

En værdiansættelse af Nykredit

Hvordan har værdiansættelsen udviklet sig siden sammenslutningen med pensionskasserne?



Forfatter: Phillip Kaalund Petersen – Studienummer 20176263

Vejleder: Christian Farø

HD, FR, 4. Semester
Aalborg Universitet (Rungsted)
30.04.2019

Indholdsfortegnelse

En værdiansættelse af Nykredit	1
Executive summary	4
Indledning	5
Problemidentifikation	6
Problemformulering	6
Underspørgsmål	7
Metode	7
Afgrænsning	9
Modelkritik	10
Introduktion af Nykredit	11
Nykredits strategi	12
Hvorfor er et frasalg vigtig for Nykredit?	13
5 scenarier på alternativer til at finde kapital	15
Detaljer om sammenslutningen med pensionskasserne	16
Nykredits forretningsindtægter	17
PESTEL analyse	20
Porters Five Forces	23
SWOT	26
Regnskabsanalyse	30
CAPM	32
ROE – Return on Equity – Egenkapitalforrentning	34
Hvordan kan ROE forbedres?	35
ROA (Return on assets)	35
Overblik over ROA i perioden 2013 - 2018	36
Forbedring af ROA	36
ICGR (Internal Capital Generation Rate)	37
Kapitalkrav – CRR/CRD IV	38
Søjle 2 – det individuelle solvensbehov	41
Budgettering	43
Renteindtægter og renteutgifter	44
Modtagende og afgivende gebyrer og provisioner	45
Kursreguleringer	46
Udgifter til personale og administration	46
Nedskrivninger	47

SKAT	47
Terminalperiode	48
Værdiansættelse	49
Den estimerede værdi	50
Følsomhedsanalyse	51
Konklusion	53
Litteraturliste	55

Executive summary

Nykredit A/S has been planning an IPO to take place in 2018 and has been working to achieve that goal since 2016. Out of nowhere they announced that the primary owner Forenet Kredit had sold 10,9% for 7,5 billion DKK in November 2017 to a group of Danish pensions companies headed by PFA and had cancelled the otherwise planned IPO.

The valuation of 68,8 billion DKK was the price Forenet Kredit sold the share value for to the minority. Two months earlier, the value was estimated at 80 billion DKK in the IPO (Berlingske.dk, 2017).

This report will show a valuation on Nykredit two financial years after the Danish pensions companies have made their investment in Nykredit and how the valuation has made its development. The report also sets up alternatives scenarios to solve the capital challenges.

The strategic analysis shows that the Danish bank sector is attractive, but not perfect. There is a high rivalry and suppliers has high power. It is difficult to enter the Danish bank sector. Nykredit has a very strong position in the Danish bank sector and expect to growth in the future.

The valuation in this report takes action in Damodarans Equity Cash Flow (ECF) model. The valuation is constructed on expected future budgets in the different income and expenses for Nykredit. It's been done with the maintenance from the strategic analysis from previous income reports and future expectations. In the strategical analysis are both outside and inside factors that have an influence on the growth opportunities. Some of the biggest effects in this part is the society-economy, new legislation in the sector and the competition in the sector.

The valuation in this report at 78 billion DKK confirm the estimated price from September 2017 and indicates that Forenet Kredit have sold the shares too cheap to PFA.

The reason for the relative low price is because the pension companies provide additional capital if the need arises in the future and Nykredit was not in as good condition when they made the deal as they are today.

Indledning

Som finansiel virksomhed i Danmark er man underlagt lov om finansiel virksomhed, som er en rammelo for hele den finansielle sektor. Regulatorisk og administrativt har Finanstilsynet skærpet kravene til det at drive pengeinstitut, hvilket stiller store kapitalkrav til pengeinstitutterne. Det er også gældende for Nykredit.

Kravene har taget hårdt på pengeinstitutter, hvilket har resulteret i at antallet af pengeinstitutter er faldet væsentligt i løbet af de seneste årtier. Dette skyldes blandt andet kapitalmæssige udfordringer for pengeinstitutterne. *(Fra rapporten: Fusionen mellem Nordjyske Bank og Nørresundby Bank, 2018)*¹

Primo 2016 offentliggjorde Nykredits ledelse deres planer om at skulle børsnoteres.

Beslutning er taget med baggrund i den øgede kapitalkrav, som ledelsen i Nykredit ikke mente at man kunne leve op til som situationen var på daværende tidspunkt.

I citatet fra Nykredits ledelse, som bekrives i Berlingske artikel ”Hårde krav sender Nykredit på børsen”, udtaler ledelsen følgende: »Ledelsen i Nykredit har gennem længere tid undersøgt de langsigtede, strategiske muligheder for at ruste koncernen til fremtiden. På den baggrund anbefaler bestyrelsen i Foreningen Nykredit, bestyrelsen i Nykredit Holding A/S og Nykredits koncerndirektion alle enstemmigt, at Nykredit søger en børsnotering,« (Berlingske.dk, 2016 – se litteraturliste)

Nykredits planlagte børsnotering blev fastsat til at være implementeret i løbet af 2018 efter at have sat fuld gang i forberedelser allerede i 2016. I november 2017 tog sagen en turn-around, at den primære ejer Forenet Kredit meddelte at de havde solgt 10,9% til 7,5 mia. kr. til en gruppe af danske pensionselskaber under ledelse af PFA og havde lagt den planlagte børsnotering bag sig. I en værdiansættelse af Forenet Kredit forinden blev værdien anslået til ca. 80 mia. kr. i børsnoteringen (Berlingske.dk, 2017). Sammenslutningen af pensionskasserne består af PFA, PensionDanmark, AP Pension, PKA og MP Pension har med aftalen købt 10,9 % af ejerskabet i Forenet Kredit svarende til en værdiansættelse på 68,8 mia. kr. kun to måneder efter. (ForenetKredit.dk, 2017)

¹ Afskrift fra tidligere af leveret projekt på HD studiet, 2. Semester med mig selv som medforfatter (Forfatter, Petersen, Mortensen, Laursen), sommeren 2018, side 5

Konsistoriet i pensionskasser har stor tillid til ledelsen i Nykredit fortsætter med at øge deres stærke udvikling af Nykredit, som er godt for kunderne og samtidig med til at sikre stabile og konkurrencedygtige afkast til konsortiet, udtaler CEO i PFA, Allan Polack (Udtalelse på PFAs hjemmeside²) PFA er den største aktionær i pensionskonsortiet med samlet 10,03% ejerskab.

Er den store tillid berettiget for Nykredit og hvilket vej er Nykredit på vej hen på. Det vil denne opgave analysere.

Problemidentifikation

Jeg har valgt at værdiansætte Nykredit to regnskabsår efter de udmeldte at de skulle børsnoteres. Som beskrevet i indledningen blev børsnoteringen afblæst, og efterfølgende blev det meldt ud af fem pensionskasser havde købt i alt 16,9% af Nykredit. Min problemstilling kommer til at have fokus på Nykredits forventninger til at ville stå bedre med den nye selskabsstruktur.

Formålet med opgaven er, at vise hvilken retning Nykredit er på vej hen mod samt kigge på værdiansættelsen 2 regnskabsår efter sammenslutningen med pensionskasserne og hvordan den har udviklet sig. Pensionskasserne købte ind til en værdiansættelse på 68,8 mia. kr. Kort tid forinden var Nykredit blevet værdiansat til næsten 80 mia. kr.

Det er interessant at analysere Nykredits udvikling i relevante nøgletal før og efter salget, og se hvordan de to seneste regnskaber har udviklet siden det blev meldt ud, at pensionskasserne har købt sig ind. Herudover vil jeg kigge på hvilke alternativer der ellers har været for Nykredit til at indhente kapital.

Problemformulering

Jeg ønsker at undersøge hvordan værdiansættelsen i Nykredit har udviklet sig siden sammenslutning med pensionskasserne i 2017?

² <https://pfa.dk/news-archive/2017/11/23/14/24/pfa-ledet-kobstilbud-paa-nykredit-accepteret/>

Underspørgsmål

- Hvordan var aktieprisen i 2017 med Nykredits overordnede værdiansættelse i dag?
- Hvilken strategisk position har Nykredit?
- Hvilke faktorer kan påvirke værdiansættelsen af Nykredit?
- Hvilke alternativer var der for at løse kapitaludfordringerne som førte til et aktieopkøb?
- Hvordan påvirker sammenslutningen med pensionskasserne Nykredits kapitalkrav?

Metode

For at kunne give opgaven en god struktur, vil jeg opdele opgaven i større afsnit. Afsnittene opdeles og analyseres i følgende afsnit:

- Nykredit historie, forretningsområder samt kort redegørelse for pensionskassernes opkøb af aktieandel i 2017
- Strategisk analyse af Nykredit (PESTEL, Porters Five Forces og SWOT)
- Regnskabsanalyse
- Værdiansættelse

Til at starte med vil Nykredit og deres historie blive beskrevet. Herefter vil en kort gennemgang af ejer struktur og Nykredits strategi beskrives. Til sidst vil deltaljer om salget aktiesalget til pensionsselskaberne beskrives omkring det nye setup og hvilke vilkår aftalen indeholder. Dette afsnit anvendes til at give indblik i hvilken størrelse Nykredit er, hvordan de tjener penge og for at kunne give indblik i hvilken aftale der er lavet med pensionskasserne og hvordan den påvirker Nykredit.

Andet afsnit vedrører den strategiske analyse af Nykredit, som skal belyse hvilke faktorer Nykredit kan påvirkes af eksternt og internt.

PESTEL analysen skal undersøge forhold der kan påvirke Nykredit fremadrettet såsom politiske og økonomiske forhold. Portes Five Forces benyttes til at analysere konkurrencesituationen på markedet samt analysere hvordan det kan påvirke Nykredits forretningsområder i enten positiv eller negativ retning. Analyserne samles i en SWOT

analyse, der nedsætter de væsentligste forhold fra både den interne og eksterne analysedel.

Konklusionen på SWOT analysen skal stå på mål for de tal jeg benytter til budgetteringen, og som påvirker den endelige værdiansættelse.

Ved regnskabsanalysen vil de enkelte nøgletal opstilles og udviklingen analyseres. De nøgletal der er udvalgte er gode til at sammenligne, hvordan lignende pengeinstitutter klarer sig inden for de enkelte områder. Derfor vil nøgletallene også sammenlignes med andre pengeinstitutter, som Nykredit normalvis sammenligner sig med for at kunne få en fornemmelse af Nykredit klarer indtjening- og udgiftsmæssigt.

Afsnittet vil desuden belyse hvordan kapitalen fra pensionskasserne vil påvirke Nykredit kapitalkrav.

Afsnit 4 indeholder en budgettering over en 10-årig periode, hvor forventningerne til de enkelte poster vil blive belyst med baggrund i den strategiske analyse.

Budgetteringsperioden skal benyttes ved den endelige værdiansættelse, hvor jeg vælger at benytte Equity Cash Flow modellen, hvor budgetteringen spiller en stor rolle. Da budgetteringen er lavet på forventninger til fremtiden vil jeg også udarbejde en følsomhedsanalyse, som belyser hvordan værdiansættelsen vil ændre sig hvis de forskellige variabler ændres i modellen. Baggrunden for at benytte ECF modellen skyldes primært tidligere kollegas opgave (Værdiansættelse af Nykredit, Andersen, 2018), hvor han har fået ros for at benytte netop denne model til Nykredit, da de ikke er en børsnoteret virksomhed.

Der benyttes normalvis to slags data i en opgave; de primære og de sekundære datakilder. Disse datakilder kan enten være kvalitative eller kvantitative. De datakilder der ligger til baggrund for denne opgave er sekundære data. Det vil sige at det er data, som i forvejen eksisterer. (*Fra egen rapport: Fusionen mellem Nordjyske Bank og Nørresundby Bank, 2018*)³. Nøgletallene der er udvalgt er baseret på nøgletal der analyserer Nykredits risikostyring.

Da min problemstilling er belyst af tidligere elever, vil der i opgaven fremkomme antagelser, tal samt artikler, som tidligere elever og opgaver også indeholder.

³ Afskrift fra tidligere af leveret projekt på HD studiet, 2. Semester (Forfatter, Phillip Kaalund, Thomas Almar, Mathias Højrup), sommeren 2018

Jeg vil gøre brug af disse når det giver mening i de enkelte afsnit. Det er interessant for mig at benytte disse opgaver, for at kunne analysere og bekræfte mine nye antagelser og understøtte min problemformulering omkring hvor værdiansættelsen har udviklet sig de seneste år.

For at kunne analysere en værdiansættelse, har jeg gjort brug af sekundære datakilder, hvor andre før mig har lavet analyser af, årsrapporter, og anden offentligt data som jeg har forholdt mig kritisk til. Aflagte regnskaber fra bankerne jeg har benyttet, vurderes som valide, da de er godkendte rapporter af revisorer og bestyrelser.

Afgrænsning

Med baggrund i min problemformulering har jeg valgt at afgrænse mig ved at kigge på Nykredits nøgletal fra seneste regnskab for 2018 samt 5 år tilbage. Jeg har valgt at lægge fokus på følgende nøgletal: ROE, ROA, ICGR og CAPM.

Jeg afgrænser mig fra at analysere på de enkelte virksomheder der er underliggende for Nykredit bank A/S, Totalkredit A/S, Nykredit Realkredit A/S mv. og kigger på den samlede koncern, som fra nu af beskrives som Nykredit og indeholder de samlede indtægter, omkostninger mv. for hele Nykredit Koncernen. Ligeledes har jeg begrænset mig til ovenstående nøgletal i regnskabsanalysen. Der vil altid være andre interessante vinkler, som kan belyses med andre nøgletal. Men på grund af opgavens omfang har jeg valgt at se bort fra andre nøgletal. I forhold til kapitalkrav vil opgaven udelukkende fokusere på Søjle 1 & 2 krav, og jeg vælger derfor ikke at analysere Søjle 3 krav (Markedsdisciplin).

Til at lave værdiansættelsen vil jeg benytte Damodarans værdiansættelsesmodel ECF, da Nykredit-koncernen er en finansiel virksomhed. Jeg finder det derfor ikke relevant at tage udgangspunkt i andre værdiansættelsesmodeller der findes, da de er egnet til ikke finansielle virksomheder⁴. *(Fra opgaven: Nykredit – hvordan står de op til en børsnotering, 2017)*

⁴ Omskrivning fra rapporten "Nykredit – hvordan står de op til en børsnotering", 2017, Forfatter Jespersen & Nørkjær, side 7

Modelkritik

Det er altid vigtigt, at forholde sig kritisk til de modeller der vælges i en opgave, da alle modeller har deres styrker og svagheder. Det vil dette afsnit belyse.

PESTEL bygger på en subjektiv indgangsvinkel fra brugerens side. Det er brugeren der afgør hvilke elementer der indgår i analysen. Modellen er forholdsvis stationær og tager ikke hensyn til der løbende sker ændringer på markedet og konkurrenterne.

Porters Five Forces antager, at hvis der sker ændringer i markedet, at have ens indflydelse på alle virksomheder inden for den pågældende branche.

CAPM er opstillet ud fra forventninger og antagelser omkring investorernes afkastkrav. Beta er i denne opgave sat til 1. Da Nykredit ikke er en børsnoteret virksomhed, er det ikke muligt at beregne Nykredits beta. Dette har indflydelse på det samlede afkastkrav og har derfor også indflydelse på den endelige værdiansættelse.

Equity Cash Flow (ECF) anvendes til selve værdiansættelsen. Der findes mange modeller til at værdiansætte en virksomhed, og alle med hver deres svagheder. I modellen er opstillet en lang række af forventninger til både vækst, samfundsøkonomi, skat, afkastkrav mv. Der er brugeren selv der bestemmer disse forventninger ud fra et skøn, som kan variere og dermed have indflydelse på det samlede resultat. Det samme er gældende for følsomhedsanalysen som også dækker over en række af variabler, som kan ændres.

Introduktion af Nykredit

Med mere end 165 års historie bag sig, er Nykredit et af landet største og ældste finansielle virksomheder.

Nykredit-koncernen besidder pladsen, som markedsleder på realkreditområdet med en markedsandel på 41% (Nykredit.dk, 2019) fordelt over hele landet, samt en af Danmarks største banker med en markedsandel på 5,6% (Nykredit.dk). Nykredit har forretningsaktiviteter der udover realkredit og bank omfatter forsikring, pension, leasing og ejendomsmægler-virksomhed

Det nyeste tiltag for at styrke visionen om, at udvide markedsandelen indenfor bankmarkedet, er introduktionen af Kundekroner og MineMål som er en del af rabatprogrammet der findes i Nykredit, der forventer at betale 1,7 mia. kr. tilbage til kunderne i løbet af 2019 (Nykredit årsrapport 2018, side 3)

På trods af Nykredits position som markedsleder på realkreditsiden, er Nykredits position som bank markant mindre. Strategien som beskrives i næste afsnit afdækker strategien som hedder Winning The Double, som handler om at få flere helkunder (benytter Nykredit som både bank og realkreditinstitut). Med Michael Rasmussen i spidsen, lancerer Nykredit i 2017 seks løfter, som til sammen skal gøre Nykredit ”*bedst til kunder*”⁵. Heriblandt kundeløftet og samfundsløftet (Figur 1).



Kundeløfte

Vi vil skabe overblik, muligheder og tryghed for vores kunder. Vi vil engagere os i, hvad de drømmer om, og hvad der bekymrer dem – så vi sammen kan finde de rigtige løsninger.



Samfundsløfte

Vi vil være til stede i hele Danmark for at styrke sammenhængskraften og bidrage til udvikling i by og på land. I gode og dårlige tider.

Figur 1: To af Nykredits seks løfter. (Nykredit.dk, 2019)

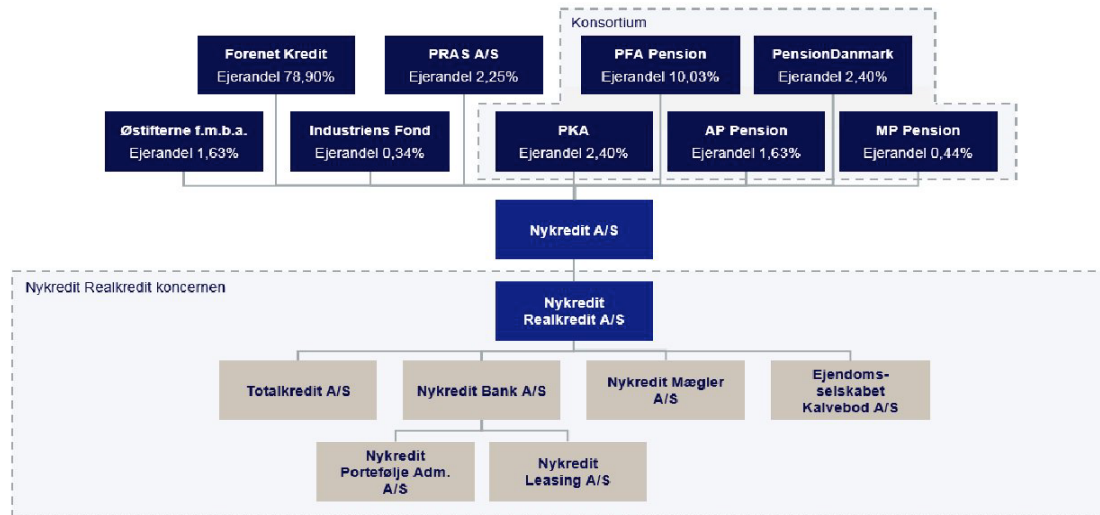
Kundeløftet er et løfte fra Nykredit til sin kunder om, at Nykredit til hver en tid er tilgængelig med god og ærlig rådgivning, mens samfundsløftet er et løfte til det danske samfund om, at

⁵ Kunde-strategi for 2018, ”Bedst til kunder”

Nykredit vil bidrage til udvikling i hele Danmark – til hver en tid (Nykredit.dk 2019).

Nykredits ejer- og selskabsstruktur

Pr. 30. juni 2018



Figur 2 - Nykredits selskabsstruktur – Nykredit.dk, 2019)

Nykredits strategi

Nykredits koncern strategi hedder **Winning The Double** Fokus i strategien ligger på at få flere nye helkunder ind samtidig med, at man styrker samarbejdet med partnerne i Totalkredit. De nye helkunder skal hentes hos storbankerne og frede de regionale bankers kunder. *Vi vil være boligejernes førstevalg – og bidrage med en sikker hånd under dansk økonomi.* (Citat: CEO Michael Rasmussen, Nykredit årsrapport, 2018).

Partnersamarbejdet med Totalkredit- pengeinstitutterne er blevet udviklet og styrket yderligere fra et allerede højt niveau i 2017. Der er fortsat flot udlånsvækst og stigende markedsandele. I slutningen af 2018 er introduceret en ny fælles vurderingsenhed for Totalkreditbankerne. (Nykredit årsrapport, 2018).

Helkundeforholdet er i fokus og der er indfaset konkrete indsatser for at styrke strategien omkring vækst i helkundeforholdet. En del af strategien henvender sig også til formuerådgivning. Denne del har i 2018 resulteret i en vækst i formue under forvaltning på 31,7 mia. kr. og vækst i antallet af nye Private Banking kunder. Tiltagene på formuesiden har

resultateret i flere priser som bl.a. bedste Private Banking i Danmark og bedst til kapitalforvaltning i Danmark. (Nykredit årsregnskab, 2018)⁶.

Totalkreditsamarbejdet har introduceret kundeprogrammet Kundekroner, som giver kunderne i Totalkredit nogle af deres ydelser på realkreditlån tilbage, når der er overskud i Forenet Kredit. Opsætning kan lade sig gøre grundet Totalkredit primært er ejet af foreningen Forenet Kredit, som har til formål at stå samme og sikre gode lån – også i krisetider. Ved ejerstrukturen ønsker ejerne i Forenet Kredit at de gode resultater skal komme kunderne til gode. Derfor tilbagebetaler Forenet Kredit en del af overskuddet til Totalkredit som kommer kunderne til gode via kontante rabatter på kundernes lån. Grundtanken ved denne forretningsmodel er, at når det går godt for Totalkredit, kommer det kunderne til gode (Totalkredit.dk, 2019).

I december 2018 er fordelsprogrammet udvidet til også at omfatte kunder med bankboliglån. Programmet hedder MineMål og giver kontante fordele til private helkunder i Nykredit, som hvert kvartal vil modtage 250 kr. på en konto i Nykredit. Pengene kan udbetales og bruges efter kundens behov. Også en såkaldt velkomstrabat er introduceret til en værdi af 1.000 kr. pr. person som kan fratrækkes gebyromkostninger ved fx. en låneomlægning el. lign. (Nykredit.dk, 2018).

Hvorfor er et frasalg vigtig for Nykredit?

Som Danmarks største realkreditudlåner hvor over 40% af boligejerne i Danmark har lån igennem Nykredit-koncernen har Nykredits økonomi en afgørende rolle på hele Danmarks økonomi. Med baggrund i ovenstående er Nykredit også et SIFI-institut – et finansinstitut, som har særligt ansvar og særlige pligter til at sikre en stabil økonomi også i eventuelle krisetider. Derfor er koncernen også underlagt særlige reguleringer. (Finanstilsynet.dk, 2019) Igennem seneste finanskrisen var Nykredit det eneste finansielle institut som øgede deres udlån gennem krisen, mens konkurrenterne indskrænkede deres udlån. Koncernen var på den måde med til at holde hånd under dansk økonomi og sikre at kunderne fortsat kunne få finansieret lån til deres boliger. Nykredit fik aldrig statstilskud igennem krisen (Finans.dk, 2017)

⁶ Også www.nykredit.dk/private-banking er benyttet.

Den store overvægt af sikre realkreditlån med lav risiko har der tidligere ikke været stillet lige så store krav til at stille kapital bag lånene. Grundet nye regulatoriske regler bliver der taget mindre hensyn til dette og disse tiltag har skabt pres på Nykredit.

Presset opstår ved at Nykredit skal have mere fleksibel kapitaladgang, hvor virksomheden hurtigt kan hente flere penge hvor der er behov for det i krisetid mv. (Finans.dk, 2017)

Der har været flere forskellige scenarier oppe og vende i forbindelse med ovenstående problemstilling. (Disse scenarier vil blive opstillet i næste afsnit) Løsningen som Nykredit valgte at gå videre med blev at foreningen bag Nykredit, Forenet Kredit solgte 10,9% af deres ejerandel, som inden salget var på 89,8% og med en ejerandel efter salget på 78,9% ejer Forenet Kredit fortsat langt størstedelen af aktierne i Nykredit. (Forenetkredit.dk, 2019). Som en del af aftalen med pensionskasserne betyder at Forenet Kredit får en likvid formue på 7,5 mia. kr., som kan bruges hvis der skulle opstå behov. Samtidig har pensionskasserne givet tilsagn om at tilføre fremtidig kapital til Nykredit, hvis behovet skulle opstå. (Berlingske.dk, 2017)

5 scenarier på alternativer til at finde kapital

Første udmeldinger til offentlighed skete allerede i februar 2016 hvor alt tydede på at en børsnotering inden for 12-24 måneder være den oplagte løsning for at for sikret kapitaladgang for Nykredit. Jeg vil i dette afsnit belyse hvilke muligheder der var oppe vende hos direktionen for at løse kapitaludfordringerne.

Scenarie 1 - En nedskalering af Nykredit.

I dette scenarie var der tale om at gøre virksomheden mindre og reducere udlånene og dermed nedsætte risiko. Denne løsning ville medføre at Nykredits position som markedsleder ville blive svagere.

Scenarie 2 – Reduktion af omkostninger samt øge indtjening

En løsning som Nykredit allerede arbejder på i nuværende strategi og hvor de ligger blandt markeds laveste omkostninger ved at drive finansielt institut i Danmark.

Omkostningsprocenten er siden 2014 reduceret med ca. 17% (47,7% i 2014 og 40,3% i 2018). (Nykredit årsrapport, 2018). Samtidig skal koncernen lykkes med en større kundetilgang og øge indtjeningen. Selvom de seneste 2 regnskaber har været på et historisk højt niveau og viser en højere indtjening end tidligere var denne løsning for dyr for Nykredit at udføre. Dette sker med baggrund i at man kan tjene sig til fleksibel kapital, men det er dyrt for virksomheden at holde indtjeningen tilbage, da indtjeningen skal kunne forrentes positivt. I sidste ende kan det ramme kunderne.

Scenarie 3 – Private investorer

En løsning som er undersøgt, men der var ikke nogle investorer der i 2015 eller 2016 fandt Nykredit interessant ift. den situation og forfatning, som virksomheden var i på det pågældende tidspunkt.

Scenarie 4 – En børsnotering

I 2016 vurderede Nykredit dette scenarie som den bedst tænkelige løsning på kapitaludfordringerne. Hovedejeren Forenet Kredit gav også deres fulde opbakning for Nykredit til at forberede en børsnotering. En proces som forventede at tage mellem 12-24 måneder, da virksomheden skal gennemanalyseres og effektiviseres mest muligt, for at man kunne opnå højst mulig værdi. Processen har resulteret i 2 historisk gode regnskaber de seneste år.

Scenarie 5 – Salg af virksomheden

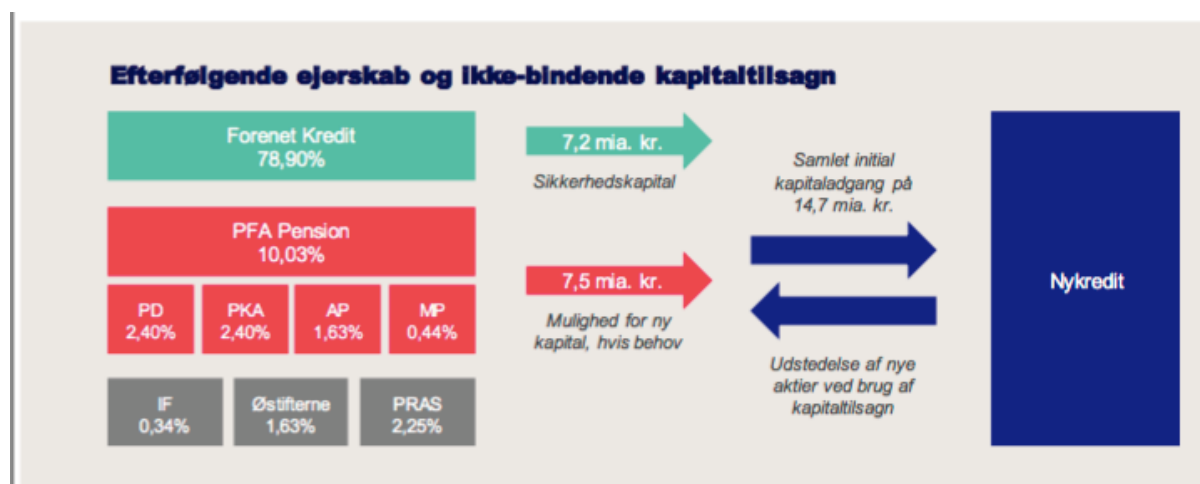
Det sidste scenarie der var oppe og vende var et salg af virksomheden og formenligt til en udenlandsk virksomhed. Pengene fra salget kunne bruges til at oprette velgørende fonde og udlodde engangsbeløb til nuværende kunder og medlemmer. En løsning som ville være økonomisk gode nu, men som Nykredit mener ville svigte fremtidige boligejere og realkreditkunder med gode og fair lånevilkår og dermed ikke en holdbar løsning ift. Nykredit grundtanke om en stærk foreningsejet virksomhed, som bidrager med konkurrence til det danske realkreditmarked. En anden grund til at denne løsning ikke var holdbar, var frygten for at de billige og enestående realkreditvilkår der findes i Danmark kunne blive hævet ved opkøb fra en udenlandsk investor.

Detaljer om sammenslutningen med pensionskasserne

Som tidligere beskrevet solgte Forenet Kredit en andel på 10,9% af deres aktier i Nykredit til en sammenslutning af i alt fem pensionskasser med PFA Pension i spidsen til en pris på 7,5 mia. kr. Efter salget vil Forenet Kredit eje samlet 78,9% af aktierne i Nykredit og dermed fortsat eje aktiemajoriteten i Nykredit. (Forenetkredit.dk, 2017).

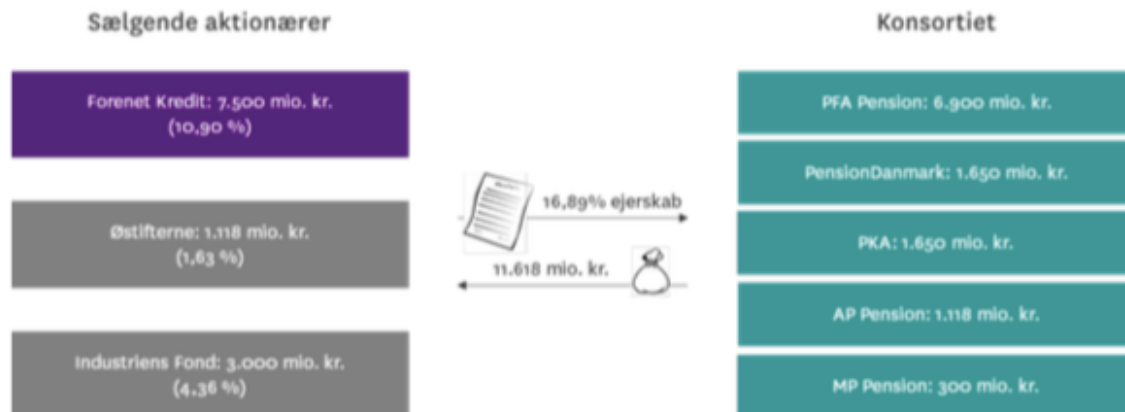
Samtidig køber pensionskasserne en del af Industriens Fond og Østifternes ejerandel, og opnår samlet set 16,9% af aktierne til en samlet pris på 11,6 mia. kr.

PFA bliver største aktionær med 10,03% for 6,9 mia. kr., men Pension Danmark og PKA begge får en ejerandel på 2,4 procent for 1,65 mia. kr. AP Pension køber 1,63% for 1,1 mia. kr., og MP får 0,44% for 300 mio. kr. (Forenetkredit.dk, 2017).



Figur 3 – Kapitaladgang (Nykredit.dk, 2019)

For prisen på 7,5 mia. kr. ligges 7,2 mia. kr. i kapitalredskab og samtidig har pensionskasserne givet tilsagn om at stille med yderligere 7,5 mia. kr. i egenkapital til Nykredit hvis der opstår behov i fremtiden. Aftalen giver dermed Nykredit adgang til at hente egenkapital på 14,7 mia. kr., hvis det skulle blive nødvendigt⁷



Figur 4 - Illustration af transaktionsstruktur⁸

CEO i PFA, som får klart størst investorer i Nykredit udtaler i forbindelse med den godkendte aftale følgende:

”Vi er glade for medlemmerne i Forenet Kredit har accepteret købstilbuddet og kan se værdien af den løsning, som konsortiet nu er en del af. Med aftalen er der skabt klarhed om det langsigtede ejerskab og kapitalstrukturen i Nykredit, og fundamentet er lagt for, at det store forretningsmæssige potentiale i virksomheden også realiseres fremover. Vi har stor tillid til at Nykredits ledelse fortsat vil drive den stærke udvikling af Nykredit. Der er godt for kunderne, og vil samtidig sikre stabile og konkurrencedygtige afkast til konsortiets pensionsopsparere” (PFA.dk, 2017)

Nykredits forretningsindtægter

Alle banker har nogle primære forretningsområder og indtjeningskilder. Oftest forbindes et pengeinstitut med at tjene penge på renter. Da renteniveauet i Danmark er på et historisk lavt

⁷ <https://forenetkredit.dk/repraesentantskabet-godkender-aktiesalg/>

⁸ <https://forenetkredit.dk/wp-content/uploads/2017/12/Repraesentantskabsmøde-23.-nov-2017-dagsorden-og-bilag.pdf>

niveau, har bankerne og derfor også Nykredit i dag langt flere indtægtskilder end fra renterne alene. Der er tre overordnede hovedaktiviteter for pengeinstitutterne; nettorenteindtægterne, gebyr og provisionsindtægter og handelsindtægter.

Nettorenterne består primært af rentemarginalen. Rentemarginalen har ikke lige så stor indtjening generelt set for bankerne grundet forskellen mellem ind- og udlån ikke er særlig stor. Kundernes indlån er vokset gevaldigt siden finanskrisen, hvilket påvirker bankerne, da de er udfordret af nulrentemiljøet. I Nykredit står der ca. 11. Mia. kr. samlet set på kunderne konti (Kilde: Intern nyhed, som Nykredits områdedirektør Axel Henriques meddelte tidligere i 2019). Mit personlige indtryk er at kunderne er blevet mindre risikovillige ved deres kontante opsparinger efter krisen, hvilket er en af hovedårsagerne til at indlånene er steget. Alternativt kan de låne penge på kapitalmarkedet (andre pengeinstitutter, nationalbanken m.v.), hvor indtjeningen ligger mellem renten Nykredit låner til i markedet og hvilken rente kunder betaler for deres respektive lån. *(Fra rapporten, Værdiansættelse af Nykredit, Andersen 2018)*⁹ På realkreditsiden tæller også bidragsindtægterne med som renteindtægter.

Gebyr og provisionsindtægterne er afhængig af det overordnede aktivitetsniveau i banken. Gebyrer dækker over gebyrer ved optagelse af lån, transaktioner, garantistillelse, mv. Så ved højere aktivitetsniveau desto højere indtægter på dette område. Der er også provision og gebyrindtægter ved henvisning til samarbejdende forsikringsinstitut eller samarbejdende mæglere. *(Fra rapporten, Værdiansættelse af Nykredit, Andersen 2018)*¹⁰

Handelsindtægter omfatter indtægterne ved værdipapirhandel på aktier, obligationer og investeringsforeninger både fra kundernes egne handler i f.eks. netbanken.

⁹ Afskrift Fra tidligere HD-FR afhandling – Værdiansættelse af Nykredit, Andersen, 2018, side 14. Ophavshaver Nikolaj Rohde Andersen.

¹⁰ Omskrivning Fra tidligere HD-FR afhandling – Værdiansættelse af Nykredit, Andersen, 2018, side 14. Ophavshaver Nikolaj Rohde Andersen. Kilde er også benyttet fra Nykredits årsrapport 2018.

Nykredit har opdelt virksomheden i fire primære forretningsområder. De forskellige områder og hvordan indtjening i 2018 har været i de forskellige forretningsområder, belyses nedenfor:



Figur 5 - Forretningsområder (Nykredits årsrapport, 2018)

- **Retail**, omfatter realkredit- og bankforretninger med privatkunder samt mindre og mellemstore erhvervskunder, herunder landbrug og boligudlejning. Herudover indgår også samarbejdende mæglere og leasing. Forretningsresultat i 2018 på 3.117 mio. kr. (Nykredits årsrapport, 2018)
- **Totalkredit Partnere**, omfatter realkreditudlån til privat- og erhvervskunder formidlet af de 55 samarbejdende pengeinstitutter i Totalkreditsamarbejdet. Primære indtægter er bidrag og gebyrer i forbindelse med oprettelse af realkreditlån formidlet igennem Totalkredit. Forretningsresultat på 2.209 mio. kr. (Nykredits årsrapport, 2018)
- **Storkunder**, omfatter Nykredits største erhvervskunder, alment byggeri, store andelsforeninger samt erhvervskunders realkredit i udenlandske ejendomme. består af Corporate & Institutional Banking (CIB) samt Nykredit Markets. Forretningsindtægter i 2018 på 1.595 mio. kr. (Nykredits årsrapport, 2018)
- **Wealth Management**, omfatter aktiviteter inden for kapitalforvaltning og formuepleje. Er sammensat af Nykredit Asset Management, Nykredit Portefølje Administration og Private Banking Elite. Primære indtægter er provision, kurtage og

plejegebyrer. Forretningsindtægter på 388 mio. kr. i 2018. (Nykredits årsrapport, 2018)¹¹

PESTEL analyse

Under den strategiske analyse har jeg valgt at gøre brug af PEST-modellen, som er en forretningsstrategisk analyse, som er god til at belyse forhold i det eksterne makromiljø, som kan have indflydelse på Nykredit. Analysen skal belyse hvilke generelle udfordringer og muligheder banksektoren står overfor. Analysen tager udgangspunkt i 4 områder: Politiske forhold, økonomiske forhold, sociokulturelle forhold og teknologiske forhold.

Politiske og lovgivningsmæssige forhold

Den finansielle sektor er underlagt en lang række love og bekendtgørelser. De centrale love og bekendtgørelser er lov om finansiell virksomhed (LOVF), god skik for finansielle virksomheder samt bekendtgørelsen om kapitaldækning. Det er Finanstilsynet, der udsteder og i sidste ende kan inddrage tilladelser til at drive finansiell virksomhed i Danmark. Formålet med disse love og bekendtgørelser er, at borgerne, virksomheder og samfundet generelt har tillid til den finansielle sektor. De politiske tiltag kan have betydning for de finansielle virksomheder.¹²

Kapitalkrav/Baselkrav: Kapitalkravsreglerne har de seneste år gennemgået en større forandring, hvor nye tiltag er kommet til. Finanskrisen viste, at flere penge- og realkreditinstitutter ikke havde tilstrækkelig kapital til at afdække deres risiko. Flere penge- og realkreditinstitutter havde heller ikke nok tilstrækkelig tabsabsorberende kapital.

Disse forhold har ført til, at der på globalt plan blev opsat nye strammere globale standarder for kapitalkravene. Den største ændring i kapitalkravene er de nye CRD/CRR IV, som blev vedtaget på baggrund af anbefalinger fra Basel III og trådte i kraft i 2014 og indføres frem mod 2019. (Fra egen rapport: *Fusionen mellem Nordjyske Bank og Nørresundby Bank*, 2018)¹³

¹¹ <https://www.nykredit.com/om-os/fundament/#retail> - Tallene fra Retail, Totalkredit Partnere og Storkunder samt Wealth Management er fundet på Nykredits hjemmeside og fremgår desuden også i Nykredits regnskab fra 2018 under afsnittet: Forretningsområder.

¹² Er taget fra afsnittet i min indledning på side 5. Jeg henviser derfor til kilden der.

¹³ Afskrift fra tidligere afleveret projekt på HD studiet, 2. Semester med mig selv som medforfatter (Forfatter, Petersen, Mortensen, Laursen), sommeren 2018, side 33

I henhold til CRD/CRR IV er det bankens bestyrelse og direktions opgave at sørge for at banken har en tilstrækkelig kapitalgrundlag der afspejler dens risici.

(Fra egen rapport: Fusionen mellem Nordjyske Bank og Nørresundby Bank, 2018)¹⁴

Nykredits bestyrelse har fastlagt et behov for egentlig kernekapital på 15,5-16,5% af risikoeksponeringerne. Herudover reserves også egentlig kernekapital til de kommende Basel-krav (Nykredits Risiko- og kapitalstyring, 2018)

De nye tiltag omkring kapitalkrav tvinger institutterne til at sætte kapital til side under højkonjunkturer, så der er mulighed for at trække på disse midler når konjunkturerne vender.

(Fra egen rapport: Fusionen mellem Nordjyske Bank og Nørresundby Bank, 2018)¹⁵

Compliance/hvidvask: Den seneste tid har Compliance været en stor faktor inden for de lovmæssige forhold i bankverden. Reglerne indenfor Compliance foreskriver, at der skal foreligge grundig dokumentation på bankkunder og deres forhold til banken, og hvad de påtænker at bruge deres engagement til. Det har medført et stort fokus på dokumentation og kontrol. Dette uddybende kendskab til kunderne, gør det muligt at placere kundetyper i forskellige risikogrupper og dermed forhindre for eksempel hvidvask og terrorfinansiering (Finanstilsynet, Bekendtgørelse om God Skik, 2016). Specielt Danske Bank seneste sag omkring deres afdeling i Estland som menes at have hvidvasket penge. Amerikanske Morgan Stanley forventer at Danske Banks bøde kan komme til at koste 12,6 milliarder kroner. (Finans.dk, 2018). For at Nykredit undgår lignende tilfælde er Compliance/hvidvask et område Nykredit har sat ind på, og der blevet opsat nye afdelinger med flere medarbejdere i løbet af både 2018 og 2019 i Nykredit.

Økonomiske forhold

Renteniveau: Renteniveaunet er rekordlavt. 2019 startede ud med åbning af bl.a. fast rente på 0% over 10 år. (Jyskebank.dk, 2019). Når renteniveauet er lavt og det dermed er billigere at låne penge påvirker det køberne interesse for at købe bolig. Den Europæiske Centralbank der påvirker renterne i markedet har på deres møde i februar 2019 at fastholde renteniveauet i

¹⁴ Afskrift fra tidligere af leveret projekt på HD studiet, 2. Semester med mig selv som medforfatter (Forfatter, Petersen, Mortensen, Laursen), sommeren 2018, side 33

¹⁵ Afskrift fra tidligere af leveret projekt på HD studiet, 2. Semester med mig selv som medforfatter (Forfatter, Petersen, Mortensen, Laursen), sommeren 2018, side 54

2019 (Finans.dk, 2019)

Grundet det lave renteniveau har banker ændret på de ting som de normalvis tjener penge på. Dette ses i form af bidragsstigninger, gebyrstigninger og andre omkostninger, som er fastsat på baggrund af kundetilbud, belåningsgrad og låntype.

Sociokulturelle- og miljømæssige forhold

Finanskrisen og skandaler omkring bl.a. hvidvask har fået kundernes tillid til den finansielle sektor til at falde, og generelt vurderes branchen ikke for at være troværdig hos kunderne. Nedenstående undersøgelse fra EPSI viser en tilbagegang i tilfredsheden sammenlignet med 2017. Nykredit ligger over tilfredsheden i branchen generelt og er også steget i tilfredshed fra 2017 til 2018 (se figur 6).

PRIVATKUNDER	2018 (Indeks 0-100)	Sammenlignet med 2017
Handelsbanken	77,8	1,0
Øvrige	75,9	1,6
Sparekassen Kronjylland	75,0	1,1
Jyske Bank	72,9	2,5
Nykredit Bank	72,0	0,8
Sydbank	71,5	3,2
Branchen	69,9	-1,2
Danske Bank	65,4	-6,2
Nordea	62,9	-1,7

Figur 6 - Kundetilfredshed i 2018 (privatkunder)¹⁶

Finanssektoren skal, som alle andre brancher tilpasse sig de behov, ønsker og løsninger som kunderne efterspørger. I en tid hvor teknologi og tilgængelighed spiller en stor rolle, er det vigtig at banken kan tilpasse sig kundernes ønsker.

Grøn tænkning er et konkurrenceparameter for alle danske virksomheder. Virksomheder har mulighed for at markedsføre sig igennem at være en grøn virksomhed, som tager hensyn til forurening, miljø og miljøvenlig energi. Merkur Andelskasse markedsfører sig bl.a. på bæredygtighed og låner penge ud til virksomheder og projekter indenfor økologi og vedvarende

¹⁶ <http://www.epsi-denmark.org/report/banksektoren-2018/>

energi (Merkur.dk, 2019). Merkur Andelskasse omstillinger sig på den måde udviklingen på markedet, som er påvirket af holdningen i samfundet.

Som Danmarks største udlåner, har Nykredit påtaget sig et samfundsløfte, som betyder at man vil være til stede i hele Danmark for at styrke sammenhængskraft og bidrage til udvikling i by og på land. I gode og dårlige tider (Kilde: Nykredits Rapport om samfundsansvar, 2018, side 10).

Teknologiske forhold

Den teknologiske udvikling har været med til at øge gennemsigtigheden på markedet samt øge konkurrencen på markedet. Bankerne har mulighed for at effektivisere deres interne systemer, og derved effektivisere hele arbejdsgangen både økonomisk og tidsmæssigt. Det er bl.a. blevet langt enklere og hurtigere at skifte bank. Udover at engagementsoverførelserne er blevet effektiviseret, er det også blevet nemmere for kunderne at sammenligne bankernes produkter på bla. Mybanker og LendOn. Det gør det sværere for bankerne at beholde eksisterende kunder, hvis kunderne vil skifte bank.

Kunderne efterspørger gode IT-løsninger fra bankerne, hvor de kan klare deres daglige ting selv igennem netbanksløsninger (se figur 7). Løsninger såsom Mobilepay og Apple Pay bliver benyttet i stor stil, da de er med til at gøre dagligdagen nemmere for kunderne, med nemme og billige elektroniske betalingsløsninger – dermed en afgørende konkurrenceparameter for bankerne.

Porters Five Forces

Analysen afdækker konkurrencesituationen i en bestemt branche. I denne analyse belyses konkurrencesituationen inden for den finansielle sektor. Formålet med analysen er at finde ud af hvor attraktiv markedet er for nye konkurrenter samt belyse hvordan konkurrencen er for de eksisterende banker på markedet. (*Fra rapporten, Værdiansættelse af Nykredit, Andersen 2018*)¹⁷ I og med Nykredit allerede er inde i branchen vil analysen være med til at afklare hvilken position Nykredit har inden for branchen.

¹⁷ Afskrift Fra tidligere HD-FR afhandling – Værdiansættelse af Nykredit, Andersen, 2018, side 32. Ophavshaver Nikolaj Rohde Andersen.

Konkurrencesituationen

I 2008 var der 150 pengeinstitutter i Danmark, mens tallet i 2018 er nede på 65.

Nedskæringen i antal af banker skyldes enten konkurs eller opkøb (Finans.dk, 2018).

På trods af antallet af pengeinstitutter er faldet vurderes konkurrencen som at være stor, da de eksisterende pengeinstitutter er blevet større og mere dominerende.

Konkurrencen inden for realkreditsektoren, er konkurrencen er lige så stor som på bankdelen.

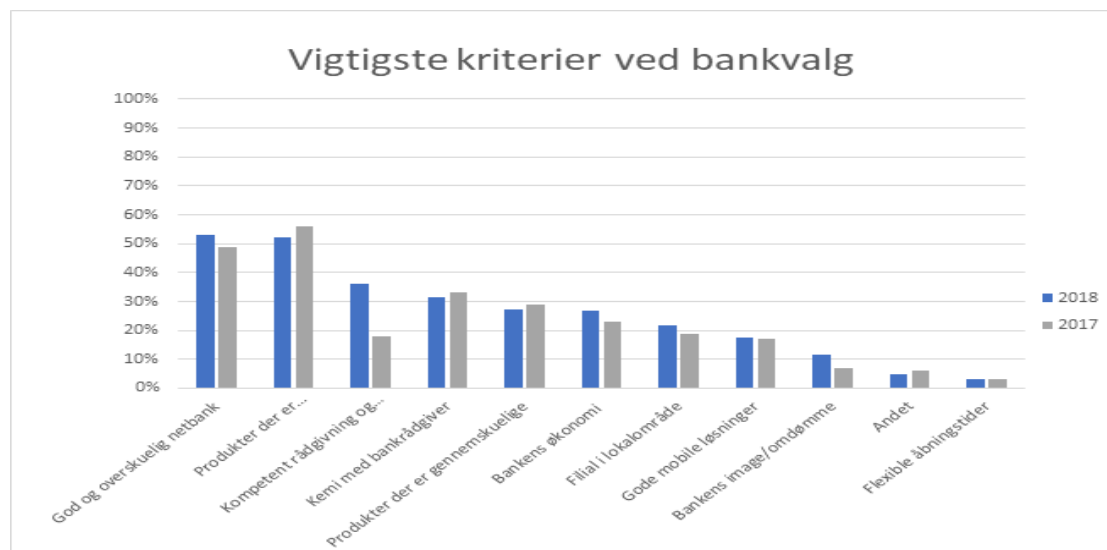
Udover Nykredit som ejer Totalcredit er der 3 andre realkreditinstitutter¹⁸. Konkurrencen er spidset til efter Jyske Bank i 2014 brød med Totalcreditsamarbejdet, og overtog BRF Kredit.

Kunderne

Forhandlingskraften og konkurrencen på banksiden vurderes til at være stor.

Hvis bankens service og produkter ikke lever op til kundens behov kan kunden skifte til en konkurrent uden de store omkostninger, så længe der kun er tale om almindelige bankprodukter.

Figur 7 viser en undersøgelse foretaget af Mybanker hvad kunder prioriterer højest og lavest i forbindelse med de skal vælge bank. Her er god og overskuelig netbank samt produkter der er konkurrencedygtige de to vigtigste parametre for kunderne.



Figur 7 - Vigtigste kriterier ved bankvalg¹⁹

¹⁸ BRF Kredit, Nordea Kredit og Realkredit Danmark

¹⁹ <https://www.mybanker.dk/artikler/her-er-danmarks-bedste-bank-2018-hvordan-klarer-din-bank-sig>

Selvom kunderne generelt siger de er loyale overfor deres bank, viser en anden undersøgelse foretaget af Mybanker viser at 40% har skiftet bank i løbet af de seneste 5 år modsat viser undersøgelsen også at 60% har været kunde i mere end 10 år. (Mybanker.dk, 2018)²⁰.

Hos kunderne med realkreditlån er forhandlingsstyrken ikke lige så stor som en ren bankkunde. Dette bunder i som tidligere beskrevet at konkurrencen på realkredit ikke er lige så stor som på banksiden. Hvis en kunde ønsker at flytte sit realkreditlån fra et realkreditinstitut til et andet, skal der tages højde for omkostningerne for lånetype, kurstab, oprettelses-og indfrielsesomkostninger. (*Fra rapporten, Værdiansættelse af Nykredit, Andersen 2018, side 27*)

Overordnet set de også fra kundernes side blevet nemmere at sammenligne omkostninger og indhente tilbud for de forskellige banker og realkreditinstitutter ved hjælp af hjemmesider som f.eks. Mybanker og Lendme.

Substituerende produkter

Overordnet anses truslen til at være lille, men større end de tidligere beskrevet trusler.

På områder er der over de seneste år kommet en del flere tiltag fra konkurrenternes side. Her henvises til markedet for kviklån, bilforhandlere der tilbyder bilfinansiering. Alternativerne til andelsboliglån, prioritetslån og betalingskort er i dag meget begrænsende. (*Fra rapporten, Værdiansættelse af Nykredit, Andersen 2018, side 28*)

Substituerende produkter til realkredit findes der ikke mange af i Danmark. Ydelserne på alternative lån er oftest alt for høje og kunderne kan ikke godkendes til dem. Realkreditlån adskiller sig ikke prismæssigt meget fra hinanden, da det er rentemarkedet der som udgangspunkt afgør hvilken rente der skal betales på realkreditlånet. Almindeligvis får bankerne nye kunder ved at konkurrere på oprettelsesomkostningerne, gebyrer og ikke mindst bidragssatsen.

Leverandører

Samlet set vurderes leverandørernes kraft stærk.

²⁰ <https://www.mybanker.dk/artikler/hver-fjerde-dansker-har-skiftet-bank-de-seneste-5-aar/> (besøgt d. 21.05/19)

De primære leverandører til bankerne de virksomheder der tilbyder IT-systemer, betalingskort mv. I og med den teknologiske udvikling er i stor udvikling, stiller det også større krav til de IT-løsninger som Nykredit og bankerne generelt tilbyder.

Kunderne efterspørger og kræver konkurrencedygtige netbanks- og mobilløsninger.

Nykredit er overgået til BEC IT platform, hvor de bl.a. kører på deres mobil og netbank. Det er stordriftsfordelene ved at overgå til BEC, som Nykredit har købt ind i, selvom det koster rigtig mange penge upfront. De enkle selvbetjeningsmuligheder og arbejdsgange er vigtige (Nykredit årsrapport, 2018)

Der er i branchen brug for et stærkt netværk til at kontrollere alle kort og transaktioner mellem bankerne - hvilket giver leverandøren en dominerende magt. Ny regulering fra EU vil måske ændre leverandørens stilling og dermed mindske magten, fordi nye regler åbner op for at gøre bankvirksomhed på nye måder (Finansforbundet, 2018).

Potentielle indtrængere

Samlet vurderes denne risiko til at være svag.

Konkurrencesituationen til nye banker vurderes til at være lav grundet lovreguleringerne, kapitalkrav, store opstartsomkostninger, øget regler inden for compliance og hvidvask og generelt set hård konkurrence blandt de eksisterende banker.

SWOT

SWOT modellen bruges til at vise de interne og eksterne forhold der påvirker virksomheden. Analysen er opdelt i interne forhold under styrker og svagheder, samt eksterne forhold under muligheder og trusler. SWOT-analysen tager udgangspunkt i de tidligere analyser ovenfor.

Interne faktorer

Styrker	Svagheder
- Markedsleder på realkreditmarkedet - Samarbejde med mange andre banker indenfor Totalkredit - SIFI (systemisk vigtigt finansielt institut) - Vækst i markedsandel og kunder - Høj indtjening og bedste regnskaber nogensinde de seneste år - Omkostninger på 40,7% hvilket er bland branchens laveste - Klar strategi (Winning the Double) - Vundet priser for at være bedst til aktier og obligationer af Morningstar i 2018 og 2019²¹ - Blevet kåret til bedste Private Banking tilbud flere gange²²	- Lille markedsandel på bankmarkedet - Lav kundetilfredshed - Kunderne vælger Totalkredit, men ikke Nykredit Bank - Ingen direkte adgang til kapital på aktiemarkedet - Shitstorm i 2016 (hævelse af bidragssatser)

Med Nykredits position som markedsleder på realkreditlån (Nykredit årsrapport 2018), så vil en krise i huspriser og ændringer i det økonomiske samfund vil have stor negativ indflydelse for Nykredit i form af større nedskrivninger. (*Fra rapporten, Værdiansættelse af Nykredit, Andersen 2018*)²³

Nykredits markedsandel på banken på 7,2 %, er særdeles lavere end markedsandelen på realkreditandelen. Dette anses som en svaghed for Nykredit, da kunderne oftest finder deres realkreditlån igennem deres daglige bank. Størstedelen af de danske banker tilbyder realkredit igennem et samarbejdende realkreditinstitut. Hvis der graves dybere i forskellen mellem Nykredit markedsandel på 7,2% på bank og 41,3% på realkredit er der i mange tilfælde at

²¹ <https://www.nykreditinvest.dk/nyhedsoverblik/2019/03/bedst-til-aktier-og-obligationer/>

²² <https://www.nykredit.dk/private/nyheder/bedst-til-private-banking/>

²³ Afskrift Fra tidligere HD-FR afhandling – Værdiansættelse af Nykredit, Andersen, 2018, side 32. Ophavshaver Nikolaj Rohde Andersen.

Nykredit Bank ikke bliver spurgt omkring bankforretninger, selvom kunderne optager realkreditlån igennem Totalkredit i de samarbejde pengeinstitutter i Totalkreditsamarbejdet. (Fra rapporten, *Værdiansættelse af Nykredit, Andersen 2018*)²⁴. Derfor er der også fra Nykredits side en vigtig strategi omkring **Winning the Double**, hvor partnersamarbejdet plejes for at fastholde realkreditkunderne samt at have fokus på helkunder for at forøge markedsandelen i Nykredit bank. For at kunne øge tilgangen af helkunderne, som bruger Nykredit til både daglig bank og boligfinansiering, findes kundetilbuddet Boligbank. Kundeprogrammet dækker over en række kunde- og værditilbud og der indeholder gennemslagslige løsninger og priser.

Det uafhængige analysebureau Morningstar har kåret Nykredit til at være ”Bedst til Aktier og Obligationer ved deres awardshow for andet år i træk. I prisen skriver Morningstar at de ligger vægt på at ”skal sikre, at vinderprisen går til fonde, som har leveret stærke etårs resultater, men samtidig har bevist evnen til at levere konkurrencedygtige resultater på længere sigt uden unødige risici”. (Nykreditinvest.dk, 2019)²⁵

Nykredit har tidligere ligget som en af de banker med lavest kundetilfredshed i branchen, hvor varslingen omkring øgede bidragssatser ramte Nykredits kundetilfredshed hårdt i 2016/2017. Den seneste rapport fra EPSI viser en øget kundetilfredshed hos Nykredits kunder hvor de ligger med en kundetilfredshed på 72 (indeks 0-100) og hvor branchen generelt ligger på 69,9.²⁶ I 2018 regnskabet fremhæver Nykredit at de nu har en høj kundetilfredshed.

²⁴ Omskrivning Fra tidligere HD-FR afhandling – Værdiansættelse af Nykredit, Andersen, 2018, side 32. Ophavshaver Nikolaj Rohde Andersen. Side 32-33

²⁵ Citat fra Morningstars udtalelse ved overraskelse af prisen.

²⁶ <http://www.epsi-denmark.org/report/banksektoren-2018/> + jeg referere desuden til figur 6.

Eksterne forhold

Muligheder	Trusler
- Ejet af kunderne 80% - Kundekroner - Lav markedsandel på banksiden - Lavt renteniveau - Lav trussel fra nye aktører i markedet - Økonomisk fremgang - Fremgang i salg af ejendomme	- Lovgivning - Nye finanskriser - Øgede kapitalkrav - Ny teknologi og substituerende produkter - Banker forlader Totalkreditsamarbejdet ligesom Jyske Bank har gjort

Statistikkerne viser en fremgang i salget af boliger i Danmark. (Nationalbankens analyse, 2019) Med deres position som markedsleder på realkredit, og deres kundetilbud henvender sig til boligejere, konkluderes dette som en mulighed, at kunne tiltrække endnu flere helkunder. Boligmarkedet er overordnet set i godt form med lave liggetider og høje boligpriserne, som medvirker til at finansieringer af boliger også ligger på et højt niveau. Samfundsøkonomien klarer sig godt, og vi befinder os i en højkonjunktursperiode. Renteniveauet er historisk lavt, hvilket gør finansieringen af bolig billigere. Da boligpriserne er på et højt niveau skal kunderne også låne flere penge til dyrere boliger, hvilket øger udlånene.

Nykredit er SIFI, og med 10% salg af aktier til PFA er deres kapitalkrav på plads. Banken er dog stadig sårbar med hensyn til fremtidig stigende rentesatser på realkreditlån, som vil påvirke kundernes købestyrke og påvirke boligpriser.

Nykredit ejer 80% af Forenet Kredit. Forenet Kredit kontrolleret af kunder og hovedformålet er at give overskud til kunderne. Nykredit mangler stadig at fortælle denne historie, og en succes med det kunne give Nykredit mange muligheder i forhold til de andre store banker, der alle er noteret på børsen.

Nykredit har stadig mulighed for at skulle børsnoteres, hvis de har brug for kapital, hvis nye statslige bestemmelser kræver det.

Samlet set står Nykredit i en god position for at fortsætte deres vækst og tage markedsandele på bankmarkedet. De har i de sidste 4 år haft en omvendt omsætning og reducerede omkostninger. Nykredit er var i 2017 den bank i Danmark med lavest omkostningseffekt (Nykredit årsrapport, 2017).

Nykredit har besluttet at skifte deres it-leverandør til BEC, og dette vil kræve en enorm indsats i 2018 og 2019. Ændringen vil koste over 500 mio. DKK, men reducerer løbende omkostninger med mindst 100 mio. DKK pr. år. Med baggrund i dette tiltag er omkostningerne i 2018 steget til 40,7% men ligger stadig med en af de laveste omkostningsprocent i branchen. Omkostningsprocenten på 40,7 ligger marginalt over målet på 40% (Nykredit årsrapport 2018).

Virksomheden er koncentreret om Danmark og deres samarbejde med banker om at distribuere realkreditlån gennem Totalkredit, som sætter dem ind på en unik position (Nykredit, 2018). Netto over 1.000 privatkunder vælger hver måned Nykredit (Nykredit, 2018). Vandt tre priser i 2017 som bedste Private Banking Bank (Nykredit årsrapport, 2017 og Inside Business, 2017).

Det vurderes at ny lovgivning og kapitalkrav udgør de største trusler for Nykredit. Øget kapitalkrav kan medvirke til at der skal forfordes flere penge til kapital, men vil ikke nødvendigvis medvirke til øget indtjening i koncernen.

Gennem 2018 er der arbejdet intensivt på at nedsætte regulatoriske projekter med bl.a. GDPR og hvidvask. (Nykredit årsrapport 2018)

Regnskabsanalyse

I regnskabsanalysen er der nogle grundlæggende modeller, til at beregne nøgletallene bl.a. ROE og ROA. Da det er fastlagte matematiske formler der bruges til at beregne tallene er der ikke ændret på disse. Hvad der påvirker de enkelte modeller vil blive beskrevet samt hvad der påvirker modellen i enten positiv eller negativ retning vil blive beskrevet med de beskrivelser jeg har udarbejdet i min tidligere opgave på dette HD-FR studie fra rapporten: Fusionen mellem Nordjyske Bank og Nørresundby Bank. Det er begrænset hvor meget jeg kan ændre i beskrivelsen af modellen, da modellen er fastlagt. Analysen og udviklingen er i de forskellige modeller/nøgletal opstillet og beskrevet.

Det nævnes igen, at tidligere opgaver på HD-FR studiet også har lavet regnskabsanalyse af Nykredit, og da det er de samme tal jeg skal forholde mig til, vil der selvfølgelig være sammenlignende tal der i denne opgave går igen fra andre opgaver.

Grunden til at regnskabsanalysen foretages skyldes primært at få fastsat udviklingen i budgetperioden. Jeg skal have argumenter for hvorfor budgetperioden opstilles, som den gør. Budgetperioden er nemlig afgørende for at den endelige værdiansættelse kan foretages.

Regnskabs- og kapitalanalysen omfatter analyse af både bankens resultatopgørelse og balance samt de risici den har ved sine aktiver. Regnskabsanalysen giver et billede af Nykredits nuværende økonomiske situation og hvordan nøgletallene har udviklet sig for den pågældende periode.

Regnskabsanalysen er opstillet ved hjælp af Nykredits regnskaber for perioden 2013-2018 og alle tallene er fundet i officielle regnskaber.

DKK mio.	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Renteindtægter	36.383	36.655	32.722	28.789	27.160	25.675
Renteudgifter	26.058	25.301	20.846	17.319	15.675	14.806
Netto renteindtægter	10.325	11.353	11.877	11.470	11.485	10.869
Udbytte af aktier mv.	254	82	104	108	133	150
Gebyrer og provisionsindtægter	1.872	2.167	2.498	2.381	2.687	2.570
Afgivne gebyrer og provisionsudgifter	2.111	2.115	2.697	2.677	2.919	3.058
Netto rente- og gebyrindtægter	10.340	11.486	11.783	11.282	11.386	10.531
Kursreguleringer	150	-3.557	652	775	3.620	724
Andre driftsindtægter	210	185	194	589	501	1.057
Udgifter til personale og administration	5.004	4.715	4.658	4.820	4.622	4.633
Af- og nedskrivninger på immaterielle og materielle aktiver	896	1.087	2.185	185	248	103
Andre driftsudgifter	225	154	188	285	196	154
Nedskrivninger på udlån og tilgodehavender mv.	2.764	2.351	920	680	379	380
Resultat af kapitalandele i associerede tog tilknyttede virksomheder	103	6	8	8	21	-9
Resultat før skat	19.114	-186	4.685	6.683	10.081	7.033
SKAT	240	90	1.494	1.377	2.077	1.293
Årets resultat	1.674	-276	3.191	5.306	8.004	5.740

Figur 8 - resultatopgørelse 2013-2018

CAPM

Inden jeg går til selve analysen, vil jeg i dette afsnit afdække hvad markedet forventer af afkast på en investering. Her har jeg valgt at bruge CAPM modellen (Christensen M, 2014: 135), som viser hvad en investors afkastkrav er. Modellen er gennemgået på 2. Semester på HD-FR studiet og lyder som følgende:

CAPM – ”Capital asset pricing model” er en model der viser afkastet påvirket af en investor.²⁷

$$\text{Formel: } CAPM = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

R_F = Risikofri rente

B = Beta

R_M-R_F = Markedets risikofri præmie

Beta:

Siger kun noget om den systematiske risiko. Hvis man har en værdi på 1,10 så sammenholdes den altid med 1,0. Det betyder at aktien ligger 10 % over markedet målt på kursudsving. Den svinger 10 % mere i gennemsnit end markedet. Hvis man har en investor med lav risiko, skal man ikke have en beta over 1. Så vil man have en større risiko end noget som i forvejen svinger. (*Fra egen rapport: Fusionen mellem Nordjyske Bank og Nørresundby Bank, 2018*)²⁸ Da Nykredit ikke er en børsnoteret virksomhed, er det ikke muligt at beregne Nykredits beta. Jeg har i denne opgave valgt at benytte et beta på 1, da jeg ikke kender beta for Nykredit, og med baggrund i dette ikke kan argumentere for en beta der ligger hverken over eller under værdien på 1,0 som der altid sammenholdes med.

Den risikofrie rente defineres som den rente man kan opnå ved at sætte pengene i banken eller ved at købe Danske Statsobligationer. (*Fra egen rapport: Fusionen mellem Nordjyske Bank og Nørresundby Bank, 2018*)

Den risikofrie rente skal bruges til at fastsætte CAPM-modellen. Eftersom renten i mange banker er omkring 0 eller negativ, vælger jeg at fastsætte den risikofrie rente på baggrund af en danske statsobligation. En opgørelse fra Danmark Statistik viser, at renten også er

²⁷ Formel er vedlagt i bilag

²⁸ Afskrift fra tidligere opgaven hvor modellen er beskrevet HD studiet, 2. Semester med mig selv som medforfatter (Forfatter, Petersen, Mortensen, Laursen), sommeren 2018, side 14-15

nedadgående fra i 2012 at ligge på 1,8%. I 2018 var renten på en dansk statsobligation på 0,5 %, som jeg benytter til at fasttætte min CAPM-model fra.²⁹ (Danmarks statistik, 2019)

Markedets risikofrie præmie (MRP) Viser hvor stor en investorernes risikoappetit er i markedet. Det forventede markedsafkast (MRP) kan være svært at definere, da forventningen til afkast er forskellig. Nedenstående tabel fra forsyningstilsynet viser MRP for nogle af de største revisionsfirmer har brugt i deres rapporter fra 2013-2019.

Tabellen viser en MRP på mellem 4,45% og helt op til 10,37% i perioden. Carnegie ligger et pænt stykke over de andre firmaer over hele perioden. Jeg vælger i denne opgave at benytte en MRP på 6% som virker passende ud fra et gennemsnitligt perspektiv over perioden og forventningerne til 2018 og 2019.

TABEL 1 | MRP I PERIODEN 2013-2019

År	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
DMS	4,45 %	4,64 %	4,87 %	5,00 %	5,26 %	5,17 %	5,29 %
Carnegie	9,93 %	10,37 %	9,01 %	9,33 %	9,26 %	8,66 %	8,82 %
Fernandez et. al.	5,50 %	6,40 %	5,10 %	5,50 %	5,30 %	6,10 %	6,00 %
PwC	5,40 %	5,10 %	5,30 %	6,00 %	5,60 %	-	-
Sekretariatets skøn	5,75 %	5,75 %	6 %	6 %	6 %	6 %	6 %

Kilde: Carnegie Investment Bank; PwC; Dimson, March and Staunton (2017); Fernandez et. al. (2018) og Forsyningstilsynet

Figur 9 – Forsyningstilsynet.dk, 2018)

CAPM vil derfor se således ud.

$$(1+6)+0,5 = 7,5 \%$$

Denne kan dog ikke stå alene. Normalvis plejer investorer at sige en ROE omkring 11-14% er meget fornuftig. Danske Bank har eksempelvis et mål om en Roe på 12,5%³⁰, mens Nykredits nye ejerkreds har en forventning omkring 8,5% (Business.dk, 2018).

²⁹ <https://www.statistikbanken.dk/statbank5a/default.asp?w=1920> – Tilgået 17.04.2019

³⁰ <https://www.business.dk/finans/her-er-danske-banks-rute-til-sit-finansielle-maal> - besøgt d. 24/03 2019

ROE – Return on Equity – Egenkapitalforrentning

ROE fortæller hvor effektiv en virksomhed er. Mere specifikt, så belyser ROE virksomhedens evne til at forrente egenkapitalen, som udgør ejernes afkast.

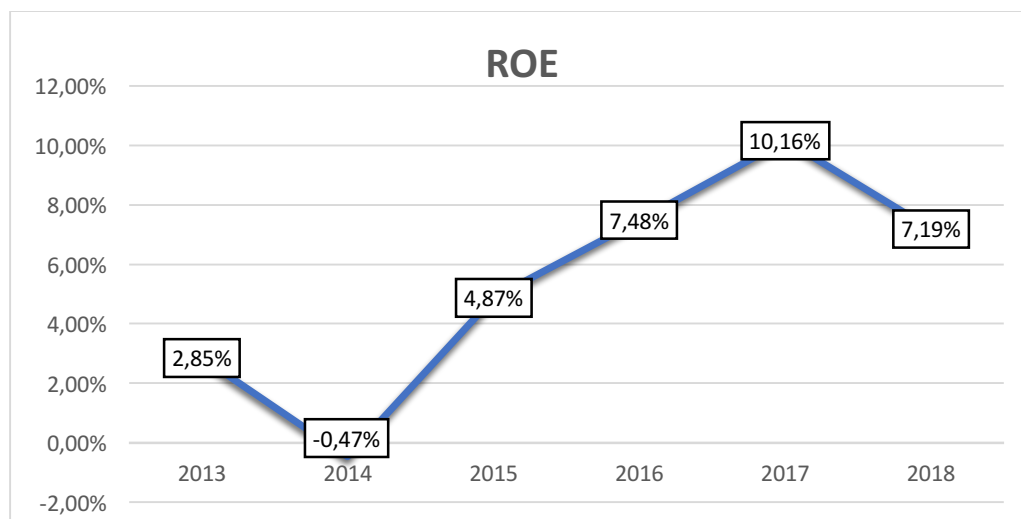
Investor karakteriserer ofte ROE, som et hovednøgletal, da det er et enkelt overskueligt tal, som er sammenligneligt, hvis man f.eks. skal sammenligne to virksomheder inden for samme branche. Det viser i bund og grund hvad en investor for i afkast af hans investering.

(Fra egen rapport: *Fusionen mellem Nordjyske Bank og Nørresundby Bank, 2018*)³¹

Formlen for at udregne ROE ser således ud:

$$ROE = \text{Årets resultat efter SKAT} * 100 / \text{Primo egenkapital}$$

Danske Bank har et mål om en ROE på 12,5 i 2018%³². PFA-topchef Allan Polack, som har købt en ejerandel på 10,9 procent i Nykredit udtaler i artiklen: Nykredits ejere sætter tal på afkastforventningerne (Berlingske.dk, 2018 – se litteraturliste) »Nykredit har en strategiplan, der sigter mod et afkast på omkring 8,5 procent, og det tror vi minimum, at de kommer til,«



Figur 10 - Nykredits udvikling i ROE 2013-2018

³¹ Afskrift fra tidligere opgaven hvor modellen er beskrevet HD studiet, 2. Semester med mig selv som medforfatter (Forfatter, Petersen, Mortensen, Laursen), sommeren 2018, side 14-15. Det er en model jeg beskriver, vil en omskrivning ikke ændre på hvad modellen tjener til formål at udregne.

³² <https://www.business.dk/finans/her-er-danske-banks-rute-til-sit-finansielle-maal> - besøgt d. 18/5 2019

Udviklingen i ROE for perioden viser en stigende tendens fra 2014 frem til 2017. Der er en tilbagegang i 2018. Perioden fra 2013-2014 viser et negativt årsresultat, som også er medvirkende til at ROE er negativ. Det skal nævnes at egenkapitalen er steget med ca. 36 % i perioden, og påvirker derfor beregningerne.

Gennemsnitlig ROE for perioden viser et gennemsnit over de seneste 6 år på 5,35%, hvilket er under den strategiplan på 8,5%. Kigges der isoleret set på strategiplanen siden pensionskasserne er indtrådt i Nykredit i 2017 gennemsnitlig ROE for 2017 og 2018 på 8,67% for de seneste 2 regnskabsår, hvilket ligger over det forventede afkast, som ejerne forventer. Til sammenligning lå Danske Banks ROE lå i 2018 på 9,8% og Jyske Bank på 7,60% (Børsen.dk, 2019)

Hvordan kan ROE forbedres?

Der er 2 muligheder til at forbedre ROE. Dette kan enten gøres ved at øge indtjeningen eller ved at reducere egenkapitalen. En øget indtjening giver en bedre nøgletal men også en bedre solvens, som kan bruges til fremtidig vækst. Egenkapitalen er svær at ændre ved, at en lavere egenkapital kan begrænse bankens muligheder for udlånsvækst i forhold til CRR/CRD IV, hvor der stilles større krav til egenkapitalen.

(Fra egen rapport: Fusionen mellem Nordjyske Bank og Nørresundby Bank, 2018)³³

ROA (Return on assets)

ROA er et nøgletal, der kan bruge for at blive klogere på hvor god en virksomhed er, til at forrente den investerede kapital. Hertil skal det dog nævnes, når vi taler ROA så er det den totale investerede kapital. Det vil altså sige, at både egenkapital og fremmedkapital indgår i nøgletallets beregning. *(Afskrift fra egen rapport: Fusionen mellem Nordjyske Bank og Nørresundby Bank, 2018)*

ROA kan beregnes således:

³³ Afskrift fra tidligere opgaven hvor modellen er beskrevet HD studiet, 2. Semester med mig selv som medforfatter (Forfatter, Petersen, Mortensen, Laursen), sommeren 2018, side 14-15. Argumentation for afskrift er beskrevet i indledning til regnskabsanalysen

$$ROA = \frac{\text{Årets resultat} \times 100}{\text{Aktiver}}$$

Årets resultat i forhold til samlede aktiver – på den måde har man mulighed for at måle, hvor god den givne virksomhed er til at forrente sin kapital. Desto bedre ROA er, desto mere effektiv er virksomheden. ROA er et nemt nøgletal at sammenligne bankerne i mellem.

Overblik over ROA i perioden 2013 - 2018

I mio. kr.	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Resultat efter skat	1.674	-276	3.191	5.306	8.004	5.741
Aktiver	1.417.417	1.457.306	1.383.796	1.400.611	1.426.746	1.447.976
ROA i %	0,12%	-0,02%	0,23%	0,38%	0,56%	0,40%

Tabel 1 - Egen tilvirkning – se bilag

Generelt for Nykredit har ROA gennemgået en positiv udvikling. Det er i udgangspunktet godt, da de derved har forrentet deres kapital positivt – med undtagelse af 2014. Nykredits ROA stiger pænt fra 2014 til 2017. Dette skyldes, at deres nettoresultat stiger pænt hvilket bl.a. påvirkes af bidragsstigninger samt salg af deres domicilejendomme. I 2017 stiger nettoresultatet med ca. 50 pct. Det er denne stigning, som forbedrer ROA, da aktivsiden ikke ændres væsentligt.

Danske Bank lå i 2018 med en ROA på 0,40% (0,6% i 2017) og Jyske Bank på 0,53 %. (Danske Bank og Jyske Bank, årsrapporter, 2017 og 2018) Til sammenligning med de to konkurrenter ligger Nykredit relativt fornuftigt på ROA for de seneste 3 regnskaber.

Forbedring af ROA

ROA kan forbedres, hvis banken eller virksomheden formår at skabe et større overskud. Såfremt dette ikke er muligt for banken, så kan de stadigvæk forbedre ROA, hvis de kan reducere aktiverne. Såfremt en bank kan forbedre deres nettoresultat og samtidig nedbringe aktiverne, så bliver ROA forbedret markant.

(Fra egen rapport: Fusionen mellem Nordjyske Bank og Nørresundby Bank, 2018, side 19)

ICGR (Internal Capital Generation Rate)

ICGR er et nøgletal som fortæller noget om bankernes evne til at skabe vækstmuligheder.

Helt konkret så kan nøgletallet hjælpe en bank til at analysere muligheder for at øge udlånsvæksten uden det påvirker bankens solvenskrav. ICGR viser altså banken muligheder for at udvide på deres aktivside uden solvensprocenten stiger. Når aktivsiden kan øges og solvensbelastningen samtidig fastholdes, så skyldes det at ICGR tager højde for den løbende indtjening i løbet af året. *(Fra egen rapport: Fusionen mellem Nordjyske Bank og Nørresundby Bank, 2018, side 20)*

i mio. kr.	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Resultat efter skat	1.674	-276	3.191	5.306	8.004	5.741
Udbytte af aktier mv.	254	82	104	108	133	150
Egenkapital	58.744	58.675	65.482	70.955	78.770	79.883
ICGR (i procent)	2,85	-0,47	4,87	7,48	10,16	7,19

Tabel 1 - Udvikling i Nykredits ICGR fra 2013-2018 (Egen tilvirkning)

ICGR skal som udgangspunkt gerne være så høj som mulig, da det alt andet lige giver dem mulighed for at vækste i samme grad uden at det vil påvirke solvensen i negativ retning. Hvis ICGR viser et negativt fortegn, vil det betyde at der vil være behov for at tære balancen for at kunne opretholde en tilsvarende solvens. *(Fra egen rapport: Fusionen mellem Nordjyske Bank og Nørresundby Bank, 2018, side 22)*

Nykredits evne til at genere kapital internt har ligget med en positiv udvikling igennem hele perioden. Egenkapitalen er steget med ca. 35% over de seneste 6 år. Der er en kraftig udvikling i årene fra 2014 til 2017, hvor også 2017 var bedste resultat nogensinde (Nykredit regnskab, 2017).

Da pensionskonsortiet købte sig ind i Nykredit, har dette og været ud fra 2016 regnskabet, hvor det fremgår at Nykredit ville kunne hæve den samlede balance med 7,48% uden at det ville påvirke solvensen. De to efterfølgende regnskabsår har levet op til dette niveau, som pensionskasserne købte sig ind til og end da med en gennemsnitlig stigning for 2017 og 2018 kontra 2016 regnskabet.

Kapitalkrav – CRR/CRD IV

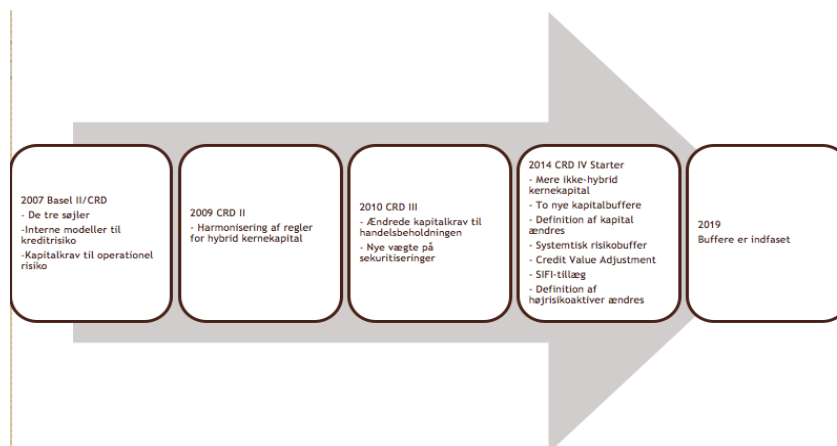
Da kapitalkravene er ens for alle pengeinstitutterne i Danmark – der kan være flere krav til SIFI-institutterne, som Nykredit er – vil dette afsnit have nogle generelle beskrivelser af kapitalkravreglerne, som primært er benyttet fra min tidligere opgave der er afleveret på HD-FR studiet. Det gøres med baggrund i at der ikke sket ændringer til kapitalkravene, siden min sidste aflevering. Kravene de skal indføres i løbet af år 2019, hvilket også understøtter mit argument for at kunne benytte tidligere beskrivelse af reglerne i dette afsnit. Jeg vil analysere hvordan Nykredit klarer sig på de enkelte krav, som skal benyttes til at analysere om den ekstra kapital fra pensionskasserne ændrer på opfyldelsen af de pågældende regler.

Kapitalkravsreglerne har de seneste år gennemgået en større forandring, hvor nye tiltag er kommet til. Finanskrisen viste, at flere penge- og realkreditinstitutter ikke havde tilstrækkelig kapital til at afdække deres risiko. Flere penge- og realkreditinstitutter havde heller ikke nok tilstrækkelig tabsabsorberende kapital. *(Fra egen rapport: Fusionen mellem Nordjyske Bank og Nørresundby Bank, 2018)*³⁴

Disse forhold førte til, at der på globalt plan gennem G20 og Basel Komiteen blev opsat nye strammere globale standarder for kapitalkravene. De nye tiltag omkring kapitalkrav tvinger institutterne til at sætte kapital til side under højkonjunkturer, så der er mulighed for at trække på disse midler når konjunkturerne vender. Den største ændring i kapitalkravene er de nye CRD/CRR IV, som blev vedtaget på baggrund af anbefalinger fra Basel III og trådte i kraft i 2014 og indføres frem mod 2019. *(Fra egen rapport: Fusionen mellem Nordjyske Bank og Nørresundby Bank, 2018)*

³⁴ Afskrift fra tidligere opgave på HD studiet, 2. Semester med mig selv som medforfatter (Forfatter, Petersen, Mortensen, Laursen), sommeren 2018, side 32

EU's nuværende og forventede reguleringstiltag med indflydelse på kapitalkrav



Figur 11 - Kapitel 13, kapitalkrav slide 6 fra undervisning 2. semester

I henhold til bestemmelserne i CRD-forordningen er det bankens bestyrelse og direktionens opgave at sørge for at banken har en tilstrækkelig kapitalgrundlag der afspejler dens risici. Kapitalkravsreglerne tjener til det formål, at sikre vi undgår en ny finansiell krise, hvor staterne taber penge. På den anden side skal reglerne heller ikke være så stramme så virksomhederne ikke har mulighed for vækst³⁵. Bestyrelsen og direktionen skal herudover opføre bankens individuelle solvensbehov. Uddybning af hvad de forskellige nøgletal dækker over beskrives i de kommende afsnit. *(Fra egen rapport: Fusionen mellem Nordjyske Bank og Nørresundby Bank, 2018)*

Egentlig kernekapital udgør hovedvægten af basiskapitalen. Egentlig kernekapital (Ikke hybrid kernekapital) udgøres af egenkapitalen minus nogle fradrag. Det er denne kapital som er forbundet med størst risici at investere i – det kunne f.eks. være ved køb af aktier eller garantibeviser. I det scenarie vil aktieinvestorerne stå sidst i køen i tilfælde af konkurs³⁶. Det er denne del af kapitalen der er bedst til at modstå tab, da aktionærer eller garantanter ikke for deres penge, inden alle kreditorer har fået hvad de har til gode. *(Afskrift fra egen rapport: Fusionen mellem Nordjyske Bank og Nørresundby Bank, 2018, side 34)*

Nykredit opgør ultimo 2018 deres egentlige kernekapital til 76 mia. kr. hvilket viser en kapitalprocent til at udgøre 22,1%, hvor den egentlige kernekapitalprocent ligger på 21 %

³⁵ Finansiell risikostyring, Jørgen Just Andresen, 2. Udgave, side 341

³⁶ Finansiell risikostyring, Jørgen Just Andresen, 2. Udgave, side 349

ultimo 2018, mod 20,6% ultimo 2017. Deres kapitalgrundlag består primært af egenkapital samt hybrid kernekapital på 3,7 mia. (Nykredits risiko- og kapitalstyringsrapport, 2018)

Den egentlige kernekapitalprocent er steget på trods af risikoeksponeringer er steget i 2018 fra 337 mia. ultimo 2017 til 344,7 mia. kr. i 2018.

Hybrid kernekapital er en mellemtning mellem aktiekapital og lånekapital. Det er Finanstilsynet der fastsætter de nærmere regler for hvor stor en del af den hybride kernekapital der kan medregnes som kernekapital. Den del af den hybride kernekapital, der ikke kan medregnes til kernekapitalen, kan i stedet medregnes som supplerende kapital.³⁷ (*Afskrift fra egen rapport: Fusionen mellem Nordjyske Bank og Nørresundby Bank, 2018, side 34*)

Nykredits hybride kernekapital er i form af et lån på 500 mio. euro, med en rente på 6,25% med en uendelig løbetid. Lånet kan førtidsindfries i oktober 2020. En indfrielse af dette lån vil kræve en tilladelse fra Finanstilsynet.

Supplerende kapital også kaldt efterstillet gæld er den kapital, der supplerer kernekapitalen og den hybride kernekapital. Långivere der har investeret i denne del har accepteret, at de bærer en større risiko end de øvrige låntagere. I tilfælde af konkurs kan investor i supplerende kapital først få deres penge, når øvrige långivere har fået deres penge. De er dog foranstillet kernekapitalen.³⁸ Til sammen udgør de tre kapitaltyper basiskapitalen. (*Fra egen rapport: Fusionen mellem Nordjyske Bank og Nørresundby Bank, 2018, side 35*)

Nykredits supplerende kapital er finansieret ved 3 lån. (Tier 2). 600-, 800-, og 50 mio. kr. som udløber mellem 2027-2036 (se figur 12). Disse kan opsiges uden tilladelse fra Finanstilsynet. Fremmedkapitalen hentes i markedet for at kunne opfylde Baselkravene. En billigere fremmedkapital vil forbedre Nykredits WACC.

³⁷ Finansiell risikostyring, Jørgen Just Andresen, 2. Udgave, side 349

³⁸ Finansiell risikostyring, Jørgen Just Andresen, 2. Udgave, side 349

Nykredit Realkredit-koncernen				
Fremmedkapital ultimo 2018				
	Rente	Kan førtidsindfries	Udløb	Kapital
Nykredit Realkredit A/S				
Hybrid kernekapital	6,25%	26. oktober 2020	Uendelig løbetid	500 mio. euro
Supplerende kapital (Tier 2 CoCo)	4,00%	3. juni 2021	3. juni 2036	600 mio. euro
Supplerende kapital (Tier 2)	4% frem til 28. oktober 2017, herefter Euribor 6 mdr. 1,71%	-	28. oktober 2030	50 mio. euro
Supplerende kapital (Tier 2)	2,75%	17. november 2022	17. november 2027	800 mio. euro
I alt				1.950 mio. euro

Figur 12 - Pris på fremmedkapital (Nykredit Risiko- og kapitalstyringsrapport, 2018)

Fradrag i basiskapitalen

Nykredit har bl.a. foretaget nogle fradrag for interne mellemværende med PRAS A/S og deres andel i selskabets ejerandel. I alt er der fradrag for 3,4 mia. kr.

Søjle 2 – det individuelle solvensbehov

Det individuelle solvensbehov adskiller sig fra det fastlagte solvensbehov. I den individuelle del laves en intern opgørelse, hvor bankens ledelse - bestyrelsen og direktion – på baggrund af bankens basiskapital og kreditrisici beregner hvor stor en andel af deres risici, de skal være i stand til at kunne dække. Ud over risici nu og her kigges der også ind i de fremtidige risici, for hvor stor basiskapital der er nødvendig for at kunne dække dette. *(Afskrift fra egen rapport: Fusionen mellem Nordjyske Bank og Nørresundby Bank, 2018, side 36)*

Der bliver løbende vurderet opgørelsen af det individuelle solvensbehov fra bankens side, og det individuelle solvensbehov ændrer sig i takt med at bankens risici ændrer sig. Ledelsen i Nykredit har fastsat solvensbehovet til i alt 10% af risikoeksponeringerne.

Nykredit har i deres nyeste solvensrapport fra marts 2019 opgjort deres individuelle solvensbehov i søjle 2-kravet til at udgøre 6,8 mia. kr. Denne del er udregnet via. følgende:

	Mio. kr.	
Nykredit-koncernen		
Tilstrækkeligt kapitalgrundlag og solvensbehov	2018	2017
Kreditrisiko	23.242	23.175
Markedsrisiko	2.191	1.978
Operationel risiko	2.057	1.700
Søjle I i alt	27.490	26.853
Svagt forringet konjunkturforløb (stresstest mv.)	1.249	2.697
Øvrige risici	4.812	4.110
Model- og beregningsusikkerhed	744	582
Søjle II i alt	6.805	7.389
Tilstrækkeligt kapitalgrundlag i alt	34.295	34.241
Solvensbehov (Søjle I og Søjle II), %	10,0	10,2

Figur 13 - Kapitalgrundlag og solvensbehov (Nykredits risiko- og kapitalstyringsrapport, 2018)

Som det fremgår af ovenstående figur er kreditrisikoen det der fylder mest i kapitalgrundlaget for Nykredit med 23.242 mio. kr. herefter kommer markedsrisikoen med 2191 mio. kr. plus 2.057 mio. i den operationelle risiko. I Nykredits egen risikovurdering er kreditrisikoen opgjort til at udgøre 84% af koncernens risikoeksponeringer. Risiko bliver styret ud fra gældende kreditpolitik (Nykredits risikorapport, 2018).

Nykredits har opgjort deres samlede behov for egentlig kernekapital i 2018 til at udgøre 15,5-16,5% af de samlede risikoeksponeringer, som udgøres af solvensbehovet på 10%, SIFI bufferkrav 2% kapitalbevaringsbuffer 2,5% samt en kontracyklisk buffer på 1%. Nykredit reserverer egentlig kernekapital til de kommende Basel-krav, som vurderes til at udgøre 100 mia. kr. Nykredit har ved salget af Forenet Kredits formue fra bl.a. salg af aktier til pensionskasserne samt en tilsagn fra pensionskonsortiet med PFA adgang til egentlig kernekapital. (Nykredit risiko- og kapitalstyringsrapport 2018)

Nykredit har fået Finanstilsynets tilladelse til at opgøre risikoeksponeringer for kreditrisiko ved brug af den avancerede IRB-metode (AIRB). Oftest benyttes standard-metoden. Med de nye Baselkrav IV bliver den lavet en gulvkrav for institutter, der anvender interne modeller som Nykredit gør. Gulvkravet medfører at der kommer et minimumskapitalkrav, der skal

udgøre 72,5% af kapitalkravet ved at benytte standardmetoderne. (Nykredit risiko- og kapitalstyringsrapport, 2018, side 1)

Kravet vil medføre en forøgelse af risikoeksponeringerne i Nykredit, da gulvkravet især rammer realkreditudlån, som er Nykredits største forretningsområde. Baselkomiteens kapitalkrav vurderes af Nykredit til at øge risikoeksponeringerne med 100 mia. kr. hvoraf 80% kan henføres til realkreditudlån til private, men resten påvirkes af realkreditudlån til erhverv, markedsrisiko mv. (Nykredit risiko- og kapitalstyringsrapport, 2018, side 12)

Det er Nykredits holdning at risikostyringen samt kapitalbehovet er tilrettelagt godt og fungerer på betryggende vis (Nykredit årsrapport, 2018). Også den interne revision konklusion på baggrund af udarbejdede regnskab, som er udført på grundlag af Finanstilsynets bekendtgørelser, at risikostyringen er opfyldt.

I forhold til det samlede kapitalgrundlag på 25,4% er der en overdækning på 9,90 i forhold til det samlede lovkrav i 2019.

Budgettering

En værdiansættelse kræver en budgetteringsperiode, som man værdiansætter virksomheden på baggrund af. Perioden starter i 2019, hvor jeg tager udgangspunkt i de konkrete tal jeg har fra seneste regnskab for 2018. Det kan være svært at afklare hvad den optimale budgetteringsperiode er, da man skal forholde sig til konjunkturforskelene. Specielt pengeinstitutter kan denne periode være svær, grundet deres høje gældsandel, er de afhængige af samfundsøkonomien, hvis Nationalbanken f.eks. ændrer deres udlånsrenter af pengepolitiske grunde.

I budgetperioden har jeg forholdt mig til vækstudsigten i branchen, som vurderes til at være lav. De nye krav fra Finanstilsynet gør, at pengeinstitutterne har begrænsninger på deres udlånsmuligheder. Herudover har jeg forholdt mig til Nykredits samfundsansvar omkring at de fortsat ønsker at kunne bidrage til udvikling i hele Danmark – til hver en tid. Dette indebærer at kunne bidrage til stabil og bæredygtig udvikling i samfundet både til boligejere og virksomheder (Nykredit.dk, 2019)

Jeg har valgt at bruge en budgetteringsperiode over 10 år med baggrund i ovenstående forhold. Dette er gjort med baggrund i at en periode over 10 år kunne vurdere perioder med dels høj- og lavkonjunkturer. Perioden vurderes til at være en periode som er overskuelig ift. at estimere nogle værdier som afspejler Nykredits position i markedet, som økonomien og konkurrenceforholdene er i dag. Der vil blive belyst resultatopgørelsen samt balancen.

Renteindtægter og renteudgifter

I dette afsnit vælger jeg at opdele den budgetterede periode for renteindtægter og renteudgifter i to dele.

Dette er gjort ved at dele renteindtægter og renteudgifter op i bankudlån og realkreditudlån. Jeg har desuden udregnet rentemarginalen ved at benytte de seneste 6 år regnskaber på henholdsvis bank – og realkreditudlån, da der er forskel på renteudgifterne.

I første del afdækkes historikken for renteindtægter og renteudgifter for de seneste 6 år. Hvor der har været en gennemsnitlig vækst på 2,52%. Dette er relativt lavt når tager højde for vi befinder os i en højkonjunkturperiode i dansk økonomi (Nationalbanken.dk, 2018). I før omtalte analyserapporten fra Danmarks Nationalbank skriver også, at de finansielle forhold er lempelige. Forbrugerne er optimistiske, opsparingen er høj og folks formuer stiger. Dette ses også på bankindlånet i Nykredit er steget ca. 18% fra 2013 til 2018. (figur 15)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Renteindtægter	1.108	1.207	1.283	1.255	1.590	1.503
Bankudlån	46.963	50.494	46.747	55.003	55.783	60.566
Renteindtægter i %	2,36%	2,39%	2,74%	2,28%	2,85%	2,48%
Renteudgifter	456	352	139	-48	-73	-127
Bankindlån	65.147	65.211	62.584	65.414	75.914	76.974
Renteudgifter i %	0,70%	0,54%	0,22%	-0,07%	-0,10%	-0,16%
Rentemarginal	1,66%	1,85%	2,52%	2,36%	2,95%	2,65%

Figur 14 - Renteindtægter og renteudgifter fra tidligere regnskaber i Nykredit

I budgetteringen er der regnet med en gennemsnit vækst i bankudlånet på 2,75% over den 10-årige periode.

Jeg har antaget at der i budgetperioden er perioder med lavkonjunkturer som vil have indflydelse på væksten i udlånet. I og med at Nykredit har lavere markedsandel på bank contra realkreditudlånet er der argumenteret for procentvis højere vækst på bankudlånet end væksten på realkreditsiden. Rapporten fra Danmarks Nationalbank viser ingen tegn på

lavkonjunktur indtil 2020 (Nationalbanken.dk, 2018)³⁹ og det er derfor en antagelse at der vil komme en periode i løbet af 2022-2023 med lavkonjunktur.

I perioden forventes der at komme rentestigninger, hvilket vil påvirke både renteindtægterne og renteudgifterne. Igen er her lavet en forsigtig antagelse på en gennemsnitlig stigning på 0,75% som er udregnet som et gennemsnit af seneste 6 års historik af bidragsindtægter i Nykredits regnskaber.

I mio kr. og %	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Vækst i bankudlån	4,00%	5,00%	4,00%	4,00%	3,00%	0,25%	2,00%	2,75%	2,75%	2,75%
Bankudlån	65.866	69.160	71.926	74.803	77.047	77.240	78.785	80.951	83.177	85.465
Vækst i bankindlån	1,00%	2,00%	2,00%	2,00%	1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	2,00%	2,00%
bankindlån	77.744	79.299	80.885	82.502	83.327	83.327	84.161	85.844	87.561	89.312
I mio kr. og %	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Vækst i realkreditudlån	0,50%	1,00%	1,00%	1,00%	0,50%	-1,00%	0,25%	1,00%	0,50%	0,75%
Realkreditudlån	1.199.635	1.211.632	1.223.748	1.235.985	1.242.165	1.229.744	1.232.818	1.245.146	1.251.372	1.260.757

Figur 15 - Budget over vækst i bank- og realkreditudlån

Modtagende og afgivende gebyrer og provisioner

Denne del dækker over aktivitetsniveauet i Nykredit. Gebyrer og provisionsindtægter afhænger af hvor aktive kunderne er i forhold til handel af værdipapirer, optagelse af boligfinansiering, oprettelse af mastercards mv.

Som beskrevet i SWOT-analysen er der en stor nettotilgang af nye kunder i Nykredit. En stigning i kundetilgangen vil forventeligt medføre et øget aktivitetsniveau og dermed øge gebyr- og provisionsindtægterne og omvendt rundt for de afgivne gebyrer og provisionsindtægter.

I mio kr. og %	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Vækst i gebyrindtægter	4,00%	6,00%	7,00%	7,00%	5,50%	1,00%	1,25%	3,50%	5,00%	5,00%
Gebyrindtægter	2.794	2.962	3.169	3.391	3.578	3.614	3.659	3.787	3.976	4.175
Vækst i afgivne gebyrer	2,00%	3,00%	4,00%	4,00%	3,00%	0,00%	0,00%	2,00%	3,00%	3,00%
Afgivne gebyrer	2.977	3.067	3.189	3.317	3.416	3.416	3.416	3.485	3.589	3.697
Netto gebyrindtægter	-183	-105	-20	74	161	197	242	302	387	478

Figur 16 - Egen tilvirkning

³⁹ <http://www.nationalbanken.dk/da/publikationer/Sider/2019/03/Udsigter-for-dansk-oekonomi---Dansk-oekonomi-bevaeger-sig-laengere-ind-i-hoejkonjunkturen.aspx>

Kursreguleringer

Udviklingen i kursreguleringer afhænger af virksomhedens beholdning af aktier, obligationer, valuta, investeringsejendomme mv. kombineret med konjunkturudviklingen og renteutviklingen.

Der er mange ting som påvirker dette parameter udover ovenstående ting. Også virksomhedens egen politik omkring hvad der skal investeres i, og hvordan man ser udviklingen i markedet – f.eks. skal der hæves eller sænkes på aktiebeholdningen mv. i 2018 har Nykredit købt omkring 40% af Nordjyske Bank til en værdi af ca. 1,4 mia. (Børsen.dk, 2018)

Jeg har derfor valgt at holde denne post konstant med en positiv kursregulering på 182.000 kr. som er udregnet som et gennemsnit over de seneste 6 år.

Udgifter til personale og administration

Posten dækker over udgifter til personaleomkostninger, administration, IT, husleje og markedsføring.

De seneste 4 år har der været stor fokus på at sænke omkostningerne i Nykredit, specielt op til den varslede børsnotering. De har en samlet omkostningsprocent på 40,7 som tidligere beskrevet som fortsat ligger blandt markedets laveste. Seneste fyringsrunde var i november 2016, hvor Nykredit fyrede 156 medarbejdere (Finans.dk, 2017).

Der er et mål om at omkostningsprocent på 40% i 2018 i Nykredit. Også deres hovedsæde er i 2016 blevet solgt og i 2022 samles de 3 hovedsæder under samlet tag i Nordhavn, som giver besparelser på husleje på 50 mio. kr. årligt (Finanswatch.dk, 2018)

Nykredit har sat ekstra ind på markedsføring grundet, der position i markedet og deres kundetilgang. Herudover antages også generelle lønstigninger i budgettering, som ser således ud for perioden:

I mio kr. og %	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Vækst i personaleudgifter	-1,00%	0,00%	2,00%	1,00%	1,00%	1,00%	0,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Personaleudgifter	4.587	4.587	4.678	4.725	4.772	4.820	4.820	4.868	4.917	4.966

Figur 17 - egen tilvirkning

Nedskrivninger

En kompleks post at budgettere med, da nedskrivningerne afhænger af kvaliteten af virksomhedens udlånsportefølje, samt tidligere foretaget nedskrivninger. I denne post skal jeg udover fremtidig budgettering også forholde mig til om de tidligere nedskrivninger har været retvisende. Hvis de tidligere foretagne nedskrivninger har været for lave, vil det påvirke fremtidige nedskrivninger og omvendt.

Derfor er jeg nødt til at forholde mig til om de nedskrivningerne har været retvisende i forhold til udlånsbestanden, for at kunne vurdere niveauet.

I denne del spiller også de samfundsøkonomiske faktorer ind. I en periode med lavkonjunkturer stiger arbejdsløsheden, aktiemarkedet vil falde mv. Disse faktorer kan resultere i kundernes betalingsevne bliver svækket, og kan resultere i større nedskrivninger på udlån grundet kunderne ikke er i økonomisk stand til at kunne tilbagebetale. Samfundet er i 2019 stadig i en periode hvor renteniveauet er historisk lavt, og hvornår den næste økonomisk krise kommer er svært at forudsige.

I mio. kr. og %	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Nedskrivningsprocent	1,20%	1,25%	1,10%	1,00%	1,10%	1,75%	1,80%	1,50%	0,80%	1,10%
Bankudlån	65.866	69.160	71.926	74.803	77.047	77.240	78.785	80.951	83.177	85.465
Nedskrivninger	790	864	791	748	848	1.352	1.418	1.214	665	940
Nedskrivningsprocent	0,15%	0,20%	0,10%	0,10%	0,15%	0,25%	0,20%	0,20%	0,15%	0,15%
Realkreditudlån	1.199.635	1.211.632	1.223.748	1.235.985	1.242.165	1.229.744	1.232.818	1.245.146	1.251.372	1.260.757
Nedskrivninger	1.799	2.423	1.224	1.236	1.863	3.074	2.466	2.490	1.877	1.891
Nedskrivninger i alt	2.590	3.288	2.015	1.984	2.711	4.426	3.884	3.705	2.542	2.831

Figur 18 – Budgetterede nedskrivninger i realkredit- og bankudlån (Egen tilvirkning)

SKAT

Selskabsskatten er nedsat oven den 6-årige periode som mine beregninger viser.

Den gennemsnitlige effektive selskabsskat ligger i Danmark på 20% (Skatteministeriet 2018).

En politisk aftale ændrede i 2013 at skattesatsen skulle nedtrappes fra 25% og til 22% i 2016.

I resultatopgørelsen har jeg opstillet beløbet der er betalt i SKAT, men denne figur hvis den gennemsnitlige effektive skattesats for den 6-årige periode.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Effektiv skat i procent	12,54%	13,50%	31,89%	20,60%	20,60%	18,40%

Tabel 19 - effektiv skat i procent (egen tilvirkning)

Den gennemsnitlige skattebetaling ligger over de seneste 6 år på ca. 19,6%. Grunden til at den effektive rentesats ikke stemmer overens med den gældende skattesats i det pågældende

indkomstår skyldes at der er flere forskellige indtægter der ikke er skattepligtige. I 2017 regnskabet var der permanente afvigelser på 1,4%, mens der i 2018 var permanente afvigelser på 3,6%. Permanente afvigelser kan henføres til kapitalandele i tilknyttede og associerede virksomheder samt aktier disponible for salg i 2017 (Nykredit årsrapport, 2018). Selskabsskatten nåede nye rekordniveau i 2017 steg med 19% i forhold til året før. Til værdiansættelsen har jeg brugt en skattesats beregnet på gennemsnittet af den 6-årige periode for 2013-2018, som er opstillet i dette afsnit, som viser en gennemsnitlig skattesats på 19,6%.

Terminalperiode

Pengeinstitutter bærer generelt en høj gældsandel, som gør dem mere udsatte for konjunkturudsving end andre virksomheder, hvilket kan være svært at tage højde for, når man fastsætter terminalperioden.

Der skal tages højde for den økonomiske udvikling, hvilket er svært at forudsige. Et vigtigt parameter er også at det enkelte institut er forskellige i forhold hvor konjunkturfølsomme de forskellige poster er overfor diverse konjunkturudsving. Det mest retvisende ville være at analysere de enkelte poster ud fra den samfundsøkonomiske forventede udvikling. Det ville kræve en meget omfattende analyse, og jeg har derfor valgt at antage et gennemsnitligt vækstprocent for de enkelte poster da baggrund i de seneste 6 års udvikling Nykredit har været igennem og som er de ovenstående afsnit omkring vækst i de forskellige poster. Jeg har forholdt mig til den udvikling samt den position Nykredit har i markedet i forhold mine observationer i mine tidligere beskrevet analyser SWOT, PEST og Porters Five Forces.

Målet med at lave en budgetteringsperiode er at fastsætte terminalværdien, hvor værdierne er fundet ved ovenstående budgetteringer, hvor jeg har forholdt mig til de forskellige poster, som bruges til at opsætte min terminalperiode. Den ser ud som følgende:

DKK mio.	Terminalperiode	
	T2028	Vækst
Realkreditlån	1.270.213	0,75%
Bidrag	9.654	
Bankudlån	87.815	2,75%
Renteindtægter	2.211	2,52%
Bankindlån	91.098	2,00%
Renteudgifter	171	0,19%
Netto renteindtægter	11.694	
Udbytte af aktier mv.	130	
Gebyrer og provisionsindtægter	4.384	5,00%
Afgivne gebyrer og provisionsudgifter	3.808	3,00%
Netto rente- og gebyrindtægter	12.400	
Kursreguleringer	182	
Andre driftsindtægter	205	
Udgifter til personale og administration	5.016	1,00%
Andre driftsudgifter	180	
Nedskrivninger på bankudlån	966	1,10%
Nedskrivninger på realkreditlån	1.905	0,15%
Resultat før skat	4.719	
SKAT (19,6 %)	925	19,60%
Årets resultat	3.794	2,88%

Tabel 20 - Terminalperiode 10 års budget

Værdiansættelse

Til selve værdiansættelsen, benyttes ECF modellen, som udregner Nykredits samlede værdi på baggrund af cash flow til egenkapitalen. Den mest anvendte værdiansættelses metode er DCF modellen. (*PWC værdiansættelse af finansielle virksomheder, 2016*)⁴⁰ Udfordringen med DCF modellen i forbindelse med at værdiansætte finansielle virksomheder, er at estimere cash flowet, da poster som arbejdende kapital og gæld ikke er klart defineret. Derfor argumenteres det at finansielle virksomheder bedst kan værdiansættes ud fra mulige eller faktiske udbetalt dividende til investorerne. (*Fra rapporten, Værdiansættelse af Nykredit, Andersen 2018*)⁴¹ Herunder med ECF modellen. (Valuing Financial Service Firms, Damoradan 2009). Det spiller også ind at Nykredit ikke er en børsnoteret virksomhed, at ECF-modellen benyttes.

⁴⁰ Side 2

⁴¹ Afskrift Fra tidligere HD-FR afhandling – Værdiansættelse af Nykredit, Andersen, 2018, side 62. Ophavshaver Nikolaj Rohde Andersen. Argumentet for at benytte ECF skyldes ophavshaver blev rost til hans eksamen, for at benytte netop denne model til at værdiansætte Nykredit.

Den estimerede værdi

Diskonteringsfaktoren er en økonomisk tilbageførsel af fremtidige indtægter og udgifter. Baggrunden for at opstille denne er, for at opnå en opvejning af nutidige og fremtidige betalingsstrømme, som finder sted. Er udregnet med baggrund i budgetteringen og for første år det udregnet således:

$$Df\ 2019 = \frac{1}{1+Afkaskravet} = \frac{1}{1+0,065} = 0,9390$$

Året efter er udregnet med baggrund i diskonteringsfaktoren fra året før, og ser således ud:

$$Df\ 2020 = \frac{Df\ 2019}{1+Afkaskravet} = \frac{0,9390}{1+0,065} = 0,8817$$

Diskonteringsfaktoren fortsætter i hele budgetperioden til og med 2028. Summen af nutidsværdien udgør 22.203 mio. kr. Sidste del der mangler nu er en opgørelse af terminalværdien, hvor jeg gør brug af Gordons vækstmodel, som antager at det frie cash flow vokser med en konstant vækstrate i al fremtid. (PWC – Værdiansættelse af virksomheder, 2016). Værdien er her udregnet til 2,88%. Formlen for udregning af terminalværdien (TV) ser således ud:

$$TV = \frac{ECF\ T2029}{Afkaskravet - Vækstraten} = \frac{3.794}{0,065 - 0,0288} = 55.810$$

Jeg har nu alle formler til at lave en endelige værdiansættelse som udgøres af nutidsværdien, terminalværdien samt afkastkravet. Den endelige værdiansættelse ender på 78.013 mio. kr., som ligger væsentligt over den værdi pensionskasserne købte ind til i 2017 på 68.640 mio. hvorved det kan konkluderes at værdien har udviklet sig.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Equity Cash flow (ECF)	2.900	2.540	3.685	3.879	3.408	1.948	2.469	2.739	3.783	3.685	3.794
Diskonteringsfaktor	0,9390	0,8817	0,8278	0,7773	0,7299	0,6853	0,6435	0,6042	0,5674	0,5327	
Nutidsværdi af ECF	2.723	2.239	3.051	3.015	2.488	1.335	1.589	1.655	2.146	1.963	
Sum af nutidsværdi ECF	22.203										
Terminalværdi	55.810										
Estimeret værdi af egenkapital	78.013										

Figur 21 - Estimeret værdi (egen tilvirkning)

Det er vigtigt at nævne at på tidspunktet hvor aktieopkøbet fandt sted var Nykredit regnskab for 2017 endnu ikke opgjort. En anden vigtig detalje er også, at ved den værdi som der er købt

ind til er der givet tilsagn om at pensionskasserne har givet tilsagn omkring, at stille med yderligere kapital på 7,5 mia. kr., hvis Nykredit skulle få brug for det i fremtiden. Denne deltalje er ikke indregnet i denne værdiansættelse, med vurderes til at spille en rolle i den endelige købspris i 2017.

Følsomhedsanalyse

Ovenstående værdiansættelse indeholder en lang række af variabler, som har indflydelse på den samlede værdiansættelse. Det er mig som bruger af modellen, der har opstillet disse variabler med baggrund i min strategiske analyse og budgetperiode. Derfor er det vigtig for mig, at vise hvordan de enkelte variabler har indflydelse på den samlede værdiansættelse. I følsomhedsanalysen ændres en variabel af gangen. Resterende variabler ligger fast som beskrevet i forrige afsnit.

Betaværdien har som tidligere fastsat til 1, da Nykredit ikke er en børsnoteret virksomhed. Det skal nævnes at andre børsnoterede finansielle virksomheder har en beta der er forskellige fra 1. For at give indblik i hvordan det har indflydelse på værdiansættelsen ændre jeg her beta, som eneste værdi i min værdiansættelse.

Beta	Værdi
0.9	93.628
0.95	85.114
1.0	78.013
1.05	72.002
1.1	66.847

(egen tilvirkning)

Som tidligere beskrevet viser beta hvor meget risikofølsom aktien er i forhold der udsvingene på aktiemarkedet. Tabellen viser at, hvis bruger opstiller en beta anderledes end 1, vil have stor indflydelse på den samlede værdiansættelse. En beta over 1 vil betyde, at udsvingene er højere en det generelle aktiemarked og vil derfor medføre en lavere værdiansættelse.

Den risikofrie rente er hvad en investor forventes at kunne få i afkast i en investering uden risiko såsom at sætte penge i banken eller ved at købe en 10-årig dansk statsobligation. Renteniveauet er historisk lavt for tiden, og derfor er denne rente lavt sat i formlen, men har ligesom beta også indflydelse på den samlede værdiansættelse. (se tidligere afsnit CAPM)

Risikofri rente	Værdi
0.3	82.608
0.4	80.245
0.5	78.013
0.6	75.901
0.7	73.900

(egen tilvirkning)

Tabellen viser at jo højere den risikofrie rente er, desto lavere værdiansættelse. Her vil en investor kigge på, at hvis de kan opnå en højere rente ved en investering uden at løbe den store risiko, er risikoen for at købe sig ind i en virksomhed højere og antages dermed for ikke at være lige så attraktiv for investoren.

Risikopræmien viser investorerne risikoappetit og betegnes som det merafkast på en markedsportefølje af aktier frem for den risikofrie rente. Ligesom de to ovenstående beregninger har denne også stor indflydelse på det samlede afkastkrav som en investor forventer at få for sin investering og dermed den samlede værdiansættelse.

Risikopræmie	Værdi
4.0	175.121
5.0	108.020
6.0	78.013
7.0	61.019
8.0	50.092

(egen tilvirkning)

Ændres den risikofrie rente til 4% vil det medvirke til en værdiansættelse på 175.121 mio. kr. for Nykredit hvilket vurderes alt for højt og urealistisk, set ud fra nuværende grundlag. Omvendt har en højere risikopræmie en negativ indflydelse ved en lavere værdiansættelse.

Konklusion

En af grundene til at værdiansættelsen som pensionskonsortiet har købt ind til, kan skyldes at investorerne forventer et højere afkast (PFA 8,5%) end hvad det gennemsnitlige afkast tidligere har været i Nykredit. Gennemsnitlige afkast for de seneste 6 år været på 5,35% og strategiplanen viser et forventet afkast på 8,5%.

Siden pensionskasserne er indtrådt i Nykredit i 2017 har gennemsnittet afkast været på 8,67% hvilket ligger over forventninger, men også taget i betragtning at 2017 var en historisk godt regnskabsår for Nykredit.

Løsningen i 2016 omkring en børsnotering virkede på daværende tidspunkt, som bedste løsning på kapitaludfordringerne. I de 5 alternative scenarier der bliver opstillet, til at løse kapitaludfordringerne, viser at løsninger i de forskellige scenarier vil drive Nykredit væk fra deres oprindelige grundtanke omkring en stærk foreningsejet virksomhed som yder lån til hele Danmark både i gode og dårlige tider samtidig med at de vil kunne dele overskud på deres kunder, som understøtter den foreningsejede virksomhedsstruktur.

Sammenslutningen med pensionskasserne vurderes til at være løsningen på de kapitalmæssige udfordringer i det setupet der er lavet. Forenet Kredit sætter 7,2 mia. kr. fra aktiesalget til side som kapitalberedskab, som forventes at udbygges til 10 mia. kr. i de kommende år ved løbende opsparing. Pensionskasserne samtidig givet tilsagn om at komme med yderligere 7,5 mia. kr. i ny egenkapital, hvis der skulle komme yderligere reguleringskrav. Samlet kapitaladgang på 14,7 mia. kr.

Værdiansættelsen, hvor Damarodans ECF-model er benyttet til at estimere Nykredits værdi, dækker over en række af antagelser. I et budget er der altid antaget en række forventninger til bl.a. udviklingen i samfundsøkonomien, Nykredits forretningsudvikling mv., som gør at værdiansættelsen er fundet ved brug af de forskellige variabler. Af denne grund er følsomhedsanalysen benyttet, for at vise hvor meget de enkelte variabler kan have indflydelse på den samlede værdiansættelse.

Der er dog ingen tvivl om, at de seneste to regnskabsår efter udmeldingen omkring børsnoteringen blev meldt ud, har medvirket til at Nykredit er blevet effektiviseret, for at man på den måde kunne opnå højest mulig værdi når Nykredit skulle have været børsnoteret. Det har medvirket til to historisk gode regnskaber fra Nykredits side. Grundtanken omkring en forening der deler overskud med kunderne er også kommet kunderne til gode med fordelsprogrammet Kundekroner og MineMål, som fortsætter tilbagebetaling indtil 2020.

Værdiansættelsen i denne opgave på 78.013 mio. kr. er et pænt over den pris pensionskasserne har købt ind til. Som det belyses i opgaven er prisen der blev handlet til i 2017 ikke indregnet at pensionskasserne skal stille med yderligere kapital, hvis Nykredit skulle møde kapitalmæssige udfordringer. Med baggrund i de to historisk gode regnskabsår samt ovenstående værdiansættelse konkluderes det at investeringen set fra pensionskassernes syn har levet op til forventningerne. Også set ud fra et afkastmæssigt perspektiv, som tidligere nævnt har ligget på gennemsnitlig 8,67% mod forventet 8,5%.

En teori omkring hvorfor Nykredit har solgt til en forholdsvis værdiansættelse i 2017 kan videreføres til om Nykredit har ment, at de har været i en position, hvor kapitalen til Baselkravene har været afgørende at få på plads hurtigt for ikke at få påbud eller øgede kapitalkrav fra Finanstilsynet, og derfor har fyldt mere end at få en god pris for deres aktieandel. Dette er ren spekulation og er ikke en del af opgaven.

Litteraturliste

Artikler:

<https://www.berlingske.dk/virksomheder/haarde-krav-om-kapital-sender-nykredit-paa-boersen> (4. februar 2016)

<https://finans.dk/debat/ECE10010201/saadan-forloeb-dramaet-om-nykredits-boersnotering/?ctxref=ext> - Sådan forløb dramaet om Nykredits børsnotering (11.11.2017)

<https://www.berlingske.dk/virksomheder/nykredit-overvejer-frasalg-i-stedet-for-boersnotering> (3. november 2017)

<https://pfa.dk/news-archive/2017/11/23/14/24/pfa-ledet-kobstilbud-paa-nykredit-accepteret/> - PFA-ledet købstilbud på Nykredit accepteret (23.11.2017)

[https://forenetkredit.dk/wp-content/uploads/2017/12/Repræsentantskabsmøde-23.-nov-2017-dagsorden-og-bilag.pdf](https://forenetkredit.dk/wp-content/uploads/2017/12/Repraesentantskabsmøde-23.-nov-2017-dagsorden-og-bilag.pdf) - Ekstraordinært Repræsentantmøde i Forenet Kredit (10. November 2017)

<https://www.finanstilsynet.dk/Lovgivning/Lovsamling/Tvaergaaendelovgivning/Forbrugerregler/VEJ-9971-230916> - Bekendtgørelse om God Skik (29.03.2016)

<https://finans.dk/finans2/ECE10909947/storbank-spaar-boede-paa-13-milliarder-til-danske-bank/?ctxref=ext> - Storbank spår bøde på 13 milliarder til Danske Bank

<https://finans.dk/investor/ECE11232866/ecb-vil-holde-renten-paa-rekordlavt-niveau-resten-af-2019/?ctxref=ext> - ECB vil holde renten på rekordlavt niveau i resten af 2019 (7.3.2019)

<https://finans.dk/finans2/ECE10744518/antallet-af- pengeinstitutter-er-mere-end-halveret-paa-bare-ti-aar/?ctxref=ext> - Antallet af pengeinstitutter mere end halveret på bare 10 år (10.07.2018)

<https://www.mybanker.dk/artikler/hver-fjerde-dansker-har-skiftet-bank-de-seneste-5-aar> - Hver fjerde dansker har skiftet bank de seneste 5 år.

<https://www.mybanker.dk/artikler/her-er-danmarks-bedste-bank-2018-hvordan-klarer-din-bank-sig> - Her er Danmarks bedste bank 2018 (12.06.2018)

<https://www.berlingske.dk/virksomheder/nykredits-nye-medejere-saetter-tal-paa-afkastforventninger-haeft-du-dig-bare> - Nykredits nye medejere sætter tal på afkastforventninger (7.11.2017) – besøgt d. 24.03.2019

<https://finanswatch.dk/secure/Finansnyt/Realkredit/Nykredit/article10974327.ece> - Her skal Nykredits nye hovedsæde ligge – vil spare 50 mio. kr. årligt (31.10.2018)

https://finans.borsen.dk/artikel/1/362583/jyske_bank_stoetter_bankbryllup_og_saelger_aktiepост_til_nykredit.html - Jyske Bank støtter bankbryllup og sælger aktiepost til Nykredit.

(9.5.2018)

<http://www.nationalbanken.dk/da/publikationer/Sider/2019/03/Udsigter-for-dansk-oekonomi--Dansk-oekonomi-bevaeger-sig-laengere-ind-i-hoejkonjunkturer.aspx> – Dansk økonomi

bevæger sig dybere ind i en højkonjunktur (20.03.2019)

<https://www.berlingske.dk/oekonomi/seks-grafer-tegner-et-billede-af-den-danske-selskabsskat> – seks grafer tegner et billede af den danske selskabsskat (27.04.2019)

<https://finans.dk/okonomi/ECE11258785/selskabsskatten-saetter-nyt-rekordniveau-saa-meget-spytter-virksomhederne-i-statskassen/?ctxref=ext> – Selskabsskatten sætter nyt rekordniveau – 18.03.2019

Rapporter:

- www.forsyningstilsynet.dk (Parametre i WACC-modellen 2019)
- Nykredit årsrapporter 2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018
- Nykredit risiko- og kapitalstyringsrapport 2017, 2018
- Danske Bank årsrapport 2017, 2018
- PWC – Værdiansættelse af finansielle virksomheder 2016
- Valuing Financial Service Firm af Aswath Damoradan, 2009
- Værdiansættelse af Nykredit, Andersen, 2018 (tidligere HD-FR rapport)
- Nykredit – hvordan står de op til en børsnotering, Jespersen & Nørkjær, 2017 (tidligere HD-FR rapport)

Hjemmesider:

- www.finansforbundet.dk
- www.merkur.dk
- www.nykredit.dk
- www.berlingske.dk
- www.euroinvestor.dk
- www.finans.dk
- www.nationalbanken.dk

Bøger

- Finansiell Risikostyring - Andresen, Jørgen Just – 2. Udgave 2016
- Finansielle forretninger og rådgivning (privat) – Finanssektorens arbejdsforening – 7. Udgave 2015