889
Nedskrivninger på udlån mv.	63.752	65.027	65.027	64.377	62.446	63.695
<b>Resultat før skat</b>	<b>58.180</b>	<b>47.065</b>	<b>36.634</b>	<b>36.409</b>	<b>40.855</b>	<b>41.674</b>
Skat	12800	10354	8059	8010	8988	9168,2976
<b>Årets resultat</b>	<b>45.380</b>	<b>36.711</b>	<b>28.575</b>	<b>28.399</b>	<b>31.867</b>	<b>32.506</b>

Kilde: Egen tilvirkning

Vi ser her i den fremtidige resultatopgørelse, at DAB i de næste år frem, i vores politik fortsætter den fremgang vi så tidligere i vores regnskabsanalyse. Alle år giver et fint EBIT, hvilket nok skal ses i den naturlige fremgang der ses i økonomien, men også den generelle forventning om, at dertil værd en tid vil være en forventet vækst til fremtiden.

## Cash flow to Equity

Da vi værdiansætter en bank, er vi som tidligere fortalt nødt til at tage højde for de fremtidige regulatoriske begrænsninger, som DAB vil kunne møde og dertil skulle leve op til. Der tænkes her på bankens solvens og basiskrav. Som vi så i det tidligere afsnit, så vil DAB efter forventning blive ved med at vækste og derfor vil deres risikovægtede poster stige, da det som tidligere fortalt er kreditrisikoen der er den største faktor i forhold til de risikovægtede aktiver. Stiger de risikovægtede aktiver kan DAB blive nødt til at tilbageholde noget af årets resultat til yderlige polstring af deres basiskapital.

## Risikovægtede poster og solvens

Det første vi vil estimere, er den fremtidige forventning til de risikovægtede aktiver for DAB. Som det tidligere er beskrevet i opgaven, så kan dette foregå på flere forskellige måder. Det er ikke nemt at lave en udregning over de risikovægtede poster og vi har derfor valgt at fokusere på datiden for at bestemme vores fremtidige risikovægtede poster i procent.

Vi har valgt at benytte tallene fra 2018 hvor vi har brugt de samlede risikovægtede aktiver på 8.911.387 og divideret dem med det samlede udlån på 6.247.365. Dette giver en risikovægt på 142%, som vi så har valgt at benytte for hele perioden.

## Solvens til beregning af værdiansættelse

I forhold til vores værdiansættelsesmodel, så har vi valgt at bruge en solvens for DAB på 14,1 pct. Jf. deres risikorapport side 7 fra 2018 beskriver de, at de har et solvensbehov på 10,6 pct. set i forhold til deres risikovægtede aktiver. DAB skal udover deres behov på 10,6 pct. polstre sig yderligere, da der er krav om en bevaringsbuffer på 2,5 pct. samt en kontracyklisk buffer på mellem 0 – 2,5 pct. Det er erhvervsministeren som hvert kvartal fastsætter den kontracykliske buffer alt efter hvordan det går i dansk økonomi. Jo bedre det går i økonomien, desto højere vil bufferen være, for at sikre at bankerne har lagt til side i de gode år til evt. tab i mindre gode år. I skrivende stund er den kontracykliske buffer på 0,5 pct., men erhvervsministeren vil hæve den til 1 pct. pr. 30. september. (Erhvervsministeriet, (2018), Fastsættelse af kravet til den kontracykliske kapitalbuffer for Danmark, Grønland og Færøerne for 3. kvartal 2018, <https://em.dk/nyhedsarkiv/2018/september/fastsaettelse-af-kravet-til-den-kontracykliske-kapitalbuffer-for-danmark-groenland-og-faeroerne-for-3-kvartal-2018/>, tilgået d. 04/04-2019).

## Udregning af Equity cash flow

Table 33

## Equity cash flow

Procent/beløb i 1000 kr.	2019	2020	2021	2022	2023	Terminalperiode
Bankudlån	6.375.223,00	6.502.737,00	6.502.727,00	6.437.699,00	6.244.568,00	6.369.459,00
Risikovægtede poster i %	142,00	142,00	142,00	142,00	142,00	142,00
Risikovægtede poster	9.052.816,66	9.233.886,54	9.233.872,34	9.141.532,58	8.867.286,56	9.044.631,78
Solvens	14,10	14,10	14,10	14,10	14,10	14,10
Basiskapital	1.276.447,15	1.301.978,00	1.301.976,00	1.288.956,09	1.250.287,40	1.275.293,08
Basiskapital	1.276.447,15	1.301.978,00	1.301.976,00	1.288.956,09	1.250.287,40	1.275.293,08
Kapitalgrundlag Primo	1.442.930,00	1.442.930,00	1.442.930,00	1.442.930,00	1.442.930,00	1.442.930,00
Årets resultat	45.380,00	36.711,00	28.575,00	28.399,00	31.867,00	41.674,00
Udbytte	45.380,00	36.711,00	28.575,00	28.399,00	31.867,00	41.674,00
Kapitalgrundlag ultimo	1.442.930,00	1.442.930,00	1.442.930,00	1.442.930,00	1.442.930,00	1.442.930,00

Kilde: Egen tilvirkning

Tabellen ovenfor viser udregning af DABs Equity cash flow. Som det ses, så havde banken ultimo 2018 et kapitalgrundlag på tkr. 1.442.930, dette er langt over den nødvendige basiskapital for 2019. Det betyder, at DAB vil have mulighed for at udbetale hele sit resultat, som udbytte til aktionærerne. De næste år viser, at banken holder deres basiskapitalkrav på et niveau der ligner 2019 og da det nuværende kapitalgrundlag er så stort, vil der på intet tidspunkt være behov for at indskyde noget af årets resultat ind i kapitalgrundlaget og banken derfor mulighed for at udbetale hele resultatet. Dette skal vi bruge til næste del af værdiansættelsen.

## Egenkapitalens afkastgrad

For at kunne bestemme tilbagediskonteringsfaktoren, skal vi have regnet os frem til det krav om afkast, som markedet og derved aktionærerne har. Dette krav bestemmes ud fra hvad der findes af placeringsmuligheder på kapitalmarkederne og hvilket afkast disse vil give. Til dette kan forskellige muligheder benyttes blandt andet WACC, som er beskrevet tidligere i denne

opgave, men med større fordel, kan CAPM benytte. I næste afsnit vil vi beskrive og beregne CAPM.

## CAPM – Capital Asset Pricing Modellen

CAPM er en ligevægtsmodel, der kan være behjælpelig med at bestemme det relevante risikomål ved at kigge på sammenhængen mellem forventet afkast og risiko aktiver. Formlen for CAPM ser således ud.  $CAPM = R_f + \beta (R_m - R_f)$ , hvor  $R_f$  = Risikofri rente,  $B$  = Beta,  $R_m - R_f = MRP$  = Markedets risikofri præmie. (M. Christensen, 2014, Aktieinvestering, S. 135-138).

### Risikofrie Rente

Den risikofrie rente er den rente en investor kan opnå på en risikofri investering. FSR værdipapirsnotatet anbefaler at der anvendes en effektivrente på et papir med lang varighed. Det betyder i praksis at man kan benytte sig af renten på en 10-årig statsobligation. (SKAT. Version 1,4, 21.01.2019, <https://skat.dk/skat.aspx?oid=1813218>, Besøgt d. 15/05-2019). Den Danske Statsobligations rente var i 2013 1,7% og er siden faldet til i 2019 0,22 %. (Danmarks statistik (2018), Renter, <https://www.statbank.dk/statbank5a/SelectVarVal/saveelections.asp>, 22/03-2019).

### Beta

Beta bruges til at bestemme en akties følsomhed for svingninger over for markedet, det kunne være MSCI verden. Er Beta over 1 svinger aktien mere end markedet og er den under 1 er det omvendt. Illikvide aktier har ikke et præcist beta. Her skal man kigge på andre risikomål. Beta er ikke statisk og vil derfor løbende ændre sig. (Morningstar.dk, Ordbog, 2019, <http://www.morningstar.dk/dk/glossary/100341/beta.aspx>, besøgt d. 15/05-2019)

Beta-værdier er som udgangspunkt baseret på historik og det er derfor nødvendigvis ikke anvendelig til brug for et forekast. Ole Sørensen skriver i sin udgivelse at flere og flere analytikere vælger at estimere beta ud fra en ”logisk” betragtning. (Sørensen, O. (2017) Regnskabsanalyse og værdiansættelse)

Aswath Damodaran har pr. 05.01.2019 udregnet en samlet branche-beta for regionale banker i Vesteuropa til 0,57. Det er vores holdning, at DAB kan indgå i en sådan gruppe. Som det ses er Damodarans opgjorte beta meget lav – hvilket i alt sin enkelthed ved ende i en meget lav CAPM. Som omtalt tidligere har Ole Sørensen en lidt anden tilgang til beta – Denne vil vi kigge på her.

Table 34

Formel til risikovurdering

Beta	Risikovurdering
$\beta = 0$	Risikofri investering
$0 < \beta < 1$	Investering med mindre risiko end markedsporteføljen
$\beta = 1$	Risiko som markedsporteføljen
$\beta > 1$	Investering med større risiko end markedsporteføljen

Kilde: Ole Sørensen, side 53

Som det ses I figuren ovenfor, så vil en højere risiko på investeringen medføre en forhøjet beta-værdi. Hvordan den går hånd i hånd med Damodarans beta for branchen kan være svær at gennemskue. Hvis vi skulle bruge Ole Andersens vurderingsmetode til at sætte en beta-værdi for DAB, så ville vi som udgangspunkt mene at en investering i denne bank ville ses som en større risiko end markedsporteføljen. Vi har tidligere i denne rapport omtalt bankens store problemer med tunge landbrugskunder, der har medført betydelige nedskrivninger og dertilhørende dårlige resultater. Hvis det skulle opstå igen, vil der ikke være samme mulighed for udbytte og derfor forrentning for investor. Derfor ville en beta over 1 nok være mere realistisk set i forhold til DAB. Desuden vurderes aktien også forholdsvis illikvid og små ændringer kan derfor betyde større udsving.

Med baggrund i de to metoder har vi valgt at sætte DAB's beta til 1,17. Dette er vi kommet frem til ved at benytte Damodarans beta for branchen og derefter benytte Ole Sørensens logiske sans og tillægge et risikofradrag på 0,6 med baggrund i vores kendskab til DAB og de risici en evt. investor tager. Derfor vil vi benytte en beta på 1,17 til vores værdiansættelse.

## Risikopræmie

Markedsrisikopræmie (MRP) er det merafkast en aktieportefølje vil generere i forhold til den risikofrie rente. I 2016 lavede revisionsfirmaet PWC et notat, her forespurgte de forskellige investorer hvad de benytter som MRP og spændet var bredt, det lå mellem 4,5 og 8 og med et gennemsnit på 5,6%. (PWC, 2016, Værdiansættelse af virksomheder: Sådan fastlægges afkastkravet i praksis, besøgt d. 15/05-2019)

Da den risikofrie rente er 0,4 procentpoint lavere 2016 end i 2019, så forventer vi at MRP være på samme niveau – 5,6 %.

På nuværende tidspunkt har vi alle de faktorer vi skal bruge for at beregne en Capm. Vi har dog valgt at tilkoble en ekstra dimension til vores Capm. Tilbage i 2002 lavede FSR – Danske revisorer et fagligt notat omkring arbejdet værdiansættelse af virksomheder. Her i beskriver de et illikviditetstillæg der ofte tillægs når aktien er mindre likvid. Det skyldes alt andet end lige at det er nemmere at afvikle en aktiebeholdning uden store omkostninger hvis aktien er likvid. Derfor er en investor mere villig til at betale en merpris for en likvid aktie. (FSR, (2002) - Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele afsnit 8.2.2.9)



De har forsøgt at anslå tillægget således.

Table 35

Oversigt over likviditetstillæg

Markedsværdi	Likviditetstillæg (indikativ)
0-50 mio. kr.	4-6 procent
50-250 mio. kr.	3-4 procent
250-500 mio. kr.	2-3 procent
500-3.500 mio. kr.	1-2 procent
3.500-7.500 mio. kr.	0-1 procent
7.500 + mio. kr.	0 procent

Kilde: FSR - Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele side 61

Her ses det at en virksomhed med markedsværdi på mellem 500 og 3500 mio. kr. får tilføjet til likviditetstillæg på 1-2%. Vi har med baggrund i dette valgt at tillægge 1%.

Afkastkrav ved CAPM.

Alle disse overvejelser og tal, kan nu bruges til at opsummere ejerens afkastkrav altså Capm.

$$\text{CAPM} = 0,22\% + 1,17 (6,6) + 1 = 7,77 \%$$

## Værdiansættelse af DAB

På nuværende tidspunkt er både equity cash flow (ECF) og afkastkravet bestemt. Det betyder at vi kan bestemme værdien af egenkapitalen for DAB.

Table 36

### Diskonteringsfaktorer

	1.000 kr.	2019	2020	2021	2022	2023	Terminal
Forrentningskrav i terminal år.	5,77						
Diskonteringsrente	7,77	0,927902014	0,86100215	0,798925626	0,7413247	0,687876679	
ECF		45.380,00	36.711,00	28.575,00	28.399,00	31.867,00	41.674,00
NV årlig ECF		42108,19337	31608,2498	22829,29975	21052,8801	21920,56612	
Samlet NV ECF		139.519					
NV Terminal		496.821					
Værdi af EK		636.340					
Antal akter		145.358.390,00					
Værdi pr. aktie		4,377732903		636.340.206,64			

Kilde: Egen tilvirkning

Måden man finder nutidsværdien af equity cash flow er ved at gange NV årlig CF med diskonteringsfaktoren. Denne faktor bliver lavere med tiden, hvilket betyder at indtægter der forekommer i dag vurderes at have større værdi end indtægter der måtte forekomme ud i fremtiden. Den samlede nutidsværdi af ECF for DAB bliver kr. 139.519 tkr.

Dernæst skal nutidsværdien af terminalperioden fastsættes. Dette gøres ved at dividere ECF i terminalperioden med investors afkastkrav fratrukket den almindelige fremtidige vækstrate. Som tidligere beskrevet har vi i denne opgave valgt at benytte 2% som et estimat for den fremtidige vækst. Dette skyldes at det er netop denne sats er euroområdet's pengepolitiske mål at holde inflationen tæt på 2%. Derfor kan nutidsværdien af terminalperioden beregnes til 496.821 tkr.

Samlet nutidsværdi af ECF lægges nu sammen med nutidsværdi af terminalperioden – Dette giver en samlet værdi af egenkapitalen på 636.340 tkr. Dette beløb kan vi opregne til pris pr.

aktie / egenkapital pr. aktien ved at dividere med antallet af aktier. I DABs tilfælde er der udstedt 145.358.390 aktier dette giver en pris/værdi pr. aktie på 4.38 kr. eller en samlet værdi på 636.340.206,64 kr.

Den værdi vi nu er kommet frem til, kan vi bruge til at sætte op i mod den værdi, som banken har på børsen.

Aktien har i det seneste års tid været noget svingende. Dette skyldes at andet end lige, de nyheder der har været i forbindelse med Spar Nords opkøb af ca. 30% af banken. D. 01/02-2019 var værdien af en DAB aktie kr. 5,82. Det betyder med andre ord, at banken på denne dag havde en samlet værdi på 845.985.829 kr. Dette kunne alt andet end lige, at banken på daværende tidspunkt har været overvurderet i forhold til værdien af deres egenkapital med hele 33%. Spørgsmålet er dog om dette er den rigtige børsdag at tage udgangspunkt i? Den 26.09.2018 købte Spar Nord, som tidligere fortalt omkring 27% af aktierne i Spar Nord og kom dermed op en samlet beholdning på ca. 30% af DAB-aktierne. Det betød at aktien steg med ca. 50% fra 3,78 kr. til 5,68 kr. Denne stigning og Spar Nords opkøb, kan ikke betegnes som en hverdagsting og det vil nok derfor give mere mening at benytte værdien af aktien fra før d. 26.09.2018. Det er også den værdi Spar Nord må have benyttet til deres egen værdiansættelse.

Dagen før, d. 25.09.2018 var DABs aktiekurs kr. 3,78. Det vil give banken en samlet værdi på 545.093.962,5 kr. I forhold til vores værdiansættelse er dette en undervurdering på kr. 91.246.244,1.

Spar Nord betalte 6 kr. pr. aktie for de 39.319.988 aktier de købte af Henrik Lind, hvilket giver en overkurs på 58,8 % i forhold til lukkekursen dagen før opkøbet. Set i forhold til vores værdiansættelse er det en overkurs på 37%. For at kunne vurdere om det giver mening for Spar Nord at betale denne overpris, så vil vi på samme måde som ved DAB lave en værdiansættelse af Spar Nord alene, men også den samlede fremtidige bank.

En af de vigtigste ting at have med i baghovedet, når man bruger en beregning som DCF-modellen er de store udsving, man kan opleve ved bare små ændringer i de forudsætninger man benytter som data til beregningen.

Et eksempel kunne være en ændring af Beta. Tidligere i opgaven beskrives det at Aswath Damodaran pr. 05.01.2019 udregnet en samlet branche-beta for regionale banker i Vesteuropa til 0,57, dette er som udgangspunkt den beta der i mange tilfælde vil blive benyttet til en normal

DCF beregning. Bruges denne beta til beregning af vores Capm får vi et afkastkrav på 3,214. Dette har en stor påvirkning på vores beregning af DCF-modellen. Den samlede nutidsværdi af ECF forbliver på samme niveau med vores første udregning – den bliver 156.644 tkr, men nutidsværdien af terminalperioden stiger kraftigt. Den lander i dette tilfælde på intet mindre end 2.917.800 tkr. Det betyder at DAB opnår en samlet værdi på 21,15 kr. pr. aktie og samlet 3.074.443.547,51 kr.<sup>2</sup> Samlet set betyder den ”enkle” ændring en stigning i værdien af DAB på 483%. Det er derfor meget vigtigt, at man forholder sig kritisk til beregningerne og de input der benyttes.

### Værdiansættelse af Spar Nord

På samme måde som vi tidligere har bestemt værdien af af DAB vil vi nu gøre det ved Spar Nord. Spar Nord er en noget større bank end DAB, men vi har valgt at benytte de samme forudsætninger, som ved DAB, når det gælder budgetteringen af den fremtidige resultatopgørelse. Dette skyldes i høj grad at mange af de drivere der bestemmer udfaldet for fremtiden af en bank, er bestemt af samfundsøkonomien. Dette vil også gøre en senere sammenligning af de to bankers værdiansættelse mere værdiskabende se evt. bilag 6.

I opgørelsen af den fremtidige solvensgrad af Spar Nord, har vi valgt at benytte os af Spar Nord's individuelle solvensbehov og dertil tillægge de samme tillæg vi har benyttet i casen omkring DAB. Dette har betydet en solvens på 13% hvilket er 1,1 procentpoint mindre end DAB's solvensbehov. I forhold til risikovægtede poster, har vi på samme måde som ved DAB taget deres risikovægtede poster i procent i 2018 og brugt dette procenttal som forventning til fremtid forventning til de risikovægtede poster.

Table 37

## Oversigt over risikovægtede poster for Spar Nord

Procent/beløb i 1000 kr.	2019	2020	2021	2022	2023	Terminalperiode
Bankudlån	45.216.600	46.120.932	46.120.932	45.664.289	44.334.261	45.220.946
Risikovægtede poster i %	121	121	121	121	121	121
Risikovægtede poster	54.712.086	55.806.328	55.806.328	55.253.790	53.644.456	54.717.345
Solvens	13	13	13	13	13	13
Basiskapital	7.112.571	7.254.823	7.254.823	7.182.993	6.973.779	7.113.255
Basiskapital	7.112.571	7.254.823	7.254.823	7.182.993	6.973.779	7.113.255
Kapitalgrundlag Primo	9.691.000	9.691.000	9.691.000	9.691.000	9.691.000	9.691.000
Årets resultat	402.475	383.827	371.126	397.777	444.684	453.577
Udbytte	402.475	383.827	371.126	397.777	444.684	453.577
Kapitalgrundlag ultimo	9.691.000	9.691.000	9.691.000	9.691.000	9.691.000	9.691.000

Kilde: Egen tilvirkning

Som vi så det ved DAB så har også Spar Nord også et primo kapitalgrundlag langt større end det nødvendige basiskapital. Dette betyder, at de alle årene vil kunne udbetale det fulde resultat, som udbytte til aktionærene.

Table 38

## Diskonteringsfaktorer

1.000 kr.	2019	2020	2021	2022	2023	Terminal
Forrentningskrav i terminal år	5,77					
Diskonteringsrente	7,77	0,927902014	0,861002	0,798925626	0,741325	0,687877
ECF		402.475	383.827	371.126	397.777	444.684
NV årlig ECF		373.457	330.476	296.502	294.882	305.888
Samlet NV ECF		1.601.205				
NV Terminal		5.407.366				
Værdi af EK		7.008.571				
Antal akter		123.000.000				
Værdi pr. aktie		56,98		7.008.571.356		

Kilde: Egen tilvirkning

Når vi tilbagediskonterer ECF får vi en værdiansættelse af Spar Nord på kr. 7.008.571.356 eller hvad der svare til 56,98 kr. pr. aktie.

Ser vi på Spar Nords reelle aktiekurs så var denne d. 02/01-2019 på kr. 54,30 pr. aktie med en samlet værdi på 6.678.900.000 kr. Dette er 329.671.356 mindre end vores beregnede værdi.

Dette kan derfor godt tyde på at Spar Nord er noget undervurderet. Det skal dog siges, at aktiekursen d. 26.09.2018, som vi tidligere har benyttet, var på 60,80 kr. pr. aktie hvilket giver en overvurdering på kr. 469.828.644. Det vi kan konkludere af dette er, at aktiekurser er meget volatile og enkeltstående begivenheder kan have stor betydning for aktiekursen.

### Værdiansættelse af Spar Nord efter et evt. opkøb af DAB.

Til denne beregning har vi gjort som ved de to tidligere værdiansættelser. Vi har estimeret en fremtidig resultatopgørelse og terminalperiode. Dette er gjort ved at lægge de forskellige indtægter og udgifter fra de to banker sammen og derefter fremskrive talende med de samme forventede procentsatser som tidligere er beskrevet.

Det eneste sted der er ændringer er i personale- personale og administrationsomkostningerne, hvor vi tidligere i opgaven har estimeret en fremtidig besparelse på kr. 50.000.000. Dette er gjort ved at nedskrive omkostningerne med 25.000.000 kr. i både år 2019 og 2020. Se evt. bilag 5.

De risikovægtede poster er i dette tilfælde beregnet til 122% af det samlede udlån og den budgetterede solvensgrad er estimeret til 14,1%.

Dette har givet følgende beregning af fremtidig dividende.

Table 39

### Oversigt over kapitalgrundlag

Procent/beløb i 10	2019	2020	2021	2022	2023	Terminalperiode
Bankudlån	51.591.823	52.623.669	52.623.659	52.101.988	50.578.829	51.590.406
Risikovægtede pos	122	122	122	122	122	122
Risikovægtede pos	62.942.024	64.200.876	64.200.864	63.564.425	61.706.172	62.940.295
Solvens	14,1	14,1	14,1	14,1	14,1	14,1
Basiskapital	8.874.825	9.052.324	9.052.322	8.962.584	8.700.570	8.874.582
Basiskapital	8.874.825	9.052.324	9.052.322	8.962.584	8.700.570	8.874.582
Kapitalgrundlag Pr	11.133.930	11.133.930	11.133.930	11.133.930	11.133.930	11.133.930
Årets resultat	467.356	460.317	441.071	469.202	521.297	531.723
Udbytte	467.356	460.317	441.071	469.202	521.297	531.723
Kapitalgrundlag ul	11.133.930	11.133.930	11.133.930	11.133.930	11.133.930	11.133.930

Kilde: Egen tilvirkning

Som det var tilfældet, da de to banker stod alene, så er Primo kapitalgrundlaget også i dette tilfælde langt større end basiskapitalen hvilket betyder at banken også i fremtiden kan udlodde hele sit resultat som udbytte.

Table 40

## Diskonteringsfaktorer

1.000 kr.		2019	2020	2021	2022	2023	Terminal
Forrentningskrav i t	5,77						
Diskonteringsrente	7,77	0,927902014	0,861002	0,798926	0,741325	0,687877	
ECF		467.356	460.317	441.071	469.202	521.297	531.723
NV årlig ECF		433.660	396.334	352.383	347.831	358.588	
Samlet NV ECF		1.888.796					
NV Terminal		6.338.989					
Værdi af EK		8.227.785					

Kilde: Egen tilvirkning

Vi vil igen tilbagediskontere disse overskud til en nutidsværdi. Dette viser, at Spar Nord efter et EVT. køb af DAB vil have en samlet værdi på 8.227.785.000 kr.

Sammenholder vi det med de to tidligere beregnede værdier, så ser vi her, at Spar Nord ved et evt. køb af DAB vil opnå en gevinst på kr. 582.928.000 ( $7.644.857 - 8.227.785 \cdot 1000$ ).

Det vil med andre ord sige, at Spar Nord har en mulighed for at give en merpris på 582.928.000 på DAB eller hvad der svare til 91% af DABs oprindelige værdi.

Det kan derfor have været en formodet ret fornuftig handel for Spar Nord da de i handlen med Henrik Lind "kun" betalte en merpris på 58,8%. Det vil alt andet end lige betyde at skulle Spar Nord være interesseret i at købe resten af DAB så har de mulighed at tilbyde en fornuftig merpris for DAB og stadig give deres aktionærer værdi for pengene.

Som det tidligere er beskrevet i denne opgave, så skal der kun mindre ændringer til før DCF-modellens output ændre sig markant. Skulle Spar Nord mod forventningerne ikke opnå besparelsen på de omtalte 50 mio. kr. så vil det have en drastisk betydning for opkøbet. Det vil nemlig betyde at den nye samlede værdi bliver kr. 7.535.595.000. Det betyder faktisk at hvis

ikke der vil kunne opnået nogen form for besparelse på omkostningerne, så vil én samlet bank ende i et forventet værditab på kr. 109.262.000.

Spar Nord skal derfor være forholdsvis sikre på deres forventede besparelser ved et køb af DAB.

### Værdiansættelse af DAB via multipel

Vi har i vores opgave valgt at benytte os af en multipel model for at prissætte DAB. Denne model er udarbejdet som et supplement til vores DCF model. Multipel modellen er en relativ enkel og nem måde at udregne værdien af et aktiv på. Set i forhold til F.eks. DCF modellen kræver denne model væsentlig færre antagelser, mindre information, og er relativ hurtig at anvende i praksis. Modellen er generelt set meget udbredt blandt analytikere, da informationen som bruges er nemt tilgængeligt, samt at modellen fortæller noget omkring, hvordan en aktie over eller under performer. Vi har valgt at sammensætte en peer group bestående af banker, for at have et fornuftigt sammenligningsgrundlag. Ved sådan en model skal man være opmærksom på udvælgelse af peer group, da en ”forkert” bank kan fungere som en outliner og forvrænge billedet af bankernes værdi. Vi har efter bedste evne forsøgt, at finde 4 banker som passer godt til hinanden størrelsesmæssigt.

Table 41

#### Multipelanalyse med peer group

Mio.	Nettoomsætning	Forventet overskud	Bogført værdi af egenkapital	Markedsværdi	P/S	P/E	P/B
Sparekassen Sjælland	1.098	208	3.083	1500	1,36	7,2	0,48
Jutlander Bank	809	257	2.871	1.633	2,01	6,35	0,57
Ringkøbing Landbobank	1.444	663	7.188	12.056	8,35	18,18	1,67
DAB	576	121	1.426	945	1,64	7,8	0,66

Kilde: Egen tilvirkning



Table 42

Beregning af DABs værdi via multipel værdiansættelse

Mio. DKK	Gnm. Multipel for peer group	DAB beløb	DAB værdi
Nettoomsætning P/S	3,34	576	1923
Forventet nettooverskud P/E	9,88	121	1195
Bogført værdi P/B	0,84	1426	1197
Gennemsnit værdier = totale markedsværdi			<b>1438</b>

Kilde: Egen tilvirkning

Table 43

Værdiansættelse for peer groupen

Gennemsnitlige værdier for peer group			
1.000 kr.	Nettoomsætning P/S	Forventer overskud P/E	Bogført værdi P/B
Sparekassen Sjælland	3667	2055	2589
Jutlander	2702	2539	2411
Ringkjøbing Landbobank	4822	6550	6037
Samlede værdiansættelse	1222 Spk sjæ.	2550 Jutlander	5803 Ringkjøbing

Kilde: Egen tilvirkning

Når vi kigger på de 3 nøgletal: P/S, P/E og P/B, så kan vi konkludere at DAB ligger på et lavere niveau set i forhold til gennemsnittet af peer groupen. Man kan altså konkludere, at DAB er undervurderet, da det vil være billigere at købe sig ind i henholdsvis: omsætning, overskud og bogført værdi set i forhold til resten af peer groupen. Som nævnt tidligere, skal man være en smule varsom med endelige konklusioner ud fra denne model, da den er meget simpel, og en forkert sammensat peer group kan medføre væsentlige andre værdi end tilsigtet.

Endeligt kan vi konkludere, at denne model giver en hurtig og fint overblik over den sammensatte peer group. Vi vurderer multipel modellen til at være en fin model til at vurdere, hvorvidt om en given aktie er over eller undervurderet. Vi vil være en smule mere påpasselig med, at konkludere en endelig værdiansættelse af DAB ud fra denne model. F.eks. stikker Ringkjøbing Landbobank en smule ud pga. deres størrelse, hvilket har en betydning for gennemsnitsmultipel som man ganger på nøgletallene.

## Konklusion

Spar Nord har i gennem de senere år flere gange forsøgt at købe mindre banker i deres lokalområde i jagten på vækst. Alle gange er de blevet overhalet indenom af forskellige konkurrenter. Nu har banken fået øje på et nyt mål, en lille jysk bank der igennem de seneste mange år har haft store problemer med deres drift, banken hedder Danske Andelskasser Bank og har hovedsæde i Hammershøj ved Viborg. Grunden til deres problemer skal findes i en noget skæv fordeling af risiko. De har en meget stor eksponering over for landbrugskunder. Dette er en sektor der igennem mange år har haft meget svært ved at tjene penge og det har for DAB har den betydning at de har måtte nedskrive store dele af deres udlån, hvilket har medført mindre positive resultater igennem længere tid.

I forbindelse med vores regnskabsanalyse har vi ved hjælp af en sammenlignelig bank kunne identificere, at DAB er i fremgang på et marked der nok er stagneret. Banken har i de tre analyserede år formået at vende deres noget sløje nøgletal, til noget de godt kan være bekendt. Nøgletallene er endda også forbedret i en periode hvor deres konkurrent er blevet svækket, som vi her det er tilfældet for Middelfart Sparekasse. Dette betyder at bankerne nu er på samme niveau rent nøgletalsmæssigt. Alt er dog ikke godt, for nøgletallene er stadig i den lavere ende af, hvad man har kunne forvente af en Bank som DAB.

Som tidligere omtalt så har DAB's store problem været deres risikovægtede poster, især kreditrisiko har fyldt rigtigt meget for banken. De har i alt for mange år haft en risikoeksponering der ikke har været bred nok og det har betydet at de har været meget konjunkturfølsomme. Dette er selvfølgelig noget, som Spar Nord skal være særligt opmærksomme på, hvis et evt. fuldt opkøb skulle komme på tale. Her tænkes der specielt på, at Spar Nord for alt i verden ikke må komme til at få en skævvreden risikoprofil. Vores analyse af dette emne viser dog, at der intet er at frygte. Spar Nord har så tilpas stor en volume i forhold til DAB at de selv ved et opkøb af en så landbrugstung bank, stadig ville lægge sig inden for de af Spar Nord opsatte grænseværdier. Dette betyder i alt sin enkelthed, at et evt. opkøb af DAB ikke ville blive standset af risikoeksponering.

Spar Nord vil med et evt. opkøb af DAB opleve en del synergieffekter, der vil munde ud i en besparelse på i omegnen af kr. 50.000.000. Denne store besparelse kan hentes da de to banker i en række byer har et filialoverløb. Det vil betyde at der vil kunne lukkes 8 filialer og da Spar

Nord samtidigt har langt færre medarbejdere pr. kunde, så vil banken kunne skære i omegnen af 60 stillinger væk.

En af de vigtigste ting der behøves belyst, når der at tale om en evt. overtagelse af en konkurrerende bank er prisen og hvor langt prisen må gå op, før det bliver en dårlig forretning. Til værdiansættelsen af DAB bruger vi en modificeret DCF model, hvor vi diskontere fremtidigt cash flow om til en nutidsværdi. Dette bliver gjort ved at fastsætte resultatopgørelsen ud i tid ved at indsætte fremtidige vækstforventninger. Dernæst bliver DAB's fremtidige solvens bestemt. Denne vier at allerede på nuværende tidspunkt er banken velpolstret og det betyder at hvis det blev nødvendig kan banken udlodde hele det fremtidige resultat uden at gå på kompromis med kapitaldækningen. Ved hjælp af vores DCF-model kan vi konkludere en værdiansættelse af DAB på kr. 636.340.206,64. Set i forhold til DAB's pris på børsen d. 01/02-2019, så er denne værdi langt under og det kunne godt tyde på at DAB har været meget overvurderet. DAB aktien har dog været inde i en pæn stigning siden Spar Nord's opkøb af Henrik Linds beholdning af DAB-aktier og det vil derfor nok give et bedre billede hvis værdiansættelsen blev sammenlignet med aktiekursen inden alt dette. D. 25.09.2018 havde DAB en børsværdi på kr. 545.093.962,5 hvilket giver en undervurdering i forhold til vores vurdering på kr. 91.246.244,1.

DCF modellen er en god model at benytte til værdiansættelse, men det er meget vigtigt at man er opmærksom på, at selv små udsving eller justeringer kan betyde store ændring i værdiansættelsen. Ændres alene beta fra 1,17, som vi har benyttet, til den af Aswath Damodaran udregnede Beta for en samlet branche-beta for regionale banker i Vesteuropa på 0,57 så øges værdien af DAB til intet mindre end kr. 3.074.443.547,51 altså en stigning på 483%. Det er derfor meget vigtigt, at man forholder sig kritisk til beregningerne og de input der benyttes.

For at kunne give et overblik over hvilken værdi et opkøb af DAB vil give Spar Nord, så skal der lavet en DCF-analyse af de to banker efter opkøbet. Denne beregning viser at Spar Nord ved et opkøb vil opnå en gevinst på kr. 582.928.000 ved at købe DAB. Denne gevinst giver Spar Nord mulighed for at give et tillæg til prisen, som det nok vil være nødvendigt for at få DAB's nuværende aktionærer til at opgive deres ejerandele. Dette tillæg kan blive på helt op til 91% af den oprindelige værdi af DAB. Det skal dog siges at den forømtalte gevinst kun vil blive aktuel hvis Spar Nord opnår de besparelser på driften som de har kalkuleret med. Skulle dette ikke lykkedes, så vil hele gevinsten være væk og banken vil kunne forvente et værditab

på kr. 109.262.000 i stedet. Spar Nord skal derfor være meget sikre på, at de vil opnå de bud-  
getterende besparelser, før det kan længere sigt kan give værdi for dem at købe DAB.

## Litteraturliste

### Bøger

- Just Andresen, J, 2. Udgave, side 341. Finansiell risikostyring
- Sørensen, O. (2017), Regnskabsanalyse og værdiansættelse
- Holm-Rasmussen, S. (2009), udgave 4 - Økonomisk styring og virksomhedsanalyse
- Christensen, M (2014), udgave 4 – Aktie investering

### Artikler

- Aswath Damodaran, april 2009 - Valuing Financial Service Firms
- FSR - Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele afsnit 8.2.2.9
- PWC, 2016, Værdiansættelse af virksomheder: Sådan fastlægges afkastkravet i praksis

### Finansielle rapporter

- Spar Nord's årsrapport 2014 – 2018
- Danske Andekassers årsrapport 2014 – 2018
- Middelfart sparekasse årsrapport 2014 – 2018
- T. Mortensen, M. Laursen, P. Kaalund, (2018), fusionen mellem Nordjyske Bank og Nørresundby Bank, Aalborg Universitet, HDFR.

### Internetskilder

- <https://www.dr.dk/nyheder/regionale/midt-vest/tors-dag-er-skaebnedag-danske-andekassers-bank>
- [http://www.proinvestor.com/uploads/boards/60933\\_faktaark\\_sparnord.pdf](http://www.proinvestor.com/uploads/boards/60933_faktaark_sparnord.pdf)
- <https://www.sparnord.dk/media/741067/Spar-Nord-Bank-AS-overtager-kundeportefolje-fra-FIH.pdf>

- <http://finansdanmark.dk/toerre-tal/reuter/cibor/> besøgt d. 03.03-2019
- <https://skat.dk/skat.aspx?oid=1813184&chk=216301> tilgået d. 04/04-2019
- [Negativ indskudsbevisrente i National Banken](#)
- <https://www.finansforbundet.dk/da/OmFinansforbundet/Sider/Overenskomstresultat2017.aspx>
- <https://finans.dk/finans/finans/ECE8311824/bankerne-poster-milliarder-i-at-vinde-it-kaploebet/?ctxref=ext>
- <https://skat.dk/skat.aspx?oid=2049049>
- <https://www.pwc.dk/da/artikler/2018/03/effekten-af-nedskrivninger-i-danske-pengeinstitutters-2017-aarsrapporter.html>
- <http://www.nationalbanken.dk/da/pengepolitik/Sider/Default.aspx>
- <https://em.dk/nyhedsarkiv/2018/september/fastsaettelse-af-kravet-til-den-kontracykliske-kapitalbuffer-for-danmark-groenland-og-faeroerne-for-3-kvartal-2018/>
- <https://www.statbank.dk/statbank5a/SelectVarVal/saveselections.asp> Tilgået d. 22/03-2019
- <http://www.nationalbanken.dk/da/pengepolitik/Sider/Default.aspx>
- [http://finans.borsen.dk/artikel/1/378665/spar\\_nord\\_klar\\_til\\_at\\_haev\\_koebstilbud\\_paa\\_danske\\_andelskassers\\_bank.html](http://finans.borsen.dk/artikel/1/378665/spar_nord_klar_til_at_haev_koebstilbud_paa_danske_andelskassers_bank.html)
- [http://www.ultimatecalculators.com/constant\\_growth\\_model\\_calculator.html](http://www.ultimatecalculators.com/constant_growth_model_calculator.html)
- <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdf/papers/finfirm09.pdf>
- <https://skat.dk/skat.aspx?oid=1813207>
- [https://finans.borsen.dk/artikel/1/377711/banker\\_forgyldes\\_etter\\_salg\\_af\\_kapitalforvalter\\_til\\_nykredit\\_se\\_listen\\_her.html?utm\\_source=forside&utm\\_campaign=nyhed\\_01](https://finans.borsen.dk/artikel/1/377711/banker_forgyldes_etter_salg_af_kapitalforvalter_til_nykredit_se_listen_her.html?utm_source=forside&utm_campaign=nyhed_01)
- [https://finans.borsen.dk/artikel/1/377705/spar\\_nord\\_vil\\_koebe\\_hele\\_danske\\_andelskassers\\_bank\\_aktien\\_brager\\_op.html?utm\\_source=forside&utm\\_campaign=nyhed\\_01](https://finans.borsen.dk/artikel/1/377705/spar_nord_vil_koebe_hele_danske_andelskassers_bank_aktien_brager_op.html?utm_source=forside&utm_campaign=nyhed_01)
- [https://finans.borsen.dk/artikel/1/377731/spar\\_nord-boss\\_kalder\\_koebstilbud\\_paa\\_lokalbank\\_uinviteret\\_der\\_har\\_primaert\\_vaeret\\_tale\\_om\\_en\\_monolog.html](https://finans.borsen.dk/artikel/1/377731/spar_nord-boss_kalder_koebstilbud_paa_lokalbank_uinviteret_der_har_primaert_vaeret_tale_om_en_monolog.html)
- [Finansdanmark.dk](http://Finansdanmark.dk)
- [Berlingske.dk](http://Berlingske.dk)
- <https://skat.dk/skat.aspx?oid=1813218>
- <https://www.statbank.dk/statbank5a/SelectVarVal/saveselections.asp>
- <http://www.morningstar.dk/dk/glossary/100341/beta.aspx>