

Analyse af forretningsmæssige aspekter ved Spar Nord Banks opkøb af Danske Andelskassers Bank

Udarbejdet af Rasmus Frandsen, Mia Holm Petersen og Amanda Christensen

Vejleder: Christian Farø

Afgangsprojekt, april 2019

HDFR- 4.sem. (Rungsted)



Abstract

This study explores the business aspects of an acquisition in the Danish banking sector of the medium sized local bank Danske Andelskassers Bank (DAB) by the large regional and SIFI-appointed bank Spar Nord Bank. Specifically, we study six main aspect of the acquisition. First, we briefly explore the characteristics of the two banks involved and the main stakeholder interests of the acquisition. Second, we analyze the effect on the credit risk profile of Spar Nord of the inclusion of the credit exposures from DAB's portfolio. Third, we determine the size and composition of the equity risk capital of the two banks in order to determine the excess equity risk capital relative to the regulatory requirements and evaluate the capacity of the fusion bank to both absorb extraordinary losses and support extraordinary growth. Fourth, we analyze the ability of the two banks to generate sustainable earnings and return on equity from their assets. This is done by breaking down the earnings in contribution margins from key value drivers and analyzing the root causes of changes in the contribution margins. Likewise, the return of equity is broken down into key drivers in order to identify strengths and weaknesses. Fifth, we identify the main synergy potentials of the acquisition and determine the monetary value. Sixth, we develop and employ a discounted free cash flow to equity model in order to determine the intrinsic value of DAB and the synergies. This is done to determine the price Spar Nord should pay for DAB and the synergies, which represent a fair value for the stockholders of DAB, while also ensuring value creation for the stockholders of Spar Nord. In the valuation we take account of uncertainty about the macro economic prospects of the next five years. This is done by employing a scenario valuation consisting of three probability weighted macro economic scenarios.

Indholdsfortegnelse

ABSTRACT	2
INDHOLDSFORTEGNELSE	3
TABEL- OG FIGUROVERSIGT	6
BILAGSOVERSIGT.....	8
1 INDLEDNING.....	9
2 METODE.....	11
3 OMVERDENSANALYSE	12
4 PRÆSENTATION AF BANKERNE	17
4.1 SPAR NORD.....	17
4.2 DANSKE ANDELSKASSERS BANK.....	18
4.3 INTERESSENTANALYSE	20
5 KREDITRISIKO.....	23
5.1 RISIKOKONCENTRATION.....	24
5.1.1 BRANCHEKONCENTRATION.....	24
5.1.2 STØRRELSKONCENTRATION	28
5.2 UDLÅNSVÆKST.....	29
5.3 KREDITKVALITET	31
5.3.1 NEDSKRIVNINGER.....	32
5.3.2 BONITET	35
5.4 DELKONKLUSION	37
6 KAPITALFORHOLD	39
6.1 REGULATORISKE KAPITALKRAV	40
6.2 KOMMENDE REGULERINGER	41
6.3 UDVIKLINGEN I SPAR NORDS KAPITALGRUNDLAG.....	42
6.4 UDVIKLING I DABs KAPITALGRUNDLAG	43
6.5 UDVIKLING I KAPITALPROCENTEN.....	44
6.6 VURDERING AF KAPITALGRUNDLAG IFT. KAPITALKRAV	45
6.7 DELKONKLUSION	47

7	PERFORMANCE	48
7.1	BASISINDTÆGTER.....	50
7.1.1	SAMMENSÆTNINGEN AF SPAR NORDS BASISINDTÆGTER.....	51
7.1.2	SAMMENSÆTNINGEN AF DABS BASISINDTÆGTER	53
7.1.3	SAMMENSÆTNINGEN AF GRP. 1-3S BASISINDTÆGTER	55
7.2	BASISOMKOSTNINGER OG IND TJENING	57
7.2.1	SAMMENSÆTNINGEN AF SPAR NORDS BASISOMKOSTNINGER	58
7.2.2	SAMMENSÆTNINGEN AF DABS BASISOMKOSTNINGER	59
7.2.3	SAMMENSÆTNINGEN AF GRP. 1-3S BASISOMKOSTNINGER	60
7.3	FORRENTNING AF EGENKAPITALEN	61
7.3.1	DRIVKRÆFTERNE BAG SPAR NORDS EGENKAPITALFORRETNING	61
7.3.2	DRIVKRÆFTERNE BAG DABS EGENKAPITALFORRETNING.....	63
7.3.3	DRIVKRÆFTERNE BAG SEKTORENS EGENKAPITALFORRENTNING.....	65
7.4	DELKONKLUSION	67
8	SYNERGIEFFEKTER	68
9	VÆRDIANSÆTTELSE	72
9.1	METODEVALG	72
9.2	EGENKAPITALOMKOSTNINGER.....	77
9.2.1	RISIKOFRI RENTE.....	78
9.2.2	MARKEDSRISIKOPRÆMIE	79
9.2.3	BETA	81
9.2.4	SAMLEDE EGENKAPITALOMKOSTNINGER.....	83
9.3	ESTIMERING AF CASH FLOWS	83
9.3.1	DÆKNINGSBIDRAG FRA UDLÅN	83
9.3.2	DÆKNINGSBIDRAG FRA INDLÅN	85
9.3.3	DÆKNINGSBIDRAG FRA GEBYRER OG PROVISIONER.....	86
9.3.4	DÆKNINGSBIDRAG FRA ØVRIGE IND TÆGTER.....	87
9.3.5	BASISOMKOSTNINGER	88
9.3.6	NEDSKRIVNINGER OG BRUTTOEKSPONERINGER.....	89
9.3.7	SKAT	91
9.3.8	GENINVESTERING I REGULATORISK KAPITALGRUNDLAG	91
9.4	RESULTATER	92
9.4.1	VÆRDIEN AF DAB	92
9.4.2	VÆRDIEN AF SPAR NORD.....	94
9.4.3	VÆRDIEN AF SYNERGIER	96
9.5	DELKONKLUSION	98
10	KONKLUSION.....	101
11	LITTERATURLISTE.....	106

Tabel- og figuroversigt

Alle figurer og tabeller findes i ”Bilag A – Tabeller og figurer”.

Præsentation af bankerne

Figur 41.01: Geografisk placering af Spar Nords filialer

Figur 42.01: Geografisk placering af DABs filialer

Kreditrisiko

Figur 521.01: Relativ branchefordeling for Spar Nords bruttoeksponeringer

Figur 521.02: Relativ branchefordeling for DABs bruttoeksponeringer

Figur 521.03: Relativ branchefordeling for Grp. 1-3s bruttoeksponeringer

Figur 521.04: Relativ branchefordeling for fusionsbankens bruttoeksponeringer

Figur 521.05: Udvikling i branchekoncentration for erhvervssegmentet udtrykt ved HHI

Figur 522.01: Summen af de 20 største eksponeringer i pct. af kapitalgrundlaget

Figur 53.01: Udlånsvækst ekskl. repo-udlån

Figur 53.02: Ændring i Spar Nords nettoeksponeringer pr. år fordelt på brancher

Figur 53.03: Ændring i DABs nettoeksponeringer pr. år fordelt på brancher

Figur 541.01: Udvikling i udgiftsførte nedskrivninger som pct. af bruttoeksponeringer

Figur 541.02: Udvikling i akkumulerede nedskrivninger som pct. af bruttoeksponeringer

Figur 541.03: Spar Nords nedskrivninger fordelt på brancher

Figur 541.04: Ændringer i Spar Nords nedskrivninger fordelt på brancher

Figur 541.05: DABs nedskrivninger fordelt på brancher

Figur 541.06: Ændringer i DABs nedskrivninger pr. år fordelt på brancher

Figur 541.07: Relativ branchefordeling af fusionsbankens nedskrivninger

Figur 542.01: Relativ bonitetsfordeling af Spar Nords eksponeringer

Figur 542.02: Relativ bonitetsfordeling af DABs eksponeringer

Kapitalforhold

Figur 63.01: Udvikling i Spar Nords kapitalgrundlag

Figur 64.01: Udvikling i DABs kapitalgrundlag

Figur 65.01: Udvikling i Spar Nords kapitalprocent

Figur 65.02: Udvikling i DABs kapitalprocent

Figur 66.01: Opgørelse af Spar Nords kapitaloverdækning ved aktuelle kapitalkrav

Figur 66.02: Opgørelse af Spar Nords kapitaloverdækning ved maksimale kapitalkrav

Figur 66.03: Opgørelse af DABs kapitaloverdækning ved aktuelle kapitalkrav

Figur 66.04: Opgørelse af DABs kapitaloverdækning ved maksimale kapitalkrav

Performance

Tabel 71.01: Indekseret udvikling i basisindtægter

Figur 711.01: Indekseret udvikling i relativ fordeling af Spar Nords basisindtægter

Tabel 711.02: Udvikling i relativ fordeling af Spar Nords basisindtægter

Figur 711.03: Udvikling i renteindtægter fra Spar Nords udlån

Figur 711.04: Udvikling i renteindtægter fra Spar Nords indlån
Figur 712.02: Indexeret udvikling i relativ fordeling af DABs basisindtægter
Tabel 712.03: Udvikling i relativ fordeling af DABs basisindtægter
Figur 712.04: Udvikling i renteindtægter fra DABs udlån
Figur 712.05: Udvikling i renteindtægter fra DABs indlån
Figur 713.01: Indexeret udvikling i relativ fordeling af sektorens basisindtægter
Tabel 713.02: Udvikling i relativ fordeling af sektorens basisindtægter
Figur 713.03: Udvikling i renteindtægter fra sektorens udlån
Figur 713.04: Udvikling i renteindtægter fra sektorens indlån
Tabel 72.01: Udvikling i indtægter pr. omkostningskrone
Figur 721.01: Indexeret udvikling i relativ fordeling af Spar Nords basisomkostninger
Tabel 721.02: Udvikling i relativ fordeling af Spar Nords basisomkostninger
Figur 722.01: Indexeret udvikling i relativ fordeling af DABs basisomkostninger
Tabel 722.02: Udvikling i relativ fordeling af DABs basisomkostninger
Figur 723.01: Indexeret udvikling i relativ fordeling af sektorens basisomkostninger
Tabel 723.02: Udvikling i relativ fordeling af sektorens basisomkostninger
Tabel 73.01: Udvikling i forretning af egenkapitalen
Figur 731.01: Ændring i drivkræfterne bag Spar Nords egenkapitalforrentning
Tabel 731.02: Udvikling i Spar Nords overskudsgrad
Tabel 731.03: Udvikling i Spar Nords gearing
Tabel 731.04: Udvikling i Spar Nords dækningsgrad
Tabel 731.05: Udvikling i Spar Nords omsætningshastighed
Figur 732.01: Ændring i drivkræfterne bag DABs egenkapitalforrentning
Tabel 732.02: Udvikling i DABs overskudsgrad
Tabel 732.03: Udvikling i DABs gearing
Tabel 732.04: Udvikling i DABs dækningsgrad
Tabel 732.05: Udvikling i DABs omsætningshastighed
Figur 733.01: Ændring i drivkræfterne bag sektorens egenkapitalforrentning
Tabel 733.02: Udvikling i sektorens overskudsgrad
Tabel 733.03: Udvikling i sektorens gearing
Tabel 733.04: Udvikling i sektorens dækningsgrad
Tabel 733.05: Udvikling i sektorens omsætningshastighed

Synergieffekter

Tabel 82.01: Antal medarbejdere pr. udlånskrone i DAB og Spar Nord

Værdiansættelse

Tabel 91.01: Scenarier for den ekstraordinære vækstperiode
Tabel 91.02: Samlet overblik over værdiansættelsesscenarier og sandsynlighedsvægte
Figur 921.01: Renteudvikling i den 10-årige danske statsobligation
Tabel 921.02: Risikofrie renter for ekstraordinær og stabil vækstperiode i scenarier
Tabel 922.01: Markedsrisikopræmie for ekstraordinær og stabil vækstperiode i scenarier
Tabel 923.01: Oversigt over danske børsnoterede bankers beta opdelt på gruppe

Tabel 924.01: Egenkapitalomkostninger for ekstraordinær og stabil vækstperiode i scenarier

Tabel 931.01: Forventet udlånsvækst i scenarier

Tabel 931.02: Forventet pengemarkedsrente i scenarier

Tabel 931.03: Forventet udlånsmarginal i scenarier

Tabel 932.01: Forventet indlånsvækst i scenarier

Tabel 932.02: Forventet indlånsmarginal i scenarier

Tabel 933.01: Forventet vækst i gebyrer og provisioner i scenarier

Tabel 934.01: Forventet vækst i øvrige indtægter i scenarier

Tabel 935.01: Eksempel på udvikling i basisomkostninger for DAB under højkonjunktur

Tabel 935.02: Eksempel på Udvikling i basisomkostninger for fusionsbanken under højkonjunktur

Tabel 936.01: Forventet udvikling i nedskrivningsprocent i scenarier

Tabel 936.02: Forventet udvikling i garantier i scenarier

Tabel 938.01: Eksempel på udvikling i risikovægtede aktiver for DAB under højkonjunktur

Tabel 938.02: Eksempel på udvikling i kapitalgrundlag for DAB

Tabel 941.01: Samlet værdi af DAB

Tabel 941.02: Værdi af DAB ved hård recession

Tabel 941.03: Værdi af DAB ved økonomisk afmatning

Tabel 941.04: Værdi af DAB ved tiltagende højkonjunktur

Tabel 942.01: Samlet værdi af Spar Nord

Tabel 942.02: Værdi af Spar Nord ved hård recession

Tabel 942.03: Værdi af Spar Nord ved økonomisk afmatning

Tabel 942.04: Værdi af Spar Nord ved tiltagende højkonjunktur

Tabel 943.01: Samlet værdi af synergier i fusionsbanken

Tabel 943.01: Værdi af fusionsbanken ved hård recession

Tabel 943.02: Værdi af fusionsbanken ved økonomisk afmatning

Tabel 943.03: Værdi af fusionsbanken ved højkonjunktur

Tabel 95.01: Samlet egenkapitalværdi af DAB, Spar Nord og synergier

Tabel 95.02: Samlet kursværdi af DAB, Spar Nord og synergier

Tabel 95.03: Prisspænd for opkøb af DAB

Bilagsoversigt

Bilag A – Tabeller og figurer

Bilag B – Kreditrisiko

Bilag C – Kapitalforhold

Bilag D – Performanceanalyse

Bilag E – Værdiansættelse

Bilag F – Beta beregning

1 Indledning

Der har over en længere periode været fokus på Spar Nords mulige tilnærmelser til Danske Andelskassers Bank (DAB), siden banken tilbage i september sidste år foretog et stort opkøb af en aktiepost på 27 pct. Dette er ikke blevet taget varmt imod DAB, og Spar Nord betegner også selv opkøbet som ”uinviteret” (*Finanswatch* (5)).

Tilbage i 2016/2017 forsøgte den tidligere storaktionær, Henrik Lind i DAB at gennemføre en ”venligtsindet” fusion med netop Spar Nord, men dette blev nedstemt på generalforsamlingen i DAB efter stor modstand fra den daværende bestyrelsesformand og de dominerende ejerfonde i aktionærkredsen (*Finans* (2) og *Finanswatch* (7)).

Lasse Nyby, som er administrerende direktør i Spar Nord, udtaler:

”Vi vil gerne i dialog med DABs bestyrelse om muligheden for, at vi på de rette betingelser kan give alle DABs aktionærer et attraktivt tilbud, og den dialog håber vi, at der bliver lejlighed til at tage i den nærmeste fremtid” (*Finanswatch* (1))

”Efter vores opfattelse er DAB en rigtig interessant bank, og vi tror, at en sammenlægning mellem vores to virksomheder kunne være en værdiskabende langsigtet løsning for både kunder, aktionærer og medarbejdere” (*Finanswatch* (1)).

På trods af ovenstående ønsker DAB ikke en sammenlægning med Spar Nord, hvilket Finn Weis Ladegaard, som er formand for en af ejerfondene i DAB, skriver i en meddelelse:

”Det er som udgangspunkt de to ejerfondes ønske at bibeholde det nuværende ejerskab af DAB. Uanset hvad der måtte være blevet tolket på fondenes intentioner i den seneste tid, så er lige præcis dette meget vigtigt for mig at understrege” (*Børsen* (1)).

Spar Nord har siden 2011 haft en strategi om at vækste og er som mange andre banker sultne efter at finde muligheder til at øge væksten. Ud fra den nuværende markedssituation, som i høj grad blandt andet er præget af hård konkurrence og et historisk lavt renteniveau, kan det være svært at vækste organisk.

Denne store, vedvarende og tiltagende interesse for DAB, som Spar Nord har udvist gennem de seneste 2-3 år og navnlig den seneste udvikling og medieomtale har bevirket, at vi finder det interessant at belyse et muligt opkøb af DAB set med Spar Nords aktionærers øjne.

Vores interesse for dette perspektiv er desuden kraftigt næret af, at vi i foråret 2018 foretog en analyse af, i hvilken grad DAB var rustet til en fremtid som selvstændig bank, efter at de ultimo 2017 efter flere års kapitalproblemer var kommet i mål med deres kapitalgenopretningsplan (Frandsen et al. 2018). Vi sammenholdt i den sammenhæng DAB med Middelfart Sparekasse og gruppe 3 pengeinstitutterne samlet set på en række parametre og fandt at DAB havde en væsentligt forhøjet kreditrisiko, en spinkel kapitalsituation og en svag indtjening. Vi vurderede derfor på daværende tidspunkt, at DABs fremtid som selvstændig bank var tvivlsom, navnlig ved et negativt omsving i konjunkturerne. Det mest oplagte strategi for banken, som vi ikke havde mulighed for at dykke ned i den sammenhæng, synes derfor at være en fusion med et andet pengeinstitut.

Ud fra ovenstående har vi i dette projekt derfor valgt at undersøge følgende:

Problemformulering:

Hvilken betydning vil et opkøb af Danske Andelskassers Bank få for Spar Nord?

Vi vil konkret besvare denne overordnede problemstilling gennem følgende underspørgsmål:

- *Hvilken interesse har interessenterne ved opkøbet?*
- *Hvordan vil Spar Nords risikoprofil blive påvirket ved et opkøb af DAB?*
- *Hvordan er fusionsbankens risiko afdækket gennem. kapitalgrundlaget?*
- *Hvordan performer Spar Nord og DAB i forhold til indtjening og rentabilitet sammenholdt med sektoren?*
- *Hvilke synergieffekter kan der være forbundet med opkøbet?*
- *Hvilken pris skal DAB fastsættes til for at opkøbet vil give værdi for Spar Nord?*

Afgrænsning

Under projektforløbet har Danske Andelskassers Bank (DAB) afvist Spar Nords købstilbud, hvorfor fusionen på nuværende tidspunkt ikke bliver til noget. Dette afgrænser vi os fra at kommentere yderligere på i denne rapport.

I forhold til analysen af bankernes risikoprofil vil vi udelukkende fokusere på kreditrisiko, idet vi vurderer denne som den mest relevante i forhold til at besvare problemformuleringen. Markedsrisiko, likviditetsrisiko og operationel risiko vil derfor ikke blive berørt.

Vi vil i opgaven kun kort beskrive NEP-krav samt SIFI-krav. Ligeledes vil vi afgrænse os fra at berøre betydningen af, at Spar Nord overgår fra at benytte standardmetoden til fremadrettet at benytte IRB-metoden.

Vi vil desuden afgrænse os fra en at forholde os til de organisatoriske problemstillinger, som kan være forbundet med et opkøb af DAB og en efterfølgende fusion ind i Spar Nord.

Projektet vil således fokusere på den forretningsmæssig betydning af opkøbet.

2 Metode

Nedenfor vil vi kort introducere til opbygningen af rapporten, herunder de overordnede overvejelser vi har gjort os i forhold til den fremgangsmåde og metode, som vi vil anvende til at besvare problemformuleringen. Den egentlige analyse af og redegørelse for metoder og fremgangsmåde vil imidlertid ikke blive præsenteret her, men derimod i de konkrete hovedafsnit, hvor de finder anvendelse.

Omverdensanalyse

Vi vil foretage en PESTEL analyse af banksektoren for at få et overblik over, hvilke omverdensfaktorer der påvirker bankernes indtjeningsmuligheder. Analysen skal blandt andet danne ramme for den senere værdiansættelse af DAB og Spar Nord, som afhænger af det fremtidige indtjeningspotentiale.

Præsentation af bankerne og interessentanalyse

Vi vil lave en præsentation af Spar Nord og DAB, for at få et indblik i det overordnede strategiske rationale i et opkøb. Her vil vi se, om der er overensstemmelse mellem interessenterne i de to banker, den geografiske tilstedeværelse mm. som vi vil bruge til vurdering af synergieffekterne senere i opgaven.

Kreditrisiko

Vi vil belyse Spar Nord og DABs risikoprofil for at få en indikation af, hvilken risiko Spar Nord påtager sig ved at opkøbe DAB. Dette vil vi gøre ved at afdække de to bankers aktuelle kreditrisiko gennem en analyse af sammensætningen af eksponeringerne, boniteten, branchefordeling, størrelseskoncentration, nedskrivninger mv.

Kapitalforhold

Dernæst vil vi undersøge, hvordan risikoen er afdækket gennem bankernes kapitalforhold.

Navnlig kapitalmæssig overdækning for at få et billede af, hvor meget risiko de kan påtage sig yderligere, uden at det påvirker opfyldelse af kapitalkravene.

Performance

Vi vil foretage en analyse af bankernes indtjening og rentabilitet, for at belyse hvilket afkast de to banker generer fra deres aktiver i dag. Her vil vi analysere udviklingen i bankerne basisindtjening, omkostninger og bundlinje. Derudover vil vi undersøge, i hvilken grad indtjeningen er i stand til at forrente egenkapitalen, og hvor robust denne forrentning er, gennem en analyse af drivkræfterne bag egenkapitalforretningen. For at kunne vurdere, hvordan bankerne har performet, vil vi sammenligne med branchens udvikling.

Værdiansættelse

Vi vil foretage en værdiansættelse af hhv. Spar Nord og DAB, med det formål at finde frem til værdien af to banker hver især, og værdien efter en sammenlægning. Dette gør vi for at finde ud af, hvilken pris Spar Nord bør give for DAB, som på den side kompenserer DABs nuværende aktionærer rimeligt for salget af deres kapitalandel, samtidig med at Spar Nords aktionærer på den anden side også sikres værdi af opkøbet.

Værdiansættelsen vil vi basere på en fundamental værdiansættelse i form af tilbagediskonteret cash flow til egenkapitalen. Denne metode bruger vi til at finde værdien af både bankerne i sig selv og synergieffekterne. Vi anvender en fundamental værdiansættelse som tilgang, fremfor en relativ værdiansættelse, fordi vi ønsker at finde den værdi, der afspejler den reelle værdi af de to bankers forretning. En relativ værdiansættelse ville derimod give os en værdi, der afspejler det nuværende prisniveau i markedet. Vi anvender endvidere en egenkapitalfokuseret model, fordi der er udbredt konsensus blandt forskere og praktikere om, at denne model er bedst egnet til banker, fremfor en firmafokuseret model, givet de særlige forhold, der kendetegner bankernes forretningsmodel.

I forhold til ovenstående metodeskitse skal det bemærkes, at vi metodemæssigt indenfor afsnittene vedr. kreditrisiko og kapitalforhold i nogen grad genbruger fremgangsmåden fra Frandsen et al. 2018, ligesom der fsva. historiske regnskabstal fra 2013-2017 for DAB vil være et vist genbrug af data. Afsnittet vedr. den overordnede præsentation af DAB vil ligeledes i et vist omfang trække på Frandsen et al. 2018.

3 Omverdensanalyse

I nedenstående afsnit vil vi udarbejde en PESTEL-analyse, med det formål at undersøge de forskellige omverdensfaktorer og makroforhold, der kan have indvirkning på pengeinstitutterne. I PESTEL-analysen kommer vi ind på følgende forhold: de politiske, de økonomiske, de sociale og kulturelle, de teknologiske, de miljømæssige og de lovmæssige

forhold. Med udgangspunkt i vores problemformulering og til brug for de kommende analyser vil vores primære fokus være på de politiske/lovmæssige forhold, økonomiske forhold samt miljøforhold.

Politisk / Lovgivning

Som følge af finanskrisen har der været foretaget en række opstramninger i form af politiske og lovgivningsmæssige indgreb, der har fået stor betydning for bankernes måde at drive bank på og dermed også haft en indvirkning ift. deres indtjeningsmuligheder.

Nogle af de tiltag, som både er udstukket af dansk lovgivning samt diverse EU-regulativer, påbyder bankerne at styrke deres kapitalforhold mhp. at gøre banksystemet mere robust og øge deres evne til at kunne absorbere tab. Kravene til hvordan kapitalen skal sammensættes uddybes senere i opgaven.

Tendensen med stigende boligpriser medførte at Finanstilsynet 1. januar 2018 fastsatte en række nye regler vedr. begrænsning af risikable boliglån og minimumskrav på 5% i udbetaling ved køb af bolig (*Finanstilsynet (3)*). Med henblik på at undgå en ny fremtidig boligboble, er der derfor foretaget yderligere skærper i de kommuner, hvor det vurderes, at der har været markant stigning i priserne, og der hvor man ønsker at bremse udviklingen.

Reglerne er med henblik på at begrænse låntageres finansieringsmuligheder i forhold til at kunne blive godkendt til de mere risikable lån, hvis deres gæld overstiger fire gange bruttoindkomsten og deres belåningsgrad overstiger 60%.

Disse stramninger i bankernes kreditpolitik har medført, at til trods for det lave renteniveau, har det været svære at udlåne til bl.a. førstegangskøbere.

Ligeledes er der foretaget indgreb i forhold til, at der stilles større krav til rådgivningspligt og mere transparente prospekter i form af ”God skik bekendtgørelsen” (*Finanstilsynet (2)*) indenfor boligfinansiering samt ”MiFID” indenfor investeringsrådgivning (*Finanstilsynet (5)*).

Kravene til compliance er endnu et område, hvor der de senere år har været øget fokus, herunder især forebyggelse af hvidvask, terrorfinansiering og andre uetiske forretninger. Kravet til øget kontrol indenfor complianceområdet har medført, at bankerne har øget deres ressourcer for at overholde de skærpede krav.

Ligeledes spiller dette også en rolle for bankerne, idet det påvirker salg og indtjeningsmulighederne ift. hvordan bankerne kan markedsføre sig overfor kunderne, og hvordan rådgivningen ydes.

Økonomisk

I nedenstående afsnit vil vi se på udviklingen i dansk økonomi samt komme ind på de fremtidige forventninger i samfundsøkonomien. Dette vurderes relevant, idet pengeinstitutterne er påvirket af konjunkturerne i samfundsøkonomien.

I perioder med højkonjunktur vurderer vi, at pengeinstitutterne alt taget i betragtning vil have nemmere ved at øge deres indtjening bl.a. grundet lav arbejdsløshed, stigende boligpriser og stigning i husstandenes formuer (*Finanstilsynet (2)*).

Danmarks Nationalbank har udarbejdet en analyse, der viser at dansk økonomi er inde i en højkonjunktur uden tegn på ubalance (*Nationalbanken (1)*). Endvidere har ifølge analysen været fremgang i dansk økonomi siden 2013, hvilket bl.a. har resulteret i fald i ledigheden samt en jævn stigning i BNP på hhv. 2,3% i 2017 og 1,3% i 2018. Nationalbankens forventning er, at væksten i BNP vil fortsætte i 2019 og 2020 med hhv. 1,8% og 1,7%.

I Finanstilsynets halvårsrapport 2018 vurderes det også, at bankerne fortsat er påvirket af de positive konjunkturer. Det bekræftes endvidere i rapporten, at bankernes resultater er negativt påvirket af det lave rentemiljø, som alt andet lige gør det svære for bankerne at genere indtjening på udlånet (*Finanstilsynet (6)*). Jf. rapporten har bankernes basisindtjening været faldende siden 2014, hvilket primært kan henføres til fald i renteindtægterne, idet bankerne ikke formår at kompensere faldet med gebyrindtægter. Finanstilsynet vurderer endvidere, at de positive konjunkturer er med til at holde nedskrivningsniveauet historisk lavt.

Det er vores vurdering, at det generelt lave renteniveau har haft en positiv påvirkning af boligmarkedet, hvilket har medvirket til stigende boligpriser de seneste år. Ifølge analysen fra Danmarks Nationalbank har boligpriserne på landsplan været stigende med undtagelse af priserne på ejerlejligheder i Københavnsområdet, hvor priserne stagnerede i 2018, hvilket er samme tendens som startede i midten af 00'erne. Nationalbanken forventer, at såfremt det nuværende renteniveau fortsætter, vil boligpriserne på landsplan stige med 3-4 pct. (*Nationalbanken (1)*) frem mod 2020.

Den økonomiske vækst har også haft en positiv påvirkning af beskæftigelsen, som er steget

med ca. 200.000 personer siden 2013. Ledigheden er på nuværende tidspunkt på et historisk lavt niveau med en netto ledighedsprocent på 3% i januar 2019 (*Danmarks statistik (1)*).

Den lave ledighed og mangel på arbejdskraft kan være med til at presse lønningerne op ad, som derved kan bidrage til øget forbrug og vækst i samfundet. Et øget lønniveau kan påvirke virksomhedernes salgspriser og derved føre til en stigning i inflationen grundet øget efterspørgsel. Det tiltagende pres på arbejdsmarkedet samtidig med en højkonjunktur, kan resultere i en overophedning af økonomien (*Grell og Rygner Makroøkonomi*).

Det er vores vurdering, at der i perioder med lavkonjunktur vil ses en stigning i ledigheden, som vurderes at være negativ for bankerne, idet en stigende ledighed også kan ramme bankernes kunder og betyde at deres evne til at tilbagebetale lån forringes.

Et andet vigtigt parametre i den økonomiske vækst er inflation, som kan defineres som en generel og vedvarende stigning i priser på varer og tjenester (*Grell og Rygner Makroøkonomi*). En lav og stabil inflation er med til at skabe en langsigtet økonomisk vækst samt et lavt ledighedsniveau. Fokusset på at holde inflationen på et lavt niveau kommer blandt andet til udtryk i Danmarks fastkurspolitik over for euroen. Fastkurspolitikken har det formål, at den danske nationalbank følger den europæiske Centralbanks pengepolitik, som skal holde inflationen på omkring 2% (*Nationalbanken (3)*).

I 2017 var den gennemsnitlige inflation i Danmark på 1,2%, i 2018 faldt inflationen til 0,8%, hvilket vi vurderer som lavt sammenholdt med de 2%, som ECB forsøger at holde niveauet på. Jf. en prognose fra det Økonomiske Råd forventes inflationen i Danmark i 2019 og 2020 at være hhv. 1,8% og 1,9% (*Det økonomiske råd (1)*).

Den globale økonomi har også i de seneste år haft en pæn vækst, hvilket bl.a. er med til at booste efterspørgslen af dansk producerede varer og tjenester. Den positive udvikling i den globale økonomi er understøttet af en lempelig pengepolitik, som er kendetegnet ved en lav rente, som gør det lettere at låne penge og derved er med til at øge efterspørgslen (*Grell og Rygner Makroøkonomi*).

Den hidtidige udenlandske efterspørgsel efter danske varer og tjenester samt de danske forbrugers efterspørgsel efter udenlandske varer har alt andet lige haft en positiv indvirkning på det økonomiske opsving.

Den såkaldte handelskrig med protektionistiske tiltag kan være med til at påvirke dansk økonomi i en negativ retning, idet dansk økonomi er afhængig af handel med udlandet.

Den positive udvikling i samfundsøkonomien, har alt andet lige haft en positiv indvirkning på bankernes nedskrivningsniveau. Hvilket bl.a. skyldes den positive udvikling på boligmarkedet, den lave ledighed samt den generelle stigning i samfundsøkonomien. Det lave renteniveau burde være et incitament for øget forbrug, samt en stigning i låneforespørgsler hos bankerne. En konsekvens af det historiske lave renteniveau ses på bankernes indtjening, som alt andet lige primært har været stigende grundet gebyrindtægter (*Finansdanmark (1)*).

Mens Nationalbanken forventer at højkonjunktoren fortsætter, er der forskellige modstridende tegn fra hhv. ECB, FED mv. samt udviklingen på aktiemarkedet og i obligationsrenterne.

Aktiemarkedet har hele 2018 og starten af 2019 været præget af stor volatilitet

(*Nationalbanken 2019 (5)*). Som konsekvens er stadig flere investorer søgt over i

obligationsmarkedet, hvilket har presset de lange renter ned i historisk lave rentesatser.

Eksempelvis var renten på den 10-årige danske statsobligation nede i -0,02% den 27. marts 2019 (*investing.com (1)*). Denne udvikling er til dels forårsaget af øget geopolitisk uro i form af handelskrigen mellem USA og Kina, Brexit, politisk uro i Frankrig og Italien samt økonomisk usikkerhed i sydeuropa (*Finans (1)*). Udviklingen er dog også forårsaget af sænkede vækstforventninger til de største økonomier, herunder Tyskland og USA. Dette afspejles blandt andet i at både ECB og FED har udskudt yderligere renteforøgelser.

Det er vores vurdering, at hvis konjunkturerne vender og dansk økonomi kommer ind i en periode med lavkonjunktur vil bankerne alt andet lige opleve et stigende nedskrivningsniveau, idet lavkonjunktur er kendetegnet ved fald i boligpriserne og stigning i ledigheden, som vil resultere i en lavere efterspørgsel.

Sociologi/ Teknologisk

Som så mange andre brancher er bankerne påvirket af den digitale udvikling, hvorfor de enkelte banker har fokus på at udvikle nye brugervenlige løsninger, grundet øget efterspørgsel fra forbrugerne. Den teknologiske udvikling må alt andet lige forventes at reducere bankernes omkostningsniveau, idet kunderne i højere grad kan servicere sig selv fx via netbankens funktioner. Det at flere processer bliver digitaliseret kan resultere i, at der kan skæres i medarbejderstaben og derved opnå et lavere omkostningsniveau.

Det konstante fokus på den digitale udvikling, kan resultere i et mere distanceret forhold til kunderne, hvilket vi vurderer at mindske kundernes tilknytning til den enkelte bank. Denne problematik forsøger Spar Nord efter eget udsagn at tage højde for, idet de ønsker at være "Den personlige bank i en digital verden".

Miljø

Miljøet har en meget stor betydning for landbrugets resultater, hvilket alt andet har medvirket til historiske høje nedskrivninger på landbrugseksponeringer.

Ser man tilbage på 2018, var landbruget hårdt ramt af tørkeperioden, som gik hårdt udover høsten. De år, hvor der er dårlig høst, påvirker priserne på korn, hvilket har medført prisstigninger de seneste år. Dette betyder, at det kan være endnu svære at få et positivt overskud på bundlinjen og dermed servicere gælden (*dst (2)*).

Til trods for det historisk lave renteniveau, som har medført et fald i renteudgifterne på 30%, har gælden til landbruget været konstant siden 2010. Dette skyldes, at 85% af landbrugets samlede realkreditlån består af variabelt forrentet lån, hvorfor en stigende rente vil lægge betydeligt pres på erhvervets økonomi (*dst (2)*).

4 Præsentation af bankerne

4.1 Spar Nord

Spar Nord Bank blev grundlagt tilbage i 1824 i Aalborg og er i dag den 6. største bank i Danmark. Banken har i dag 51 filialer fordelt over hele landet, hvor det primære markedsområde er i Nordjylland, hvor banken har en markedsandel på 32%. Den nationale markedsandel ligger på ca. 4% (*SN årsrapport 2018, s 7*). Hovedsædet er placeret i Aalborg.

Figur 41.01: Geografisk placering af Spar Nords filialer



Kilde: (*SN Årsrapport 2018, s. 6*)

Spar Nord ejes af 103.000 aktionærer, hvoraf ca. 70% af kapitalen ejes af aktionærer i Danmark og ca. 30% af aktionærer i udlandet. 36% af aktionærerne er private, mens 64% er fonde, institutionelle investorer og andre storaktionærer.

Tilbage i 2002 indledte banken en vækststrategi for at erobre markedsandele udenfor det nordjyske område. De første par år bestod strategien i geografisk vækst i form af etablering af nye afdelinger. Efterfølgende er væksten kommet via opkøb af banker og filialer og fusioner. Dette består blandt andet af fusionen med Sparbank, opkøb af Basisbank, FIH Erhvervsbank, samt opkøb af afdelinger i DAB og Roskilde bank. Heraf har man i perioden lukket og sammenlagt 66 afdelinger.

Spar Nord beskæftiger sig primært med private kunder samt mindre og mellemstore virksomheder, som samlet udgør 386.000 kunder, hvoraf 352.000 er privatkunder og de resterende 34.000 erhvervskunder. Disse betjenes af bankens 1518 ansatte (*SN Årsrapport 2018 s. 2*).

Spar Nord arbejder ud fra en vision, om at blive ”Danmarks mest personlige bank” (*SN årsrapport 2018,s.8*). Set i lyset af de tendenser, som præger bankmarkedet i forhold til måden at drive bank på, hvor særligt digitaliseringen dominerer, har banken for nyligt udarbejdet en ny strategi. Strategien, ”den personlige bank i en digital verden” hænger fint sammen med visionen, idet banken tilpasser sig udviklingen, samtidig med at der er forventninger til, at stadig mange kunder i fremtiden ønsker en personlig relation til deres bank. Strategien bærer derfor præg af, at Spar Nord forsøger at finde den gyldne middelvej, så flest mulige kunders interesser varetages.

Spar Nord har for nyligt fået status som SIFI-pengeinstitut efter ændringen af grænsen for arbejdende kapital. Banken er dermed kategoriseret som et gruppe 1 pengeinstitut med en arbejdende kapital på over 75 mia. kr. (*Finanstilsynet(4) og Finanswatch (2)*).

4.2 Danske Andelskassers Bank

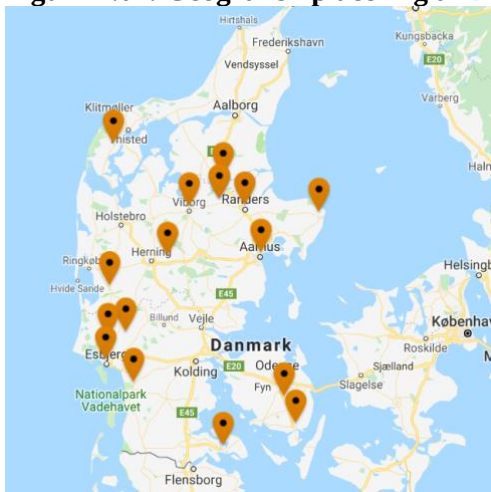
Danske Andelskassers Bank blev dannet i 2011 som resultat af en fusion af de 16 andelskasser, som indgik i ”Sammenslutningen af Danske Andelskasser” (*Frandsen et al. 2018*). I samme forbindelse overgik det fusionerede pengeinstitut til at være et børsnoteret aktieselskab.

DAB er dermed ligesom Spar Nord ejet af aktionærerne. Efter Spar Nords opkøb af Henrik Linds aktiepost i 2018 er Spar Nord med 27% den største aktionær i DAB. Dernæst er de

primære aktionærer de to erhvervsdrivende fonde, hhv. Fonden for Andelskasserne i område Syd (ERF DABS) og Fonden for Andelskasserne i område Nord (ERF DABN), med hver ca. 13%, dvs. i alt ca. 26% (*DAB årsrapport 2018*). Disse to fonde repræsenterer de tidligere andelskassers virke, idet deres hovedformål er at sikre, at DAB ”til stadighed fremstår som et konkurrencedygtigt og velkonsolideret pengeinstitut.” samt ved uddelinger at ”virke til gavn for almenyttige og velgørende formål indenfor det område, der (..) udgjorde Andelskasserne[s] (..) lokalområde” (*ERF DABN 2017*). Derudover er de resterende ca. 47% af aktierne ejer af privatpersoner, virksomheder samt institutionelle investorer, hvoraf ingen ejer over 5% af aktierne.

Banken er aktuelt kategoriseret som et gruppe 3 pengeinstitut med en arbejdende kapital over 750 mio. kr. og under 12 mia. kr. (*Finanstilsynet (4)*). Hovedsædet er placeret i Hammershøj mellem Randers og Viborg, og banken er i dag repræsenteret med 14 filialer, et kundeservice-center, tre erhvervscentre og et landbrugscenter, og banken beskæftiger i alt 308 medarbejdere (*DAB årsrapport 2018, s. 8*). Det primære markedsområde er Jylland og Fyn, dog med flest filialer placeret på den jyske vestkyst og i området omkring hovedsædet. Tilbage i 2013 havde DAB 37 filialer på landsplan mod de nuværende 14, hvilket svarer til en reduktion på 48% (*Frandsen et al. 2018*). Ligesom hos Spar Nord, er der således også hos DAB sket en kraftig reduktion i antallet af filialer. Nedenstående illustration viser et overblik over filialernes geografiske placering.

Figur 42.01: Geografisk placering af DABs filialer



Kilde: (DAB (1))

Sammenholdes fordelingen af placeringen af de to bankers filialer, er der seks af afdelingerne, som overlapper hinanden. Dette vil blive brugt til den senere analyse af synergieffekterne ved et opkøb.

DAB formidler og leverer finansielle ydelser til privatkunder samt små- og mellemstore virksomheder, herunder landbrug. Pr. 31. december 2018 udgjorde DABs nettoeksponeringer henholdsvis 39% til privatkunder, 61% til erhvervskunder, herunder 19% til landbrugskunder (*DAB årsrapport 2018*). DABs samlede balance udgjorde pr. 31. december 2018 11,1 mia. kr. (*DAB årsrapport 2018 s. 10*)

DAB arbejder ud fra en vision om, at ”vi vil være det rigtige valg – gennem hele livet”, efterfulgt af missionen ”vi tager ansvar for en bæredygtig udvikling sammen med vores kunder og det samfund, vi er en del af” (*DAB (4)*). Det underbygges af bankens fire værdier, som er baseret på stabilitet, tillid, samarbejde og engagement. Alt sammen målrettet den nye vækststrategi med fokus på at forbedre den fremtidige indtjening (*DAB (4)*).

Banken har gennem flere år været kapitalmæssigt presset og dermed været underlagt krav om kapitalgenopretning, men lancerede primo 2018 en ny vækststrategi (*Frandsen et al. 2018*). Som følge heraf blev 3 mindre filialer lukket i 2018 i områder med svag vækst (Bramming, Augustenborg og Hammershøj) med henblik på dels at skabe større slagkraftige enheder i de pågældende lokalområder, dels at etablere nye filialer i andre steder i landet, hvor der er større vækst (*DAB (4)*). Banken har således ambitioner om at åbne én til to nye filialer om året over en tre til fire-årig periode, primært i vækstområderne på den jyske østkyst og andre vækstområder (*Frandsen et al. 2018*), samt i Odense og København (*DAB (8)*). Som led i vækststrategien er der i 2018 etableret tværgående rådgivningscentre i stedet for særskilte erhvervscentre og et storkundecenter samt ansat to nye områdedirektører, der har til opgave at ”øge bankens markedstryk i områder med god økonomi og sund vækst” (*DAB årsrapport 2018 s. 6*).

4.3 Interessentanalyse

Med dette projekts formål for øje – nemlig at få fastsat et bud på den rette værdiansættelse og pris på DAB, vil denne interessentanalyse begrænses til kun at have fokus på de interessenter, der vurderes at kunne have en betydning og påvirkning på processen omkring et opkøb. Dvs. dem der kan og vil kunne spille en rolle direkte forud for overtagelsen og lige bagefter.

Interessentanalysen giver mulighed for at få identificeret de konkrete interessenter, der vil kunne påvirke processen og dermed have mulighed for at inddrage interessenterne på den rette måde og dermed kunne agere strategisk over for den pågældende interessent.

De udvalgte interessenter vil blive behandlet separat.

Medierne

Der er været stort fokus fra medierne siden sidste år, hvor Spar Nord begyndte at vise stigende interesse overfor DAB.

Medierne kan få en betydning, hvis en overtagelse af DAB kommer til at fremstå for ”brutal” og med manglende hensyntagen til de ansatte i DAB, til kunderne, aktionærerne mm. da det kan have indflydelse på omtalen. Medierne er interesseret ud fra en samfundsinteresse, idet bankerne udfylder en væsentlig samfundsrolle som bla. kredit- og betalingsformidler for privatpersoner og virksomheder. Desuden er der her tale om en historie, hvor de to bankers interesser, holdninger og meninger tilsyneladende er modsatrettede. Mediernes omtale kan skabe en grad af dårlig omtale, som kan medføre kundeafgang samt skepsis fra DABs aktionærer, som tidligere nævnt. Spar Nord skal derfor være særdeles opmærksom på, hvordan deres næste træk vil kunne fremstå over for omverdenen. Det vil formentlig kræve, at bankens presseafdeling ikke alene skal været parat til krisehåndtering, men derudover også være proaktiv på at få kommunikeret de rette budskaber omkring et opkøb.

DAB har gennem den seneste periode brugt medierne meget aggressivt, blandt andet ved at offentliggøre et fortroligt tilbudsdokument fra Spar Nord (*Finanswatch* (3)). De har aktivt anvendt medierne til at påvirke deres aktionærer i en negativ retning ift. et opkøb eller alternativt presse købsprisen op.

Aktionærer/ejere

Som nævnt i forrige afsnit, er både Spar Nord og DAB børsnoterede aktieselskaber og ejes dermed af deres aktionærer.

Set i forhold til aktionærer, vil vi i dette afsnit definere disse som både nuværende i Spar Nord og i DAB. De nuværende aktionærer i Spar Nord har en interesse i og et krav på, at Spar Nord vil handle på en måde, der vil give dem den højeste shareholder value. Omvendt vil de nuværende aktionærer i DAB naturligvis forholde sig aktivt og ligeledes kritisk i forhold til Spar Nords udvikling, men også i forhold til Spar Nords håndtering af det eventuelle opkøb,

herunder ikke mindst den pris Spar Nord tilbyder dem for deres ejerandel. Siden Spar Nord opkøbte en større andel af DAB-aktier, har vi allerede set en reaktion fra DABs aktionærer, lignende ovenstående beskrivelse (*Børsen (1)*). Ser man på meningsdannere ift. de kommende aktionærer, er dette oftest brancheanalytikere der vil måle og veje alle aspekter i en aftale om købet af DAB, også herunder de dele som for Spar Nord ikke har været ønskelige dele af aftalen, som man måske har været nødt til at acceptere.

Ejerne af DAB vurderes til at have stor påvirkning på, om et opkøb kan lade sig gøre, og ligeledes hvordan et eventuelt udfald af et opkøb vil blive. De to ejerfonde som hver ejer ca. 13% af aktierne i DAB, vurderes at være imod opkøbet idet de to formænd i foreningerne har udtalt, at de ønsker at bevare den stærke lokale forankring ved at bibeholde DABs ejerskab (*Børsen (1)*). Idet en fusion med Spar Nord højst sandsynligt vil betyde, at DAB bliver mindre lokalforankret, vurderer vi, at der er en interessekonflikt mellem disse aktionærer og Spar Nords nuværende aktionærer.

Efter Spar Nord havde opkøbt den tidligere ejerandel af Henrik Lind på 27 pct. af aktierne i DAB, havde dette en meget positiv effekt på aktiekursen, hvilket afspejledes i en markant kursstigning på ca. 45 pct. (*Finanswatch (4)*).

Hvis Spar Nord opkøber DAB, må det alt andet lige forventes at de kommende aktionærer overordnet set vil have samme intentioner som de nuværende, nemlig at banken skal gå efter at levere et godt afkast til dets aktionærer.

Medarbejdere

I februar 2018 valgte både Spar Nord og DAB at afskedige medarbejdere. Disse nedskæringer sker som følge af en spareøvelse hos Spar Nord (*Finansforbundet (1)*) og hos DAB er det i forbindelse med organisationsændringer (*Berlingske (1)*). Set i lyset af et eventuelt opkøb er dette en utryghed, som formentlig kan findes hos medarbejderne i begge banker. Ligeledes blev det meldt ud i medierne, at Spar Nord ville afskedige en stor del af DABs medarbejdere ved et opkøb, hvilket alt andet lige kan skabe en utryghed hos medarbejderne i DAB.

Medarbejdernes holdning til om Spar Nords opkøber DAB, vurderes til at spille en mindre rolle. Der hvor medarbejderne har indflydelse og betydning er nærmere på, om opkøbet vil blive vellykket eller ej ud fra selve integrationen af DAB i Spar Nord. Det er vanskeligt at vurdere, hvorvidt medarbejderne vil medvirke til uhensigtsmæssigheder samt accepten af et opkøb. Her er det vigtigt at Spar Nord får formidlet de rette ting til medarbejderne og får dem

klædt bedst muligt på til processen. Når vi ser på fusionssynergierne, som Spar Nord forventer at realisere vil medarbejderdelen være en vigtig del.

Kunderne

Ved et opkøb, kan dette formentlig få nogle kunder til at ville skifte bank. Dette kan være grundet påvirkningen af en evt. medieomtale. Ligeledes foretrækker nogle kunder at være en del af den ”mindre” lokale bank. Ved en fusion med et SIFI-institut, vil der alt andet lige ske nogle forandringer i måden at drive bank på, selvom Spar Nord også går ind for den personlige relation til kunderne. Afhængig af kreditkvaliteten blandt DABs nuværende kunder, kan der imidlertid være problemer forbundet med reelt at skifte pengeinstitut for en del af kunderne i DAB, uanset om de måtte ønske det.

5 Kreditrisiko

Med udgangspunkt i vores problemformulering, finder vi det relevant at undersøge Spar Nords og DABs aktuelle kreditrisikoprofil, set i forhold til et eventuelt opkøb. Analysen skal belyse, hvilken kreditrisiko hhv. Spar Nord og DAB på nuværende tidspunkt har påtaget sig. I analysen vil vi fokusere på risikokoncentration, herunder branche og størrelseskoncentration. Herefter vil vi se på Spar Nords og DABs risikoappetit og kreditkvalitet.

Metodemæssigt anvender vi her samme overordnede fremgangsmåde som ved vores tidligere analyse af DABs fremtid som selvstændig bank i Frandsen et. al 2019. Fremgangsmåden tager udgangspunkt i pejlemærkerne for kreditrisiko i Finanstilsynets ”Vejledning om tilsynsdiamanten for pengeinstitutter” suppleret med målene for individuelt solvenstillæg i Finanstilsynets ”Vejledning om tilstrækkeligt kapitalgrundlag og solvensbehov for kreditinstitutter”.

Pengeinstitutterne er på grund af deres bærende betydning for samfundsøkonomien generelt underlagt en række regulatoriske krav i forhold til styring af den kreditrisiko, som navnligt følger af deres udlån til og garantistillelser for privat- og erhvervskunder. Ved kreditrisiko forstås således ”risikoen for tab som følge af, at debitorer helt eller delvist misligholder deres betalingsforpligtelser” (Pengeinstitutter i Danmark s. 300). De regulatoriske krav omfatter såvel organisatoriske, kvalitative og kvantitative krav. Idet vores analyse foretages fra et eksternt perspektiv på baggrund af offentlige data, kan vi vanskeligt forholde til bankernes profil i forhold til de organisatoriske og kvalitative krav. Vores analyse vil derfor begrænse sig til at behandle bankernes risikoprofil ud fra et kvantitativt perspektiv, hvor vi tager

udgangspunkt i bankernes regnskabstal og som nævnt i de pejlemærker og mål, som tilsynsmæssigt er fastsat i Finanstilsynets to vejledninger.

Vores analyse vil derigennem tegne et billede af Spar Nord og DABs risikoprofil, ud fra hvordan de to banker placerer sig på udvalgte punkter i forhold til tilsynets to forskellige sæt af grænseværdier for kreditrisici. Det første sæt af grænseværdier, som fremgår af Tilsynsdiamanten, fastlægger i den forbindelse øvre grænser for fem særligt kritiske pejlemærker for pengeinstituttets risici, herunder tre pejlemærker for kreditrisici, nemlig summen af store eksponeringer, udlånsvækst og samlet ejendomseksponering. Overskridelse af grænseværdierne for tilsynsdiamantens pejlemærker fører altid til en tilsynsreaktion i form af fx skærpet overvågning, undersøgelse eller påbud, afhængig af alvorligheden af overskridelsen (*Finanstilsynet (1)*). Det andet sæt af grænseværdier, som fremgår af vejledningen om tilstrækkeligt kapitalgrundlag mv., fastsætter en række yderligere pejlemærker for otte risikoområder, hvoraf følgende vedrører kreditrisici: udlånsvækst, kunder med finansielle problemer samt koncentrationsrisiko på individuelle eksponeringer eller brancher. Overskridelse af grænseværdierne for disse sidstnævnte pejlemærker fører ikke umiddelbart til tilsynsreaktion. Pengeinstituttet skal derimod kompensere for den forhøjede risiko med tillæg i det individuelle solvensbehov.

Vi vil undervejs i analysen opgøre både Spar Nord og DABs individuelle positioner gennem perioden 2014-2018 i forhold til de udvalgte pejlemærker og grænseværdier. Desuden vil vi opgøre sektorens generelle position i forhold til samme pejlemærker. Som udtryk for sektoren anvender vi, så vidt muligt, aggregerede tal for grp. 1-3 pengeinstitutter (alternativt grp. 1-4). Opgørelsen af sektorens position har til formål at relativere, om DAB eller Spar Nords individuelle positioner er væsentligt højere eller lavere i forhold til sektorens generelle niveau, uafhængigt af om positionerne ligger over eller under de tilsynsmæssigt fastsatte grænseværdier. Endelig vil vi ligeledes foretage en opgørelse og/eller vurdering indenfor for hvert enkelt pejlemærke af, hvordan Spar Nords position vil ændre sig i forhold til hhv. grænseværdier og sektoren ved tilføjelsen af DABs risikoeksponeringer.

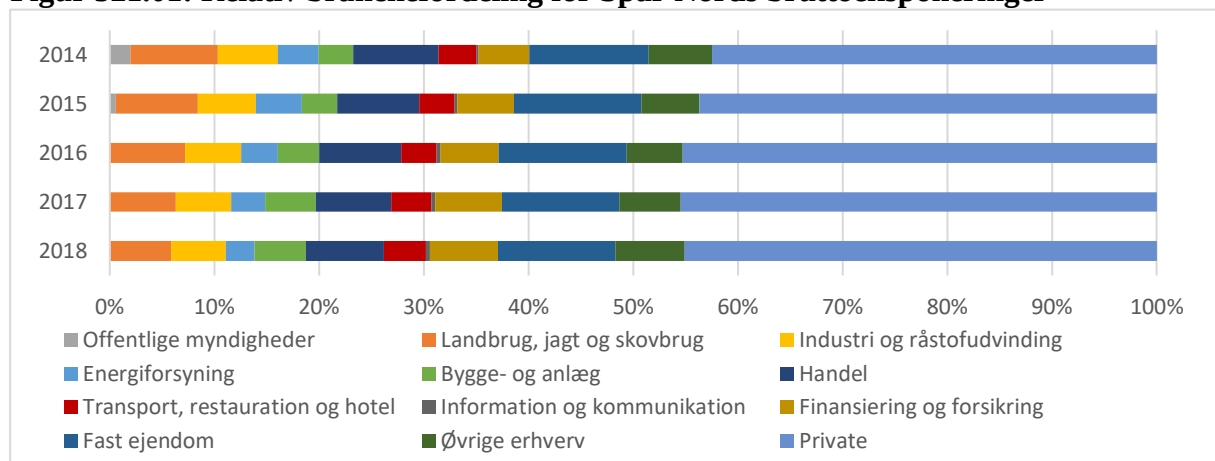
5.1 Risikokoncentration

5.1.1 Branchekoncentration

I denne del af analysen ønsker vi at belyse, i hvilket omfang Spar Nord og DAB har enten diversificeret eller koncentreret deres kreditrisiko og dermed enten mindsket eller forhøjet deres følsomhed overfor korrelerede risici. Dette vil vi gøre via en analyse af i hvilken grad de

to banker har koncentreret deres eksponeringer på såvel særlige brancher og enkelte store eksponeringer, jf. Frandsen et al. 2018. Vi vurderer branchekoncentrationen ved at opgøre den relative fordeling af bruttoeksponeringer¹ på forskellige branchekategorier. I forlængelse heraf opgør vi desuden specifikt graden den samlede eksponering mod ejendomsbranchen ift. tilsynsdiamantens grænseværdi på 25%.² Endvidere opgør vi for hver af bankerne den samlede branchekoncentration indenfor erhvervssegmentet. Her anvender vi Herfindahl Hirschman-indekset (HHI) som udtryk for den samlede branchekoncentration og bemærker, at HHI-værdien ikke bør overstige 20%, hvilket indebærer, at bruttoeksponeringerne indenfor hver enkelt branchekategori maksimalt bør udgøre 20% af de samlede eksponeringer indenfor erhvervssegmentet (*Finanstilsynet 2018 (8)*).

Figur 521.01: Relativ branchefordeling for Spar Nords bruttoeksponeringer



Kilde: Egen tilvirkning, Årsregnskaber 2014-2018 for Spar Nord

I ovenstående figur fremgår den relative branchefordeling af Spar Nords bruttoeksponeringer på udlån og garantier i perioden 2014 til 2018 på baggrund af Spar Nords årsregnskaber fra samme periode. Figuren viser, at fordelingen set over perioden har en fordeling med godt 55-60% til erhverv og 40-45% til private, hvor fordelingen i 2018 specifikt hedder 45% for private og 55% for erhverv.

Den samlede erhvervseksponering er i høj grad spredt bredt ud over segmenterne, idet fast ejendom i perioden 2014-2018 udgør 11-12% af bankens samlede eksponeringer på udlån og garantier, mens bankens øvrige erhvervseksponeringer er fordelt på handel 7-8%, landbrug 6-

¹ Ved bruttoeksponeringer forstås i denne opgave udlån og garantier opgjort til amortiseret kostpris før nedskrivninger og eksklusive uudnyttede trækingsretter.

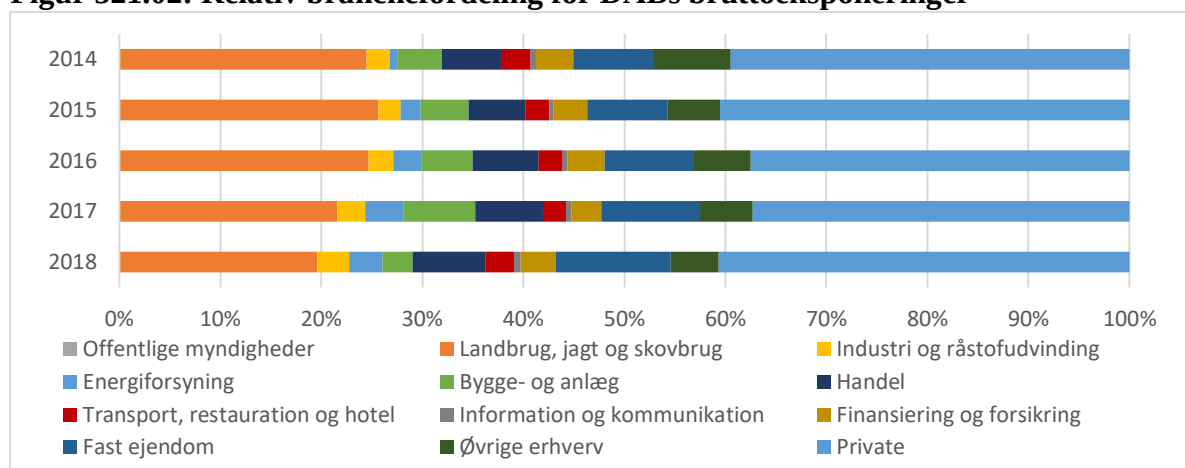
² Vi opgør eksponeringen mod ejendomsbranchen som de samlede bruttoeksponeringer mod hhv. Brancherne "Fast ejendom" og "Bygge og anlæg".

8%, finansiering og forsikring 5-13%, industri og råvareudvikling 5-6%. Øvrige segmenter og brancher udgør herefter 5% eller mindre af de samlede eksponeringer.

Bankens samlede ejendomseksponering som jf. tilsynsdiamanten omfatter både fast ejendom og dele af bygge og anlæg, udgør således maksimalt 14-16% gennem perioden og ligger dermed væsentligt under tilsynspejlemærket på 25%.

I figuren nedenfor er den relative branchefordeling opstillet for DABs bruttoeksponeringer på udlån og garantier i perioden 2014-2018. I figuren fremgår det, at DAB over perioden har en fordeling med godt 37-41% til private og 59-63% til erhverv. I 2018 hed fordelingen 39% til private og 61% til erhverv. DABs samlede erhvervseksponering er i høj grad koncentreret om landbrug, idet landbrug gennem perioden udgør 19-26% af bankens samlede eksponeringer på udlån og garantier. DABs andre erhvervseksponeringer er i den analyserede periode fordelt således: fast ejendom 8-11% Bygge og anlæg 3-7% Handel 6-7%, mens øvrige eksponeringer udgør 5% eller mindre i den analyserede periode.

Figur 521.02: Relativ branchefordeling for DABs bruttoeksponeringer



Kilde: Egen tilvirkning, Årsregnskaber 2014-2018 for DAB

Figur 521.03 (Bilag A) viser udviklingen i den relative branchefordeling for gennemsnittet af grp. 1-3 pengeinstitutters bruttoeksponeringer på udlån og garantier. I figuren fremgår det, at sektoren har haft en fordeling over perioden på 38-41% til private og 59-62 % til erhverv. I 2017 hed fordelingen 38% til private og 62% til erhverv. Sektorens erhvervseksponeringer er i høj grad koncentreret om fast ejendom og finansiering og forsikring, idet disse eksponeringer udgør 11-14% og 6-13% gennem perioden fra 2013-2017. Sektorens øvrige erhvervseksponeringer er i perioden 8% eller mindre.

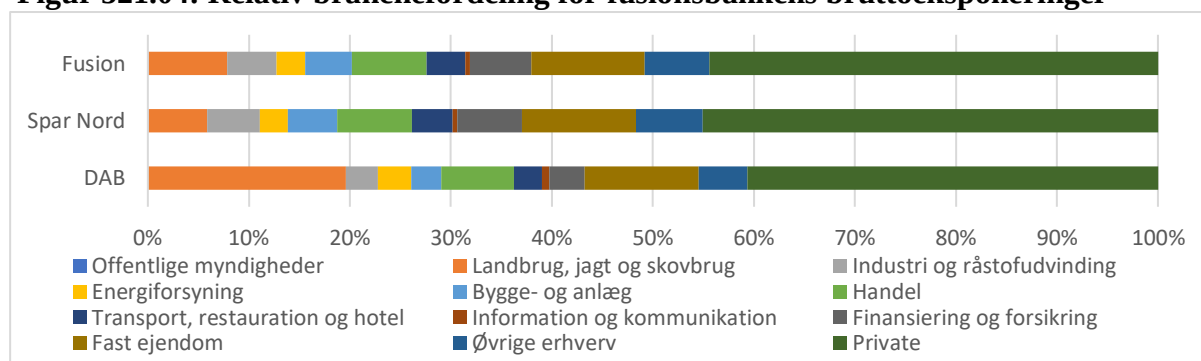
På baggrund af ovenstående vurderes det, at DABs branchekoncentration alt andet lige er mere risikofyldt sammenlignet med såvel sektoren generelt og Spar Nord, på trods af at sidstnævntes og DABs fordeling mellem privat og erhverv stort set er ens. Vi baserer dette på, at DAB har en procentvis større eksponering i følsomme brancher, idet landbrug udgør en markant andel af bankens eksponeringer, samtidig med at DABs øvrige væsentligste brancheeksponeringer i erhvervsporteføljen (fast ejendom, handel samt bygge-og anlæg) er udpræget konjunkturfølsomme.

Omvendt vurderer vi, at Spar Nords bruttoeksponeringer er mindre risikofyldte sammenlignet med sektoren, idet banken har en større eksponering til private. Dette understøttes endvidere med, at der ikke er den store forskel i den procentvise fordeling af erhvervseksponeringerne.

Såfremt Spar Nord opkøber DAB vil den relativ branchefordeling af bruttoeksponering på udlån og garantier ændre sig jf nedenstående graf, som viser fordelingen i fusionsbanken for år 2018. Efter sammenlægning vil den overordnede fordeling være på godt 44,5% til private og godt 55,5% til erhverv, hvilket er stort set ens med Spar Nords nuværende fordeling, dog med en lille forskydning på 0,63%-point i erhvervseksponeringernes favør.

Fordelingen af erhvervseksponeringerne ændrer sig heller ikke væsentligt fra Spar Nords nuværende fordeling – bortset fra landbrugseksponeringen som stiger med knap 2%-point til 7,75% af de samlede eksponeringer.

Figur 521.04: Relativ branchefordeling for fusionsbankens bruttoeksponeringer



Kilde: Egen tilvirkning, Årsregnskaber 2014-2018 for DAB og Spar Nord

Det forhold, at Spar Nords erhvervsportefølje har en mindre koncentration end DAB, understøttes desuden af, at HHI-niveauet for DAB ligger højere end Spar Nords og sektorens generelt, jf. figur 521.05 (Bilag A). I 2014-2106 tangerede eller oversteg DABs HHI-værdi endda grænseværdien på 20%, som kræver individuelt solvenstillæg. De seneste år er DABs HHI-niveau dog faldet, så det udgør 17% i 2018. Spar Nords HHI-niveau ligger til

sammenligning stabilt på 11-12% og dermed væsentligt under både branchens niveau og grænseværdien for solvenstillæg. En fusion med DAB vil ikke ændre på dette billede idet HHI-niveauet for 2018 fortsat ville være 11,22%.

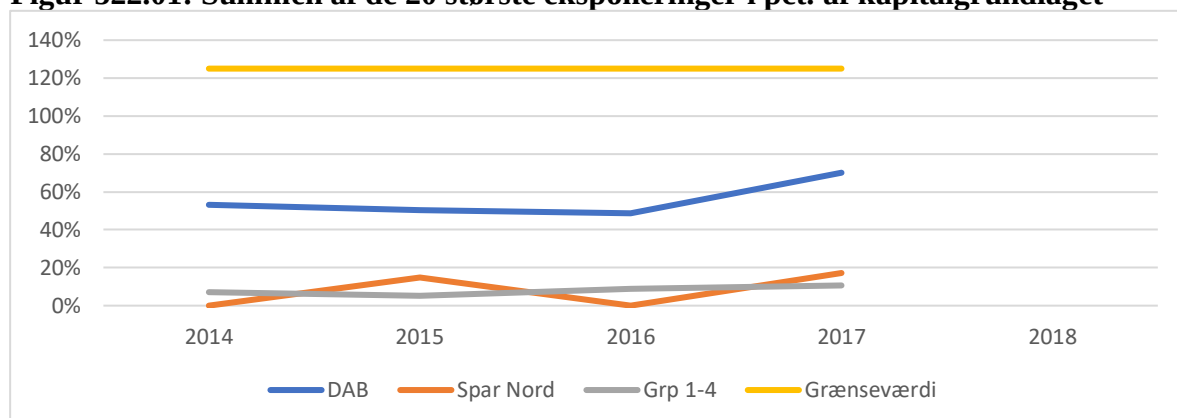
5.1.2 Størrelseskoncentration

Nedenfor vil vi vurdere størrelseskoncentrationen i Spar Nord og DABs eksponeringer. Dette vil vi gøre gennem en opgørelse af udviklingen i summen af store eksponeringer i perioden 2014-2017 i henhold til pejlemærket for store eksponeringer i Tilsynsdiamanten, som var gældende frem til ultimo 2017, jf. Frandsen et al. 2018. Pejlemærkets daværende definition omfattede summen af store eksponeringer som pct. af det samlede regulatoriske kapitalgrundlag, hvor hver eksponering i sig selv udgør mere end 10% af kapitalgrundlaget (*Finanstilsynet (13)*). Vi sammenholder herefter niveauet hos Spar Nord og DAB med tilsynsdiamantens grænseværdi på 125% og med niveauet i sektoren generelt i form af grp. 1-4 pengeinstitutterne.

Herefter vil vi se på den seneste udvikling i 2017 og 2018 i Spar Nord og DAB i forhold til tilsynsdiamantens nye pejlemærke for store eksponeringer, som består af en grænseværdi på 175% af den egentlige egentlige kernekapital (CET1) for summen af de 20 største eksponeringer fratrukket sikkerheder og nedskrivninger (*Finanstilsynet 2018 (14)*).

Figuren nedenfor viser udviklingen i summen af storeeksponeringer, som hver udgør mindst 10% af kapitalgrundlaget, i perioden 2014-2017 for henholdsvis Spar Nord, DAB og sektoren generelt.

Figur 522.01: Summen af de 20 største eksponeringer i pct. af kapitalgrundlaget



Kilde: Egen tilvirkning DAB og Spar Nords årsregnskaber 2014-2018 samt ud fra Finanstilsynets PI-statistisk materiale 2013-2017.

Spar Nord størrelseskoncentration ligger fra 2014-2017 i et meget lavt niveau, i 2014 og 2016 er summen af store eksponeringer endda 0%, men det stiger i 2017 til 17,2%, hvilket endda sker trods en forbedring af kapitalgrundlaget i 2017 på 588 mio. kr. svarende til 7%.

DABs størrelseskoncentration er væsentligt højere, idet summen af store eksponeringer udvikler sig fra et niveau på 53% af kapitalgrundlaget i 2014 til 48,7% i 2016, hvorefter den stiger brat til 70,1% i 2017. Den kraftige stigning sker hos DAB ligeledes på trods af en væsentlig forøgelse i kapitalgrundlaget i samme periode på 59 mio. kr. eller 4,53%.

Spar Nords størrelseskoncentration ligger gennem hele perioden på ca. samme niveau som sektorens, som udvikler sig fra 7,26% i 2014 til 10,65% i 2017. Det er således DABs størrelseskoncentration der er væsentligt forhøjet. Den ligger dog væsentligt under pejlemærket grænseværdi på 125%.

Opgjort ved det nye pejlemærke ses samme tendens på alle parametrene for både Spar Nord og DAB. Spar Nords størrelseskoncentration er således 76,2% i 2017 og stiger en anelse til 79,2% i 2018, trods en stigning i CET1 på 426 mio. kr. eller 6%. DABs størrelseskoncentration fortsætter den markante vækst og stiger fra 153,8% i 2017 til 167,1% i 2018, hvilket dog sker på baggrund af et mindre fald i CET1 på 15 mio. kr. svarende til - 1,41%. DABs størrelseskoncentration nærmer sig således i høj grad pejlemærkets grænseværdi på 175%, mens Spar Nords fortsat ligger væsentligt under grænseværdien.

I forhold til fusionsbanken vurderer vi imidlertid ikke, at DABs høje størrelseskoncentration får nævneværdi betydning, idet DAB i 2018 blot har 12 kunder med en bruttoeksponering over 50 mio. kr., mens Spar Nord har 47 kunder med bruttoeksponering over 100 mio. kr.

5.2 Udlånsvækst

Under dette punkt vil vi belyse, i hvilket omfang Spar Nord og DAB har udvidet eller begrænset deres risikoeksponeringer over en periode på 5 år. Udviklingen vil blive sammenlignet og vurderet med udviklingen i grp. 1-3 pengeinstitutter. Udviklingen i risikoeksponeringerne er alt andet lige med til give en indikation af bankernes aktuelle risikoappetit ud fra en organisk vækst.

Indledningsvis opgør vi, jf. Frandsen et al. 2018, den rene udlånsvækst pr. år i perioden 2014-2018 for Spar Nord og DAB og sammenholder med hhv. niveauet for grp. 1-3, Tilsynsdiamantens grænseværdi på 20% for pejlemærket vedr. årlig udlånsvækst samt grænseværdien på 10% årlig udlånsvækst, som kræver solvenstillæg, jf. finanstillsynets

vejledninger (*Finanstilsynet (8) og (14)*). Vi nedbryder herefter den samlede årlige vækst de to bankers nettoeksponeringer i væksten indenfor hvert kundesegment og hver branchekategori under erhvervssegmentet, jf. Frandsen et al. 2018. Dette giver en indikation af, indenfor hvilke segmenter og brancher de har særlig risikoappetit, og i hvilket omfang deres risikoappetit adskiller sig hinanden.

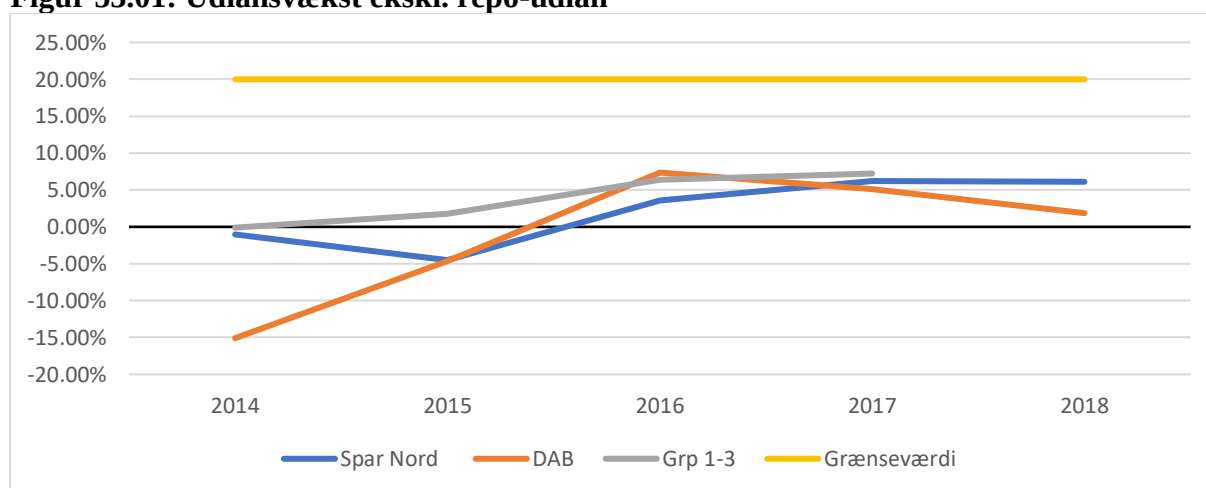
Udviklingen i udlånet for Spar Nord, DAB og branchen i perioden 2014-2018 er vist i nedenstående figur. For Spar Nord var væksten i udlånseksponeringerne efter nedskrivninger negativ i 2014 og 2015, hvor udlånsvæksten faldt med hhv. -1,1% og -4,5%. I perioden 2016 til 2018 har Spar Nord derimod oplevet positiv vækst på hhv. 3,6%, 6,2% og 6,1%.

For DAB har den første del af perioden i udpræget grad været karakteret af negativ vækst, idet udlånet i 2014 og 2015 faldt med hhv. -15,1% og -5%. De seneste 3 år har DAB dog også oplevet en vis positiv vækst fra 2016 til 2018 på hhv. 7,4%, 5,1% og 1,9%.

Udviklingen i sektorens udlånsvækst har i perioden 2014-2017 været præget af en tilsvarende tendens med vækstrater på hhv. -0,1%, 1,7%, 6,4% og 7,2%, dog med et relativt mere stabilt niveau end Spar Nord og især DAB.

Hverken Spar Nord eller DAB nærmer sig grænseværdien på 20% for tilsynsdiamantens pejlemærker for udlånsvækst. Ligeledes har de begge en vis margin til grænseværdien på 10% som kræver solvenstillæg.

Figur 53.01: Udlånsvækst ekskl. repo-udlån



Kilde: Egen tilvirkning DAB og Spar Nords årsregnskaber 2014-2018 samt ud fra Finanstilsynets Markedsudvikling 2017.

Som det fremgår af figur 53.02 (*Bilag A*) var den negative vækst i Spar Nords eksponeringer i 2014 og 2015 primært koncentreret omkring erhvervsområdet og navnlig offentlige myndigheder, landbrug, handel og øvrige erhverv, mens der i samme periode var markant vækst indenfor privatsegmentet samt brancherne Industri, finansiering og fast ejendom. I den efterfølgende periode 2016-2018 er den primære vækst ligeledes fokuseret på privatsegmentet og dernæst bredt ud over erhvervsbrancherne, med undtagelse af landbrug, offentlige myndigheder, energiforsyning samt information og kommunikation.

Spar Nords vækst i perioden kan blandt andet henføres til opkøb af kundeportefølje. Spar Nord overtog således i 2014 tre udlånsporteføljer fra hhv. Basisbank, FIH Erhvervsbank og DAB (*Spar Nords årsregnskab 2015*). Set i forhold til volumen har porteføljen fra FIH Erhvervsbank på ca. 2,4 mia. kr. haft den største indvirkning på væksten.

For DAB har den negative vækst i 2014-2015, jf. figur 53.03 (*Bilag A*) været bredt funderet på tværs af eksponeringerne mod såvel private som erhverv, ligesom der indenfor erhvervssegmentet er tale om en generelt og bredt fordelt tilbagegang. Dog bemærkelsesværdigt med undtagelse af landbrugsbranchen, som fastholdes på et stort set konstant niveau. Den efterfølgende vækst i 2016-2017 er stærkt koncentreret omkring erhvervssegmentet, mere specifikt fast ejendom, bygge- og anlæg, handel samt energiforsyning. Dvs. DAB har fokuseret sin vækst i på at udvide sine eksponeringer i de samme konjunktur følsomme brancher som allerede fylder meget i bankens eksponeringer. I 2017 og 2018 kan der dog spores en vis ændring i risikoappetitten, idet privatsegmentet pludselig vokser markant, samtidig med at landbrugsområdet reduceres. På den måde minder risikoappetitten i de seneste to år i DAB meget, om den der generelt har kendetegnet Spar Nord.

5.3 Kreditkvalitet

Kvaliteten af bankernes nuværende eksponeringer må antages at udgøre en afgørende del af risikobilledet for dem både nu og fremadrettet, idet kvaliteten vil have væsentlig betydning for, hvilke risici for tab bankerne allerede nu må forvente.

Vi vil derfor, jf. Frandsen et al. 2018, belyse kreditkvaliteten hos de to banker gennem en analyse af hhv. Spar Nords og DABs nedskrivninger og boniteten af deres samlede eksponeringer gennem perioden 2014-2018. Nedskrivningerne vil blive belyst ved, at vi først opgør udviklingen i de årligt udgiftsførte nedskrivninger som pct. af bruttoeksponeringer hos både Spar Nord og DAB og sammenholder denne udvikling med udviklingen hos grp. 1-3

pengeinstitutterne i samme periode. Derefter opgør vi udviklingen i den relative fordeling af de akkumulerede nedskrivninger på brancher for både Spar Nord og DAB. Formålet med dette er at afdække, om nedskrivningsbilledet er ensartet hos de to banker på tværs af branchekategorierne eller om særlige brancher skiller sig ud med forhøjede nedskrivninger.

Til sidst vil vi, jf. Frandsen et al. 2018, vurdere kvaliteten af Spar Nord og DABs samlede eksponeringer gennem en analyse af fordelingen af eksponeringerne på finanstilsynets bonitetskategorier. Navnlig vil vi her fokusere på, om der er sket forskydninger i den relative fordeling af bonitetskategorierne gennem perioden 2014-2018, hvilket vil indikere en ændring i det samlede kvalitetsniveau for eksponeringerne.

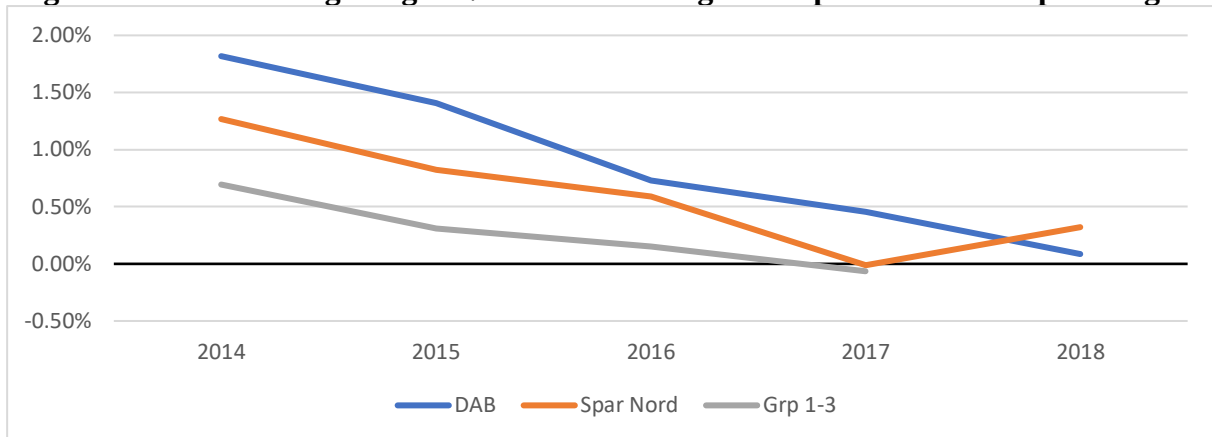
5.3.1 Nedskrivninger

I nedenstående afsnit vil vi analysere udviklingen i Spar Nords og DABs nedskrivninger i perioden 2014-2018. I den forbindelse skal det indledningsvis bemærkes at nedskrivningerne i 2018 er ekstraordinært påvirket af overgangen til IFRS 9, som indebærer, at der fremover skal nedskrives på alle bankens krediteksponeringer opgjort til amortiseret kostpris baseret på et statistisk forventet tab. Før 2018 benyttedes IAS 39-modellen, hvor værdiforringelse og nedskrivninger blev opgjort efter et princip om indtrufne tab. Dvs. at der først blev nedskrevet, når der var konstateret objektiv indikation på værdiforringelse. Effekten i 2018 af IFRS 9 er mernedskrivninger på hhv. 206 mio. kr. for Spar Nord og 75 mio. kr. for DAB. For at begrænse den negative effekt på udlånskapaciteten, anvender begge banker imidlertid en overgangsordning efter CRR, som betyder, at den negative regnskabsmæssige effekt af IFRS 9 først får fuld effekt på kapitalgrundlaget efter 5 år.

Niveauet for Spar Nords årlige udgiftsførte nedskrivninger som pct. af bruttoeksponeringerne er generelt faldende i perioden 2014 til 2018. Niveauet falder i perioden fra 1,27% i 2014 til -0,01% i 2017, hvorefter det stiger til 0,32% i 2018, pga. overgangen til IFRS9. DABs udgiftsførte nedskrivninger haft samme faldende tendens som Spar Nords, idet DABs nedskrivninger falder fra 1,82% i 2014 til 0,09% i 2018. Bortset fra 2018, har DABs årlige nedskrivninger været relativt højere end Spar Nords. Begge banker ligger dog over det samlede niveau i sektoren, som ligger på et meget lavt niveau faldende fra 0,69% i 2014 til -0,06% i 2017, dvs. nettotilbageførsel af nedskrivninger. Såfremt Spar Nord opkøber DAB, må det alt andet lige forventes, at de udgiftsførte nedskrivninger i fusionsbanken, stiger en anelse. Givet størrelsesforskellen på bruttoeksponeringerne, forventer vi dog, at stigningen i nedskrivningsprocenten bliver begrænset. Ved en fusion i 2014, hvor der var 0,55%-point i

forskel i nedskrivningsprocenten, ville fusionsbanken således blot have en nedskrivningsprocent på 1,35%, dvs. 0,08%-point højere end Spar Nords egen.

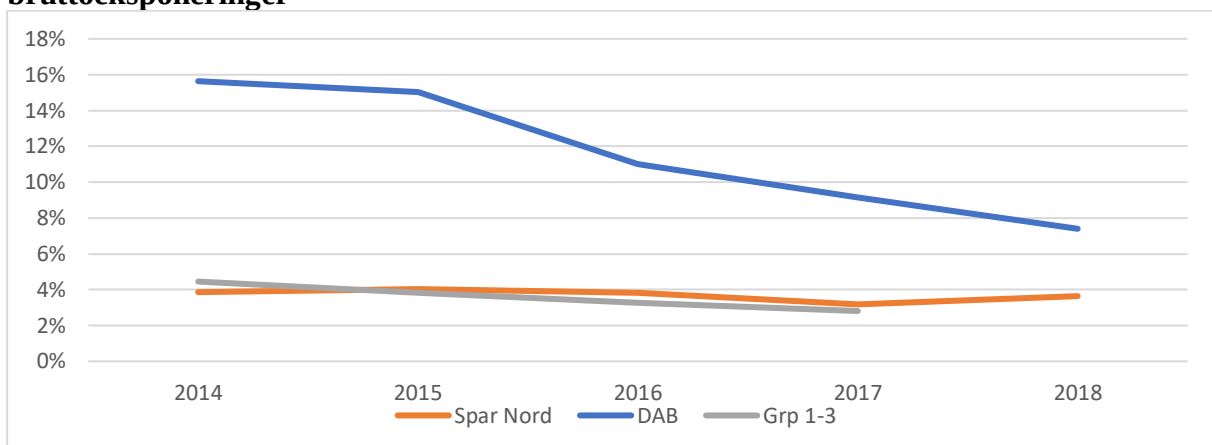
Figur 541.01: Udvikling i udgiftsførte nedskrivninger som pct. af bruttoeksponeringer



Kilde: Egen tilvirkning DAB og Spar Nords årsregnskaber 2014-2018 samt ud fra Finanstilsynets PI-statistisk materiale 2013-2017.

Udviklingen i de akkumulerede nedskrivninger følger nogenlunde samme tendens som de udgiftsførte. Dog med den forskel at Spar Nords akkumulerede nedskrivninger trods en svagt faldende tendens frem mod 2017, holder et meget stabilt niveau omkring 3,5%-4,0% af bruttoeksponeringerne, hvilket i øvrigt er identisk med niveauet i sektoren. For Spar Nord skyldes dette, at niveauet for nye nedskrivninger fortsat ligge i et relativt højt leje, som matcher den samlede effekt tilbageførte og afskrevne nedskrivninger.

Figur 541.02: Udvikling i akkumulerede nedskrivninger som pct. af bruttoeksponeringer



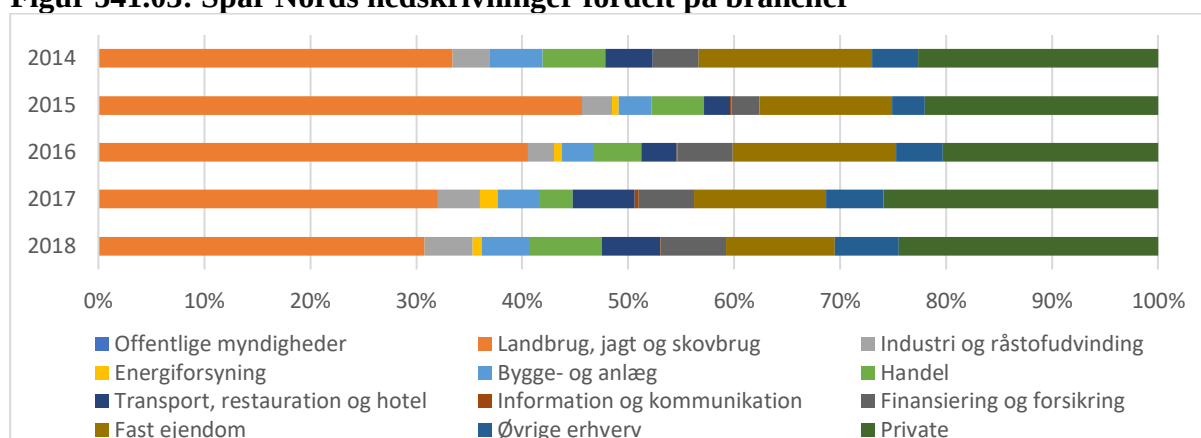
Kilde: Egen tilvirkning DAB og Spar Nords årsregnskaber 2014-2018 samt ud fra Finanstilsynets PI-statistisk materiale 2013-2017.

DABs akkumulerede nedskrivninger er derimod i lighed med de udgiftsførte kraftigt faldende over perioden, fra 15,6% i 2014 til 7,4%. Dette skyldes, at omfanget af nye nedskrivninger

falder markant, samtidig med at der både tilbageføres og afskrives en stor andel af de tidligere nedskrivninger.

På trods af det stabile niveau for Spar Nords akkumulerede nedskrivninger har sammensætningen af nedskrivningerne ændret sig væsentligt. Landbruget udgør den dominerende andel men i faldende grad. Landbrugsnedskrivningerne udgjorde således 46% af nedskrivningerne i 2015, men de udgør kun 31% i 2018. Dette skyldes, jf. figur 541.04 (Bilag A) primært, at landbrugsnedskrivningerne siden 2015 er reduceret med 238 mio. kr. svarende til 29%, mens nedskrivningerne på en række andre brancher er øget, herunder handel, finansiering, industri, transport samt privatsegmentet.

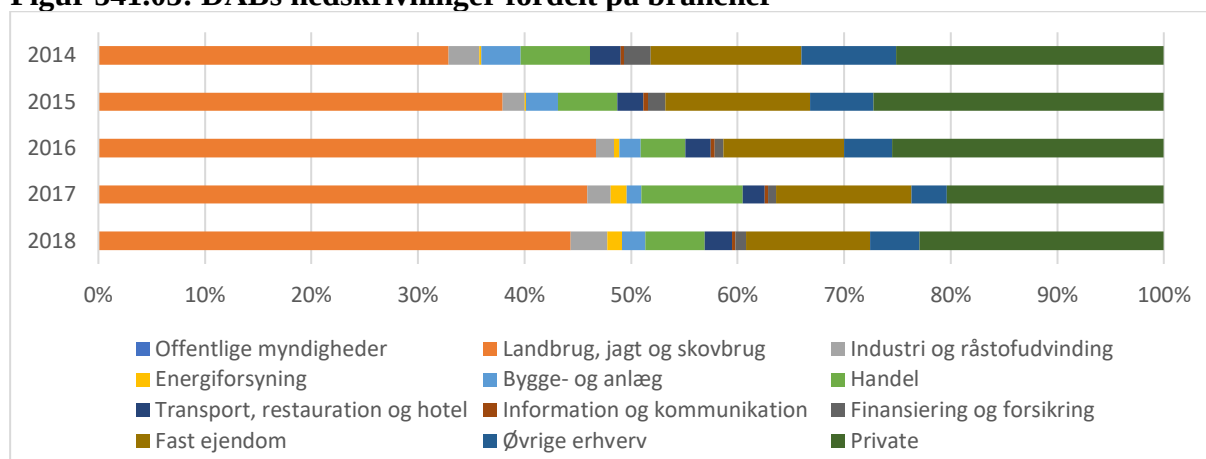
Figur 541.03: Spar Nords nedskrivninger fordelt på brancher



Kilde: Egen tilvirkning, Årsregnskaber Spar nord 2014-2018

DABs nedskrivninger har ligeledes ændret sammensætning. Ligesom hos Spar Nord er landbrugsnedskrivningerne den dominerende andel af nedskrivningerne, og ligesom Spar Nord har DAB, jf. figur 541.06 (Bilag A) reduceret landbrugsnedskrivningerne væsentligt siden 2015, nemlig med 177 mio kr. svarende til 37%. På trods af dette udgør landbrugsnedskrivningerne imidlertid en stigende andel af de samlede nedskrivninger, idet de udgør 44% i 2018 mod 38% i 2015. Dette skyldes, at DAB samtidig har reduceret nedskrivningerne på en lang række andre brancher, navnlig privatsegmentet, fast ejendom, handel samt bygge- og anlæg. Dette er positivt, idet omfang der er tale om afskrivning af nedskrivningerne som endeligt tabte. Imidlertid er der i høj grad tale tilbageførte nedskrivninger, hvilket er problematisk, idet tilbageførslerne i høj grad sker på konjunkturfølsomme brancher, hvor forbedringen i eksponeringen må antages primært at skyldes de positive konjunkturer i perioden. Et konjunkturskift må derfor forventes at påvirke DAB udgiftsførte nedskrivninger betydeligt.

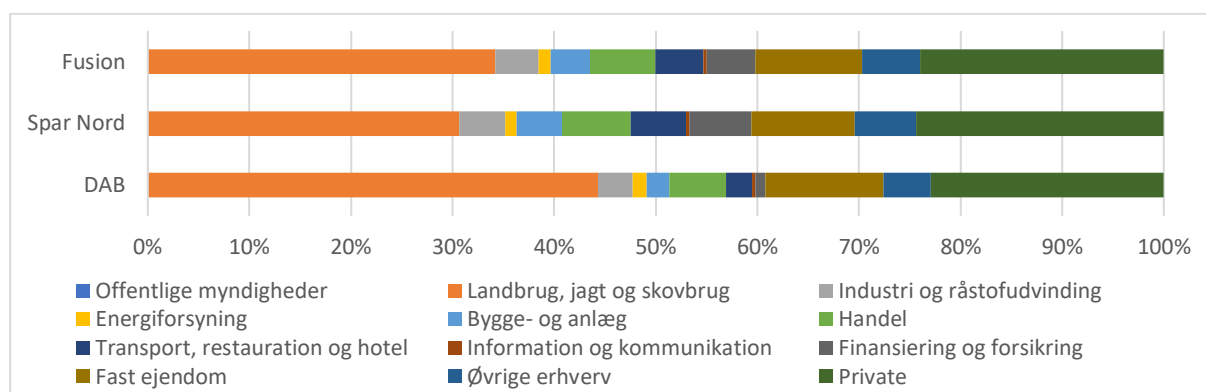
Figur 541.05: DABs nedskrivninger fordelt på brancher



Kilde: Egen tilvirkning, DABs årsregnskaber 2014-2018

Sammenlægnings af DAB og Spar Nord rykker kun marginal ved branchefordelingen af nedskrivningerne i forhold til Spar Nords aktuelle fordeling, idet landbrug stiger fra 31% til 34%. Grundet den væsentligt anderledes nedskrivningspolitik i DAB, som blev illustreret ovenfor, må det dog antages, at der til gengæld tilføjes en vis grad forøget konjunkturfølsomhed i de ikke-nedskrevne eksponeringer.

Figur 541.07: Relativ branchefordeling af fusionsbankens nedskrivninger



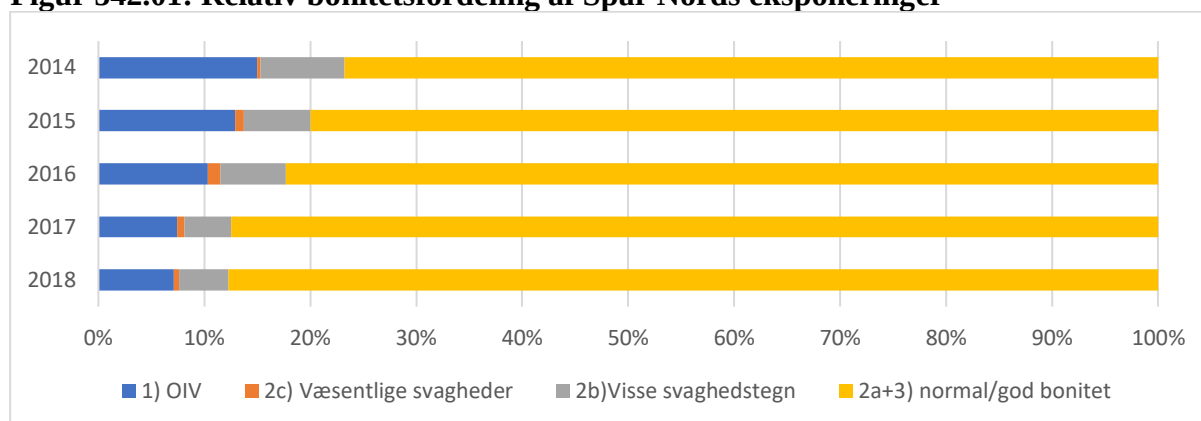
Kilde: Egen tilvirkning, DABs og Spar Nords årsregnskaber 2018

5.3.2 Bonitet

I nedenstående afsnit vil vi se på boniteten af Spar Nords og DABs eksponeringer. Afsnittet skal give en indikation af om kvaliteten af bankernes eksponeringer har forbedret sig i den analyserede periode 2014-2018. Analysen vil tage udgangspunkt i fordelingen af bankernes eksponeringer på Finanstilsynets bonitetskategorier, hvor kategorierne 2a og 3 er gode kunder, mens kategorierne 1, 2c og 2b er kunder med forhøjet risiko eller kunder med finansielle problemer.

Boniteten af Spar Nords eksponeringer er domineret af eksponeringer i kategorien 2a+3, hvilket indikerer en sund kreditpolitik. Banken har igennem perioden fra 2014 til 2017 oplevet en positiv udvikling i deres udlånsportefølje, idet både erhverv- og privatkunders gennemsnitlige bonitet er blevet forbedret. Dette understøttes af figuren nedenfor, som viser en stabil stigning i eksponeringer i kategorierne 2a+3 fra ca. 76,8% i 2014 til 87,7% i 2018.

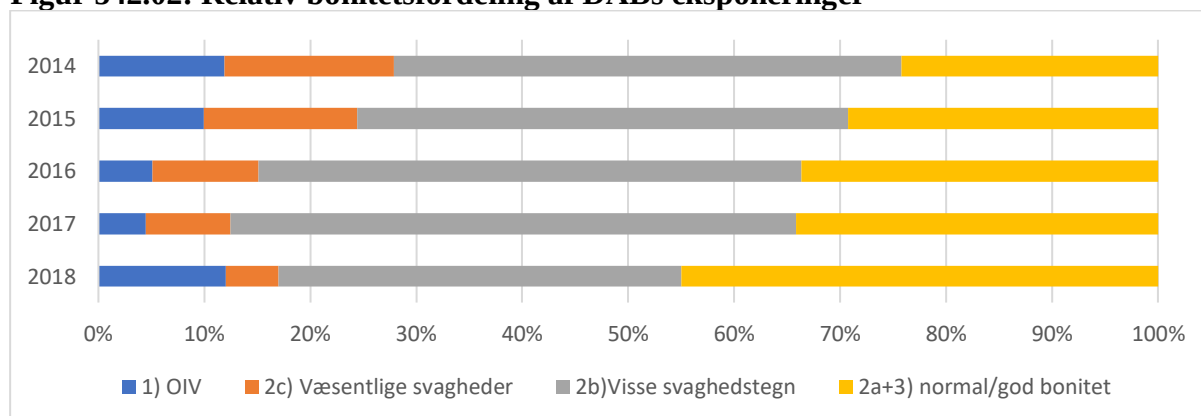
Figur 542.01: Relativ bonitetsfordeling af Spar Nords eksponeringer



Kilde: Egen tilvirkning, Årsregnskaber Spar nord 2014-2018

Fsva. eksponeringerne i de andre bonitetskategorier, som viser svaghedstegn, ses også en positiv tendens, idet niveauet enten er uændret eller faldende. Ud fra bankens risikorapporter er perioden præget af en positiv udvikling i boniteten for især bankens erhvervsengagementer. Den eneste undtagelse er boniteten af landbrugsudlånet, som har udviklet sig negativt. Risikoniveauet for landbrugskunder vurderes gennem perioden som højt, hvilket skyldes en høj default-andel, blandt andet som følge af flere år med dårlige indtjening og høje gældforpligtelser. Dette er til trods for en periode med positiv konjunkturudvikling og et lavt renteniveau.

Figur 542.02: Relativ bonitetsfordeling af DABs eksponeringer



Kilde: Egen tilvirkning, Årsregnskaber DAB, 2014-2018

Boniteten af DABs eksponeringer er jf. nedenstående figur domineret af eksponeringer i kategorien 2b, dvs. Eksponeringer med visse svaghedstegn som i perioden 2014-2018 udgør ml. 48% og 38%. På trods af at DAB har flest eksponeringer i kategorien 2b, er deres eksponeringer i kategorien 2a+3, som er eksponeringer med normal/god bonitet, stigende i den analyserende periode, hvilket betyder at eksponeringer i kategori 2c, som er eksponeringer med væsentlige svagheder samt eksponeringer med OIV er faldende i perioden. Fra 2018 udgør kategorien 2a+3 for første gang i perioden den dominerede andel med 45%.

Sammenligner vi boniteten på Spar Nords og DABs eksponeringer ses en overordnet positiv tendens, nemlig at begge banker oplever en forbedret kvalitet i boniteten i perioden. Det er endvidere tydeligt at se, at Spar Nords generelt har en bedre bonitet sammenlignet med DAB, og at DAB alt andet lige er væsentlig mere følsomme over for konjunkturændringer.

Udviklingen i bankernes bonitet afspejler samme tendens som udviklingen i bankernes nedskrivninger. De positive konjunkturer samt et lavt renteniveau er med til at forbedre bankernes eksponeringer. Spar Nord vurderer desuden i deres risikorapport for 2018, at boniteten udvikler sig tilfredsstillende på både erhvervs- og privatkunder. Såfremt Spar Nord opkøber DAB, køber de altså en bank med væsentlig dårligere bonitet i de samlede eksponeringer.

5.4 Delkonklusion

Spar Nords bruttoeksponeringer er i 2018 fordelt med hhv. 45% til privat og 55% til erhverv. DABs bruttoeksponeringer er fordelt med hhv. 41% til privat og 59% til erhverv og sektorens er fordelt med hhv. 33% til privat og 67% til erhverv. DABs branchekonzentration vurderes at være mere risikofyldt sammenlignet med Spar Nords på trods af at fordelingen mellem privat og erhverv er stort set ens. Dette skyldes, at DAB en procentvis større eksponering i konjunkturfølsomme brancher, såsom fast ejendom, bygge og anlæg samt handel, samtidig med at branchen landbrug udgør en dominerende andel af DABs eksponeringer. Spar Nord vurderes endvidere at være mindre risikofyldt sammenlignet med sektoren, idet Spar Nord har en større eksponering i privatsegmentet, samtidig med at den relative branchefordeling indenfor erhvervssegmentet er bredt fordelt ligesom sektorens. DABs HHI-niveau, ligger desuden på et højere niveau sammenlignet med Spar Nord og sektoren generelt, hvilket understøtter vores konklusion, i forhold til at DABs branchekonzentration er mere risikofyldt. En fusion af DAB og Spar Nord vil imidlertid kun marginalt påvirke branchekonzentrationen

i forhold til Spar Nords nuværende fordeling, hvilket primært indebærer, at landbrugseksposeringens andel stiger med 2%-point til 7,75%.

I forhold til størrelseskoncentration er Spar Nord på niveau med sektoren, mens DAB har en væsentligt større koncentration på store eksposeringer. I 2018 udgør summen af de 20 største eksposeringer i Spar Nord således 76,2% af CET1, mens DABs udgør 167,1%, hvilket nærmer sig tilsynsdiamantens grænseværdi på 175%. Vi vurderer dog, at dette ikke vil påvirke fusionsbanken væsentligt, idet DAB i 2018 blot har 12 kunder med en bruttoeksposering over 50 mio. kr., mens Spar Nord trods sin lave størrelseskoncentration har 47 kunder med bruttoeksposering over 100 mio. kr.

Spar Nord havde i 2014 og 2015 negativ udlånsvækst på hhv. -1,05% og -4,52%. I 2016 til 2018 ændres væksten til positiv med hhv. 9,20%, 4,86% og 6,44%. Samme tendens gør sig gældende både i sektoren generelt og for DAB, om end med større udsving for DAB, som i 2014 og 2015 havde negativ vækst på hhv. -15,1% og -5%, men positiv vækst i 2016-2018 med hhv. 7%, 5% og 1,9%. Udlånsvæksten er således generelt svag og væsentligt under både grænseværdien i tilsynsdiamanten og grænseværdien solvenstillæg.

Den positive vækst i Spar Nords nettoeksposeringer har i perioden navnlig været fokuseret på privatsegmentet og dernæst på bredt fordelt ud over brancherne i erhvervssegmentet, med undtagelse af landbrug, offentlige myndigheder, energiforsyning samt information og kommunikation. Den positive vækst i DABs nettoeksposeringer har derimod primært været rettet mod erhvervssegmentet og navnlig konjunkturfølsomme brancher, som fast ejendom, bygge- og anlæg og handel, suppleret med branchen energiforsyning. I 2017 og 2018 spores dog en vis ændring i DAB mod en mindre risikobetonet risikoappetit, som minder om Spar Nords, idet væksten i højere grad fokuseres på privatsegmentet, mens landbrugseksposeringerne reduceres.

Nedskrivningsniveauet har i perioden 2014-2017 været faldende for begge banker. Spar Nords årlige udgiftsførte nedskrivninger som pct. af bruttoeksposeringerne faldt fra 1,27% til -0,01%, hvorefter de stiger til 0,32% i 2018, primært pga. IFRS 9. I samme periode falder DABs nedskrivninger fra 1,82% i 2014 til 0,09% i 2018. Til sammenligning falder sektorens nedskrivninger fra 0,69% i 2014 til -0,06% i 2017. Dvs. DABs årlige nedskrivninger er relativt større end sektorens og, med undtagelse af 2018, også større end Spar Nords. Ved en

fusion må det årlige nedskrivningsniveau, således forventes at stige en anelse ift. Spar Nords eget niveau.

De akkumulerede nedskrivninger holder hos både Spar Nord og sektoren generelt et stabilt niveau gennem perioden på omkring 3,5%-4,0% af bruttoeksponeringerne. DABs akkumulerede nedskrivninger falder derimod kraftigt fra 15,6% af bruttoeksponeringer i 2014 til 7,4% i 2018. Gennem perioden reducerer Spar Nord de dominerende nedskrivninger på landbrugsområdet med 29%, men øger samtidig nedskrivningerne på en række andre brancher samt på privatsegmentet, hvorved de samlede nedskrivninger holder et stabilt niveau. DAB reducerer derimod både de dominerende landbrugsnedskrivninger med 37%, samtidig med at eksponeringerne reduceres på navnlig privatsegmentet og de konjunkturfølsomme brancher fast ejendom, handel samt bygge- og anlæg. Da der især er tale om tilbageførsel af tidligere nedskrivninger, må dette antages at medføre en forøget konjunkturfølsomhed på nettoeksponeringerne. En fusion vil imidlertid ikke rykke væsentligt ved branchefordelingen af nedskrivningerne i fusionsbanken i forhold til Spar Nords nuværende fordeling. Dog vil landbrugsnedskrivningerne udgøre relativt mere, svarende til 3%-point.

De samlede eksponeringer i Spar Nord har en væsentlig bedre bonitet end DABs eksponeringer, idet Spar Nords er domineret af ca. 88% i kategorierne 2a+3, dvs. eksponeringer med normal/god bonitet. DABs eksponeringer forbedrer sig væsentligt hen over perioden hjulpet af de gunstige konjunkturer. Trods det udgør kategorierne 2a+3 blot 45% i 2018, mens 38% ligger i kategorien 2b, dvs. eksponeringer med visse svaghedstegn.

Et opkøb af DAB vil således betyde, at de samlede eksponeringer i fusionsbanken bliver forringet i kreditkvalitet i et vist omfang i forhold til Spar Nords nuværende eksponeringer. Dertil kommer, at eksponeringerne må forventes at blive lidt mere konjunkturfølsomme. Påvirkningerne synes dog at være marginale på grund af DABs relativt lille størrelse sammenlignet med Spar Nord.

6 Kapitalforhold

I nedenstående afsnit vil vi undersøge i hvilket omfang Spar Nord og DAB lever op til navnlig de nuværende og i mindre omfang kommende kapitalkrav. Vi vil særligt undersøge, hvorvidt de har en overdækning, der kan finansiere risikodækningen ved øgede risikoeksponeringer eller forøgede nedskrivninger.

6.1 Regulatoriske kapitalkrav

Kapitalkravene til pengeinstitutterne reguleres gennem EU-forordningen CRR og EU-direktivet CRD med det formål at sikre, at de enkelte pengeinstitutter har tilstrækkelig kapital, i forhold til den risiko de har påtaget sig, til at de kan afvikles i tilfælde af krise uden at belaste skatteyderne og uden væsentlig indvirkning på samfundsøkonomien, jf. CRD IV, betragtning nr. 34 (*Frandsen et al. 2018*). Kapitalprocenten, som angiver forholdet mellem kapitalgrundlaget og de risikovægtede aktiver, skal som minimum udgøre 8% (*Andresen 2.udg. 2017, s 343*):

$$\text{Kapitalprocent} = \frac{\text{Kapitalgrundlaget}}{\text{De samlede risikovægtede poster}} \geq 8\%$$

Kapitalgrundlaget kan i denne sammenhæng bestå af tre forskellige kapitaltyper, hhv. egentlig kernekapital, hybrid kernekapital og supplerende kernekapital, hvoraf den egentlig kernekapital skal udgøre mindst 4,5% af de risikovægtede poster, mens hybrid kernekapital og supplerende kernekapital højst må udgøre hhv. 1,5% og 2% (*Christiansen m.fl. 2017 s 201*).

Herudover skal pengeinstitutterne selv fastsætte et individuelt solvensbehov, som er et tillæg til minimumskravet, som skal dække risici og forhold, der ikke fuldt ud afspejles i opgørelsen af den samlede risikoeksponering. Ligesom kapitalprocenten kan det individuelle solvensbehov også dækkes af de tre førnævnte kapitaltyper, hvor det indbyrdes forhold mellem kapitaltyperne som minimum skal svare til den indbyrdes forhold som kræves for kapitalprocenten. Dvs., at minimum 56% af de individuelle solvensbehov skal opfyldes af egentlig kernekapital, mens maksimalt 19% må bestå af hybrid kapital, og maksimalt 25% kan være supplerende kapital (*Christiansen et al.. 2017 s. 249*).

Endvidere består det fulde regulatoriske kapitalkrav af tre forskellige kapitalbuffer, hhv. kapitalbevaringsbuffer, kontracyklisk kapitalbuffer og systemisk (SIFI) risikobuffer. Alle tre buffer skal opfyldes med egentlig kernekapital.

SIFI-bufferen gælder dog alene for de fem største pengeinstitutter, som er udpeget som systemisk vigtige, og fastsættes iht. graden af pengeinstituttets systemiske betydning (*Christiansen et al.. 2017 s. 254*). SIFI-bufferen kan dog maksimalt udgøre 3.0% af de risikovægtede aktiver.

Kapitalbevaringsbufferen omfatter derimod alle pengeinstitutterne og har til formål at sikre, at pengeinstitutterne generelt polstrer sig under vækstperioder med henblik på at kunne modstå tab i kriseperioder, uden at de risikerer at bryde hverken minimumskravet eller det individuelle solvensbehov. Bufferen har været under indfasning siden 2014 og udgør ultimo 2018 1,9% af de risikovægtede aktiver, mens den ultimo 2019 og fremadrettet skal udgøre 2,5% (*Christiansen et al.. 2017 s. 253*).

Den kontracykliske buffer har til formål at sikre yderligere polstring specifikt i perioder med forhøjet vækst med det formål at sikre, at pengeinstitutterne kan absorbere eventuelt ekstra store tab, når konjunkturerne vender (*Christensen et al.. 2017 s. 253*). I modsætning til kapitalbevaringsbufferen er den kontracykliske buffer således ikke konstant, men kan variere mellem 0% og 2,5%. Niveauet fastsættes kvartalsvist af erhvervsministeren pba. Det Systemiske Risikoråds anbefaling ift. omfanget af den opbyggede systemiske risiko i sektoren og samfundet. Bufferkravet nedbringes således i kriseperioder.

Samlet set udgør det samlede regulatoriske kapitalkrav op imod 16% eksklusiv det individuelle solvensbehov.

6.2 Kommende reguleringer

I forbindelse med at Spar Nord er blevet udpeget som værende et systemisk vigtigt finansielt institut, SIFI, vil der følge en række øgede krav ift. bankens risikostyring og også i høj grad til bankens kapitalkrav. Dette vil blandt andet medføre et SIFI bufferkrav på 1,0%, som vil være gældende fra 2020.

Udover kapitalkravene CCR/CRD IV vil NEP-tillægget blive indfaset i perioden 2018-2022. NEP-kravene udgør et betydeligt tillæg til de allerede indfasede kapitalkrav. Det er dog Finanstilsynets opfattelse, at de fleste SIFI-institutter kan opfylde NEP-kravene.

Målet med NEP-kravene er, at afviklingen af kapitalmæssigt udfordrede institutter skal kunne håndteres af private løsninger fremfor offentlige midler. Det samlede krav til hver enkelt dansk SIFI-koncern vil som minimum udgøre 8% af de samlede passiver (*Finanstilsynet (7)*). Minimumskravet på de 8% af instituttets samlede passiver skal sikre, at instituttet kan bidrage til finansieringen i evt. krisehåndteringssituation.

Som SIFI-institut skal Spar Nord opfylde deres NEP-krav fra 1. juli 2019, det er dog tilladt, at foranstillede gældsforpligtelse udstedt før 1. januar 2018 kan medregnes frem til 1. januar 2022.

For at imødekomme de nye kapitalkrav vil Spar Nord de kommende år gå fra

standardmetoden til IRB i forhold til opgørelse af kreditrisiko. Det vil være en fordel for banken, i forhold til hvordan de risikovægtede aktiver vil blive opgjort, idet risikovægtene typisk er væsentligt lavere ved denne metode.

6.3 Udviklingen i Spar Nords kapitalgrundlag

I nedenstående vil vi se på udviklingen i Spar Nords og DABs kapitalgrundlag i perioden ultimo 2014 til ultimo 2018, samt se på hvordan kapitalgrundlaget er sammensat.

Spar Nord har igennem perioden fra 2014 til 2018 haft en stabil udvikling i deres kapitalgrundlag, jf. figur 63.01 (*Bilag A*), idet der er sket en forbedring i den samlede kapitalbeholdning, som er steget fra 7.366 mio. kr. i 2014 til 9.691 mio.kr. ultimo 2018, svarende til en forbedring på ca. 31,6%. Den positive udvikling skyldes en stigning i den egentlig kernekapital fra 6.384 mio.kr efter fradrag til 7.549 mio.kr, hvoraf den største stigning sker i 2017, hvor den egentlige egenkapital stiger med 457 mio.kr, svarende til en stigning på 6,9%.

Dertil kommer, at Spar Nord gennem perioden i stigende omfang har udstedet såvel hybrid og supplerende kapital. Beholdningen af hybrid kapital efter fradrag stiger således fra 132 mio. kr. i 2014 til 838 mio. kr. i 2018. Mens den supplerende kapital øges fra 850 mio. kr. i 2014 til 1.304 mio. kr. i 2018.

Forbedringen af Spar Nords egenkapital kan henføres til flere forhold. Det faldende niveau for udgiftsførte nedskrivninger fra 715 mio. i 2014 til -6 mio. kr. i 2017 og 172 mio. kr. i 2018, har alt andet lige bidraget væsentligt til et forbedret resultat efter skat i perioden 614 mio. kr. i 2014 til 920 mio. kr. i 2018, hvilket har medført, at et stigende overskud kan overføres til egenkapitalen. Omvendt har udstedelsen af hybrid kapital i 2016 medført, at det årlige resultat efter skat reduceres med ca. 50 mio. kr. i rente til indehaverne af de hybride kapitalinstrumenter. Dertil kommer, de årlige udbyttebetalinger på ca. 50% af resultatet efter skat, som ligeledes reducerer det overførte overskud væsentligt.

Kapitalgrundlaget har således været stabilt stigende gennem perioden, men sammensætningen har ændret sig, således at den egentlige kernekapital i stigende omfang udgør en marginalt mindre andel af de samlede kapitalgrundlag. I 2014 udgjorde den 87%, mens den i 2018 udgør 78%. Hybrid kapital udgør i 2018 8,6% og supplerende kapital udgør 13,5%.

6.4 Udvikling i DABs kapitalgrundlag

DABs kapitalgrundlag har i perioden ligeledes udviklet sig positivt, idet bankens samlede kapitalbeholdning, jf. figur 64.01 (*Bilag A*) er steget fra 1.177 mio. kr. i 2014 til 1.428 mio. kr. i 2018, svarende til en forbedring på 21%. Den positive udvikling skyldes primært stigningen i den egentlige kernekapital fra 837 mio. kr. i 2014 til 1.077 mio. kr. i 2018, svarende til 29%.

Forbedringen af DABs kapitalgrundlag har til dels været påvirket af et lavere nedskrivningsniveau, idet de årligt udgiftsførte nedskrivninger er faldet fra 153 mio. kr. i 2014 til 8 mio. kr. i 2018, hvilket har bidraget væsentligt til forbedring af et i øvrigt svingende resultat efter skat fra 20 mio. kr. i 2014 til 95 mio. kr. i 2018. Den primære årsag til forbedringen skal dog findes i en række kapitaltransaktioner, som banken har foretaget i løbet af perioden. I 2015 foretog DAB en aktieemission på kr. 165 mio (*DABs årsregnskab 2015 s. 111*) samt en udstedelse af hybridkapital på kr. 262 mio. Herudover solgte DAB sine aktier i DLR Kredit for knap kr. 47 mio. i 2016 og i 2017 foretog banken yderligere en aktieemission på kr. 113 mio., mens der blev udstedt yderligere hybrid kapital i 2018 for 105 mio. kr. I perioden har DAB imidlertid også løbende delindfriet statslig hybrid kapital med kr. 310 mio. i 2015, kr. 113 mio. i 2017 og kr. 105 mio. i 2018, hvormed banken pr. juni 2018 havde indfriet den sidste del af deres statslige hybridlån (*DABs årsregnskab 2018*). I samme år tilbagekøbte DAB endvidere aktier i DLR Kredit for kr. 54 mio., samme aktier som DAB solgte i 2016 grundet en presset kapitalsituation.

DAB forventer desuden jf. en pressemeddelelse den 1. marts 2019 at sælge deres ejerandel i Spar Invest. DAB ejer 13,8% af aktierne, og salget af aktierne forventes at give DAB en indtægt på kr. 182 mio. efter skat. Jf. pressemeddelelsen på DABs hjemmeside bliver de kr. 182 mio. fordelt med kr. 161 mio. som ekstra skattefri indtægt og kr. 21 mio. i udbyttebetaling (*DAB (5)*)

Banken har desuden i marts 2019 foretaget en rettet aktieemission som gav at give ca. kr. 243 mio. i frisk aktiekapital. DAB forventer at indfri nuværende hybridkapital, hvilket forventes at give en årlig besparelse på ca. kr. 25 mio. i rente til indehaverne af de hybride kapitalinstrumenter. Dette kan dog tidligst ske i 2021.

Kapitalgrundlaget er stabilt forbedret i perioden frem til 2018, og markant forbedret i det estimerede kapitalgrundlag pr. april 2019 takket være de seneste kapitaltransaktioner.

Sammensætningen af kapitalgrundlaget har været noget skiftende undervej på grund af de mange modsatrettede kapitaltransaktioner. Tendensen over tid er dog, at den egentlige kernekapital udgør en stigende andel af kapitalgrundlaget. I 2014 udgjorde den 71%, i 2018 75% og i april 2019 81%. Omvendt udgør hybrid kapital en markant mindre andel, idet den falder fra 29% i 2014, til 17% i 2018 og 13% i april 2019. Supplerende kapital udgør ca. 7% 2018/2019.

6.5 Udvikling i kapitalprocenten

I perioden er den samlede kapitalprocent i Spar Nord steget med 3,0%-point fra 15,0% i 2014 til 18,0% i 2018, jf. figur 65.01 (*Bilag A*). Ser man på selve sammensætningen øges alle kapitaltyper, Egentlig kernekapital øges fra 13,03% til 15,40%, Hybrid kernekapital stiger fra 0,27% til 1,71% og supplerende kapital stiger fra 1,73% til 2,66%. Udviklingen følger samme tendens som selve kapitalgrundlaget, på trods af at de risikovægtede aktiver fra 2015 ligeledes stiger kraftigt fra 46,5 mia. kr. til 53,9 mia. kr. i 2018, svarende til 15%. Den stigende kapitalprocent er således udtryk for, at kapitalgrundlaget styrkes relativt mere end risikoeksponeringerne vokser, idet størrelsesforholdet mellem de to betyder, at selv en begrænset vækst i risikoeksponeringen kræver en markant vækst i kapitalgrundlaget for at opretholde samme kapitalprocent.

DABs kapitalprocent, jf. figur 65.02 (*Bilag A*) er steget fra 15,7% i 2014 til 16,2% i 2018. I perioden stiger DABs egentlige kernekapital fra 11,1% til 12,1%, Hybrid kernekapital falder fra 4,5% til 2,8% og supplerende kapital stiger fra 0% til 1,2%. Udviklingen i kapitalprocenten følger ikke helt udviklingen i DABs kapitalgrundlag, idet både den samlede kapitalprocent og den egentlige kernekapital udvikler sig stort set fladt over perioden. I modsætning til Spar Nord styrkes DABs kapitalgrundlag således ikke i samme grad, som de risikovægtede aktiver øges. Risikoeksponeringen øges gennem perioden fra 7,5 mia. kr. i 2014 til 8,9 mia. kr. i 2018, svarende til 18,7%, mens kapitalgrundlaget blev forbedret med 21%, hvilket altså ikke var tilstrækkeligt til at øge kapitalprocenten nævneværdigt.

Kapitalforøgelserne i første kvartal af 2019 vil dog medføre en markant forbedring i såvel den egentlige kernekapital og den samlede kapitalprocent. Ved en uændret risikoeksponering ift. ultimo 2018, vil den egentlige kernekapital således stige til 16,8% og den samlede kapitalprocent til 20,8%

6.6 Vurdering af kapitalgrundlag ift. kapitalkrav

For at kunne vurdere om Spar Nords og DABs kapitalgrundlag er tilstrækkelig stærkt, skal det afspejle bankernes aktuelle risikoprofil, således at der er plads til at kunne absorbere uventede tab, samtidig med at bankerne kan fortsætte den almindelige drift. Dette kræver, at Spar Nord og DAB til enhver tid overholder de tidligere beskrevne regulatoriske kapitalkrav. I modsat fald vil deres handlefrihed blive begrænset af Finanstilsynet via påbud, genopretningsplaner mv. Finanstilsynets sanktioner indtræder allerede ved brud på den yderste kapitalbuffer. Kapitalgrundlaget bør derfor indeholde en vis overdækning eller komfortbuffer, der tillader uventede hændelser, uden at banken overtræder et eller flere kapitalkrav.

Spar Nord har gennem hele perioden ligget indenfor et meget fornuftigt niveau ift. overholdelse af kapitalkravene. For at få en indikation af, hvad den maksimale kapacitet er for Spar Nord til at kunne påtage sig de forpligtelser og mulige risici, der er ved at overtage DAB, er det relevant at se på bankens overdækning. Dette vil kunne give et billede af, hvor meget banken maksimalt kan presses for forsæt at overholde kravene.

I figur 66.01 (*Bilag A*) er Spar Nords overdækning af kapital jf. CRR/CRD IV-kapitalkrav inkl. det individuelle solvenskrav. Vi vil tage udgangspunkt i tallene fra ultimo 2018 og får dermed en indikation af, hvordan Spar Nords overdækning er ved de aktuelle regulatoriske kapitalkrav. Opgørelsen viser, at Spar Nord har en overdækning på 4,99% af den samlede risikoeksponering. Dvs. at overdækningen udgør kr. 2.691 mio. og er fordelt med hhv. 4,96% egentlig kernekapital og 0,04% supplerende kapital. Det at størstedelen af overdækningen består af egentlig kernekapital betyder, at det kan anvendes ubegrænset på alle niveauer af kapitalkravene. Den egentlige kernekapital er samtidig den bedst egnede til at absorbere uventede tab.

Ser vi på opgørelsen, jf. figur 66.02 (*Bilag A*) ift. maksimale regulatoriske kapitalkrav, dvs. at kapitalbevaringsbufferen og den kontracykliske buffer begge øges til 2,5%, og SIFI-buffer er sat til 3%, vil Spar Nords overdækning falde til 0,49%, svarende til kr. 267 mio., hvoraf 0,46% består af egentlig kernekapital, og 0,04% består af supplerende kapital. Ved maksimale kapitalkrav vil vi vurdere Spar Nords overdækning som værende i den lave ende, således at der ikke er meget plads til udlånsvækst, idet det alt andet lige vil resultere i en vækst i bankens risikoeksponeringer. Ligeledes er der ikke meget plads til uventede tab, som vil reducere kapitalgrundlaget.

En tilsvarende opgørelse af den kapitalmæssige overdækning for DAB viser, jf. figur 66.03 (*Bilag A*), at DAB ved aktuelle kapitalkrav har en overdækning på 2,43% svarende til kr. 217 mio. bestående af egentlig kernekapital.

Ud fra de oplysninger vi har omkring salget af DABs Sparinvest aktier samt kommende aktieemission, har vi endvidere opgjort bankens overdækning ud fra følgende scenarie:

- Aktieemissionen giver kr. 243 mio. i frisk aktiekapital
- Salget af Spar Invest give en indtægt på kr. 182 mio. efter skat.
- Det antages, at DAB ikke indfrier nuværende hybrid kapital, da denne tidligst kan indfris i 2021

Såfremt vi medregner ovenstående antagelser i DABs overdækning, vil DAB ud fra nuværende kapitalkrav have en overdækning på 7,18%, svarende til kr. 640 mio.

Ved maksimale regulatoriske kapitalkrav uden ovenstående scenarieantagelser vil DAB, jf. figur 66.04 (*Bilag A*) have en overdækning på 0,43% svarende til kr. 39 mio. DABs overdækning består også her fuldt ud af egentlig kernekapital. Medregner vi antagelserne i scenariet vil DAB ved maksimale kapitalkrav have en overdækning på 5,18% svarende til kr. 462 mio.

Såfremt vi sammenligner Spar Nords overdækning med DABs, er DABs overdækning ultimo 2018 temmelig begrænset, idet uventede tab på kr. 217 mio. ikke synes usandsynlige, givet bankens historik med årligt udgiftsførte nedskrivninger på hhv. kr. 118 mio. så sent som i 2015, kr. 153 mio. i 2014 og kr. 524 mio. i 2013. På den anden side synes det at være en tilstrækkelig overdækning til at understøtte den aktuelle vækst i de risikovægtede eksponeringer, idet 217 ved et regulatorisk kapitalkrav på 13,6% svarer til en vækst i de risikovægtede eksponeringer på kr. 1.596 mio.³ I 2018 steg de risikovægtede eksponeringer således blot med kr. 623 mio. Anvender vi i stedet den estimerede overdækning på kr. 640 mio., givet scenarieantagelserne ovenfor, ser situationen mere fornuftig ud, idet denne overdækning bedre rummer plads til uventede tab i den nødvendige størrelsesorden, ligesom overdækningen tillader en vækst i de risikovægtede eksponeringer på kr. 4.706 mio. Der skal dog fortsat ikke mere end et par dårlige år med høje uventede tab til for at presse kapitalgrundlaget under den aktuelle regulatoriske kapitalprocent.

³ Vækst i risikoeksponeringer = kapitaloverdækning / regulatorisk kapitalprocent.

Spar Nord overdækning ultimo 2018 på kr. 2.691 mio. ser i høj grad fornuftig ud givet bankens nedskrivningshistorik på kr. 373 mio. i 2015, kr. 603 mio. i 2014 og kr. 716 mio. i 2013. Samtidig tillader overdækningen ved et regulatorisk kapitalkrav på 13,0% en vækst i de risikovægtede aktiver på kr. 20.700 mio. Dette er væsentligt mere end de risikovægtede aktiver er steget med i nogen af de seneste 5 år, hvor den største vækst med kr. 4.312 mio. skete i 2018.

Ud fra ovenstående har DAB i nogen grad og i særdeleshed Spar Nord en tilfredsstillende komfortbuffer til at imødekomme uventede tab og fremtidig vækst i de risikovægtede aktiver.

6.7 Delkonklusion

Spar Nords kapitalbeholdning er steget med kr. 2.325 mio., hvilket er en stigning på 31,6% i perioden fra 2014-2018. Stigningen kan primært henføres til en stigning i Spar Nords egentlige kernekapital på kr. 1.165 mio. svarende til en forbedring af den egentlige kernekapital på 18,2%. Dertil kommer udstedelse af såvel hybrid og supplerende kapital gennem perioden, så beholdningen øges med hhv. kr. 706 mio. og kr. 454 mio.

I samme periode er den samlede kapitalprocent steget med 3%-point til 18,0% i 2018. Den samlede kapitalprocent er fordel på 15,4% egentlig kernekapital, 1,7% hybrid kapital og 2,7% supplerende kapital. Udviklingen i kapitalprocenten følger samme positive udvikling som kapitalgrundlaget, trods en stigning i de risikovægtede aktiver fra 2014-2018 på 15%. Dette skyldes, at kapitalgrundlaget er blevet styrket relativt mere end de risikovægtede aktiver er vokset.

Spar Nord har ultimo 2018 en overdækning på 4,99% af den samlede risikoeksponering ved Spar Nords aktuelle regulatoriske kapitalprocent på 13,0%. Af denne overdækning udgøres 4,96%-point af egentlig kernekapital. Omregnet til beløb udgør overdækningen kr. 2.691 mio., hvilket vi vurderer er mere end tilstrækkeligt til at modstå såvel store uventede tab, bankens nedskrivningshistorik taget i betragtning. Desuden er overdækningen ligeledes tilstrækkelig til at understøtte en ekstraordinær vækst i de risikovægtede aktiver, idet beløbet svarer til en stigning i risikoeksponeringen på kr. 20.700 mio., svarende til en vækst på 38,4%.

DABs kapitalbeholdning er steget med kr. 251 mio. i perioden 2014-2018 og forventes at stige med yderligere kr. 425 mio. i første kvartal 2019, givet en rettet aktieemission og salg kapitalandele i Spar Invest. Tilsammen giver det en stigning på i kapitalgrundlaget på 57,2%.

Heraf udgør stigningen i egentlig kernekapital den største andel, i denne kapitaltype stiger med kr. 664 mio. svarende til 79,3% i forhold til den egentlige egenkapital i 2014. Derudover er mængden af hybrid kapital reduceret med kr. 93 mio., mens supplerende kapital er øget med kr. 104 mio.

DABs kapitalprocent er i perioden frem til ultimo 2018 blot øget med 0,5%-point til 16,2%, mens den stiger med yderligere 4,6%-point til 20,8% i 1. kvartal 2019 under forudsætning af, at de risikovægtede aktiver er uændrede i forhold til ultimo 2018. Den estimerede samlede kapitalprocent ultimo 1. kvartal 2019 er fordelt på 16,8% egentlig kernekapital, 2,8% hybrid kapital og 1,2% supplerende kapital. Når kapitalprocenten frem til ultimo 2018 ikke steg i samme grad som kapitalgrundlaget skyldes det, at DABs risikovægtede aktiver i perioden er vokset relativt mere end kapitalgrundlaget.

DAB har ultimo første kvartal 2019 en estimeret overdækning på 7,18% af den samlede risikoeksponering, givet bankens aktuelle regulatoriske kapitalprocent på 13,6%. Dette svarer til kr. 640 mio. Dette beløb er tilstrækkeligt til at understøtte en vækst i de risikovægtede aktiver på kr. 4.706 mio. svarende til en stigning på 52,8%. Overdækningen er imidlertid relativt begrænset i forhold til at absorbere uventede tab, idet et par år med store tab i samme størrelsesorden som bankens nedskrivningsniveau i 2013-2014, vil betyde, at kapitalprocenten bliver presset.

DABs kapitalgrundlag er således tilstrækkeligt under de nuværende konjunkturforhold, men det kan vise sig utilstrækkeligt ved en hård recession.

I forhold til et opkøb er kapitaloverdækningen i Spar Nord så stor, at den synes tilstrækkelig til at absorbere et eventuelt underskud i DABs kapitalgrundlag i tilfælde af en hård recession med ekstraordinært store tab i den del af fusionsbankens forretning, der stammer fra DAB.

7 Performance

I dette afsnit vil vi foretage en performanceanalyse af hhv. Spar Nord og DAB med henblik på at belyse rentabiliteten af aktiverne i hhv. Spar Nord og DAB. Formålet med dette er at vurdere hvordan en evt. sammenlægning vil påvirke rentabiliteten i Spar Nord. Vurderingen vil ske dels gennem en analyse af basisindtjeningen i bankerne, dels gennem en analyse af bankernes evne til at forrente egenkapitalen.

For at kunne vurdere holdbarheden af bankernes rentabilitet, og hvilken retning bankernes rentabilitet bevæger sig, vil vi gennem hele performanceanalysen betragte udviklingen i bankernes respektive resultater gennem perioden 2013-2018. Vi sammenholder desuden gennemgående bankernes respektive udviklinger med den generelle udvikling i sektoren som helhed. Som udtryk for sektorens udvikling anvender vi resultaterne for grp. 1-3 bankerne.⁴

Vi belyser basisindtjeningen via en analyse af udviklingen i hhv. basisindtægterne og basisomkostningerne. Analysen af basisindtægterne har til formål at undersøge, hvor sund bankernes eksisterende forretning er i forhold til at generere stabile indtægter, og hvordan den relative fordeling er mellem indtægtskilderne. I den forbindelse bryder vi basisindtægterne op i dækningsbidrag for bankernes fire grundlæggende forretningsområder, hhv. traditionelt udlån, traditionelt indlån, gebyrer og provisioner samt øvrige forretninger (*Raaballe et al. 2014*). Dækningsbidraget fra traditionelt udlån, definerer vi som den marginale renteindtjening fra regnskabsposten ”Udlån og andre tilgodehavender” fratrasket reverse udlån, hvor den marginale renteindtjening er udlånsmarginalen gange det gennemsnitlige traditionelle udlån. Udlånsmarginalen finder vi som renten på det gennemsnitlige traditionelle udlån fratrasket pengemarkedsrenten i form af renten på 3-måneders danske statsobligationer (*investing.com (1)*). Dækningsbidraget fra traditionelt indlån definerer vi tilsvarende som den marginale renteindtjening fra regnskabsposten ”Indlån og anden gæld” fratrasket repo-indlån. Dækningsbidraget fra gebyrer og provisioner er identisk med regnskabsposten ”nettogebyr- og provisionsindtægter”. Øvrige forretninger definerer vi herefter som risidualet efter de tre foregående forretningsområder er trukket fra de samlede basisindtægter. Dækningsbidraget fra øvrige forretninger består således af øvrige nettorenteindtægter i form af obligationsrenter, renter fra centralbanker og kreditinstitutter og renter til efterstillede kapitalindskud, herunder hybrid kapital, samt handelsindtægter i form af kursgevinster og aktieudbytte og endelig andre driftsindtægter, herunder resultat af kapitalandele i associerede og tilknyttede virksomheder.

Efter at have klarlagt bankernes basisindtægter vil vi videre analysere basisomkostningerne med henblik på at afdække bankernes evne til at genere indtjening ud af indtægterne.

Herefter vil vi analysere i hvilket omfang Spar Nord og DAB er i stand til at forrente egenkapitalen, dvs. generere afkast til ejerne. Dette vi ske gennem en opgørelse af

⁴ Sektortallene dækker kun perioden frem til 2017 pga. begrænsninger i kildematerialet.

egenkapitalforretningen (ROE), som vi derefter nedbryder i de underliggende drivkræfter bag ROE i form af overskudsgrad, dækningsgrad, omsætningshastighed, gearing og skatteeffektivitet. (ECB, 2010 s. 18).⁵ Formålet med at nedbryde ROE i drivkræfterne, er at få et dybere indblik i ROE og dermed i bæredygtigheden udviklingen i ROE. Overskudsgraden angiver i denne sammenhæng forholdet mellem bundlinjen og basisindtjeningen, dvs. hvor meget af basisindtjeningen er tilbage efter nedskrivninger. Dækningsgraden angiver forholdet mellem basisindtjening før nedskrivninger og basisindtægterne, dvs. hvor meget af basisindtægterne er tilbage efter basisomkostninger. Aktivernes omsætningshastighed angiver forholdet mellem basisindtægter og aktiver, dvs. hvor meget omsætning genererer aktiverne. Gearingen angiver forholdet mellem aktiver og egenkapital og er dermed et udtryk for den solvensrisiko, der forbundet med indtjeningen.

Vi definerer overordnet ROE således (Gup et Kolonari, 2005 s. 65):

$$ROE = \frac{\text{Resultat efter skat} - \text{Renter til hybrid kapital}}{\text{GNS egenkapital}}$$

Nedbrudt i drivkræfter definerer vi ROE således (ECB, 2010 s. 18):

$$ROE = \text{Overskudsgrad} * \text{Dækningsgrad} * \text{Omsætningshastighed} * \text{Gearing} * \text{Skatteeffekt}$$

Hvilket vi yderligere udspecificerer således:

$$ROE = \frac{\text{Resultat før skat}}{\text{Basisindtjening}} * \frac{\text{Basisindtjening}}{\text{Basisindtægter} - \text{Renter hybrid kapital}} * \frac{\text{Basisindtægter} - \text{Renter hybrid kapital}}{\text{Gns.aktiver} - \text{puljemidler}} * \frac{\text{GNS aktiver} - \text{puljemidler}}{\text{GNS egenkapital}} * \frac{\text{Resultat efter skat}}{\text{Resultat før skat}}$$

7.1 Basisindtægter

I dette afsnit vil vi som beskrevet indledningsvis se nærmere på indtægtsgrundlaget i Spar Nord og DAB i form af basisindtægterne. Overordnet kan vi konstatere, at basisindtægterne samlet set er svagt faldende i Spar Nord, kraftigt faldende i DAB, mens de har været stigende i sektoren som helhed, dog med et kraftigt dyk i 2017. Denne udvikling er illustreret i nedenstående tabel, hvor Spar Nords og DABs basisindtægter i 2018 er faldet til hhv. indeks 96 og 77 ift. 2013, mens sektorens falder til indeks 95 i 2017 efter at have været oppe på indeks 107 i 2016.

⁵ Faktoren skatteeffektivitet er vores tilføjelse.

Tabel 71.01: Indekseret udvikling i basisindtægter

Bank	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Spar Nord	100	101	103	97	95	96
DAB	100	100	85	79	80	77
Grp. 1-3	100	106	104	107	95	-

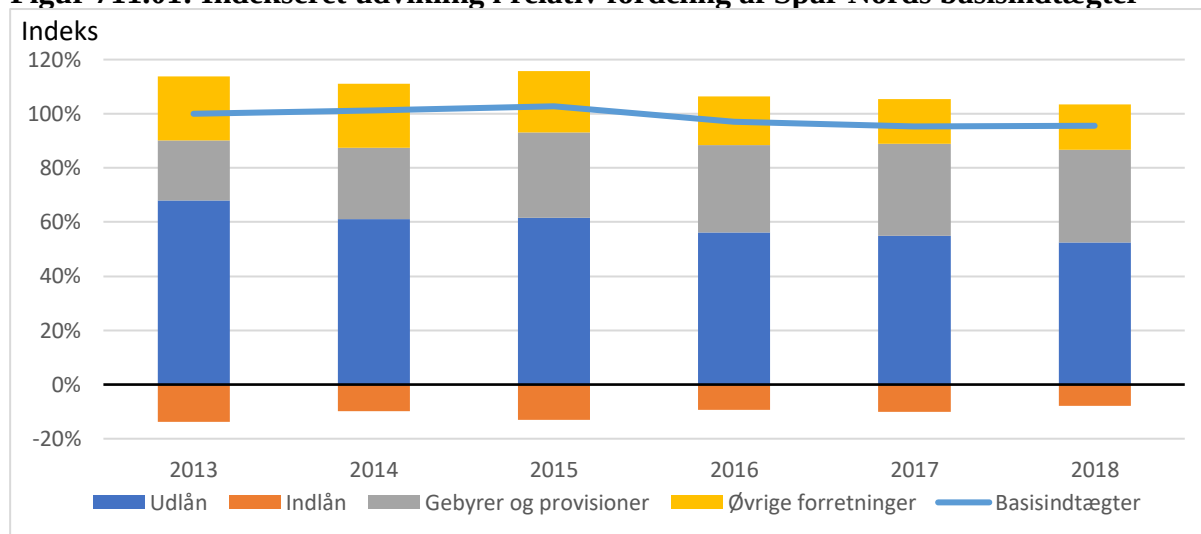
Kilde: Egen tilvirkning jf. Årsregnskaber for DAB og Spar Nord 2013-2018 samt Statistisk materiale for pengeinstitutter 2012-2017 fra Finanstilsynet

Nedenfor nedbryder vi som beskrevet indledningsvis basisindtægterne i dækningsbidrag fra de grundlæggende forretningsområder, hhv. traditionelt udlån, traditionelt indlån, gebyrer og provisioner samt øvrige forretninger.

7.1.1 Sammensætningen af Spar Nords basisindtægter

I figuren nedenfor ses den indekserede udvikling i den relative fordeling af dækningsbidragene fra de grundlæggende forretningsområder i Spar Nord fra 2013-2018, hvor dækningsbidragets indekstal er opgjort som dækningsbidragets andel af basisindtægterne i 2013. Summen af dækningsbidragenes indekstal i et givent år giver således indekstallet for samme års samlede basisindtægter i forhold til 2013. Den væsentligste årsag til de vigende basisindtægter hos Spar Nord er dækningsbidraget fra udlånsforretningen, som falder fra indeks 68 i 2013 til 52 i 2018. Hertil kommer, at øvrige forretninger ligeledes falder fra indeks 24 til 17 fra 2013 til 2018. Til gengæld stiger dækningsbidraget fra gebyrer og provisioner fra indeks 22 til 34, ligesom underskuddet i dækningsbidraget fra indlånsforretningen er forbedret en anelse fra indeks -14 i 2013 til -8 i 2018.

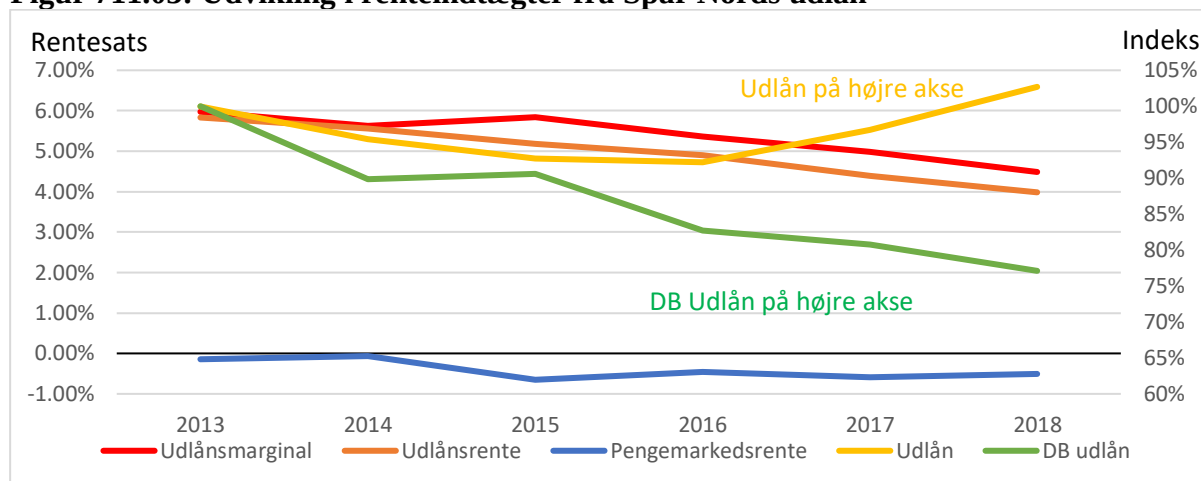
Figur 711.01: Indekseret udvikling i relativ fordeling af Spar Nords basisindtægter



Kilde: Egen tilvirkning jf. årsregnskaber for Spar Nord 2013-2018

I tabel 711.02 (*Bilag A*) ses udviklingen i dækningsbidragenes andel af samme års basisindtægter. Her fremgår det tydeligt, at udviklingen i størrelsen af de enkelte dækningsbidrag har bevirket, at basisindtægterne i højere grad består af gebyrer og provisioner end renteindtægter, idet førstnævnte nu udgør 36% mod 22% i 2013. Dvs. basisindtægterne i Spar Nord er blevet væsentligt mere transaktionsbaserede.

Figur 711.03: Udvikling i renteindtægter fra Spar Nords udlån



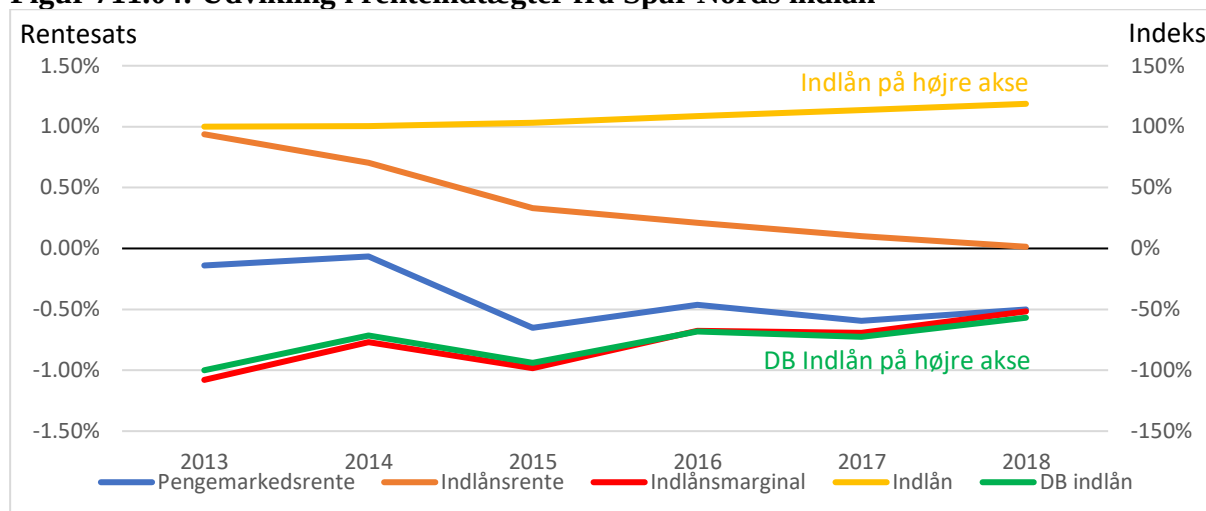
Kilde: Egen tilvirkning jf. årsregnskaber for Spar Nord 2013-2018

Årsagen til de vigende renteindtægter fra udlånet skal findes i en kraftigt faldende udlånsrente. Som det fremgår af nedenstående figur, er udlånet i 2018 steget til indeks 103 ift. udlånet i 2013, mens dækningsbidraget fra udlånet er faldet til indeks 77.

Pengemarkedsrenten har udviklet sig fladt, om end svagt faldende fra -0,14% i 2013 til -0,50%, hvilket styrker udlånsmarginalen, men samtidig er udlånsmarginalen faldet fra 5,97% i 2013 til 4,94% i 2018. Faldet i dækningsbidraget fra udlån skyldes derfor alene øget konkurrence på udlånsrenten, som har presset den gennemsnitlige udlånsrente i Spar Nord ned fra 5,83% i 2013 til 3,98% i 2018.

Forbedringen af underskuddet i dækningsbidraget fra indlån, kan omvendt primært henføres til den gennemsnitlige indlånsrente, som er faldet fra 0,94% i 2013 til 0,01% i 2018. Indlånet er i samme periode vokset til indeks 119. Når der fortsat er underskud på indlånsforretningen, skyldes det, faldet i pengemarkedsrenten, som betyder, at Spar Nord vil være nødt til at sænke den gennemsnitlige indlånsrente til ca. -0,50% for at eliminere indlånets negative dækningsbidrag.

Figur 711.04: Udvikling i renteindtægter fra Spar Nords indlån



Kilde: Egen tilvirkning jf. årsregnskaber for Spar Nord 2013-2018

7.1.2 Sammensætningen af DABs basisindtægter

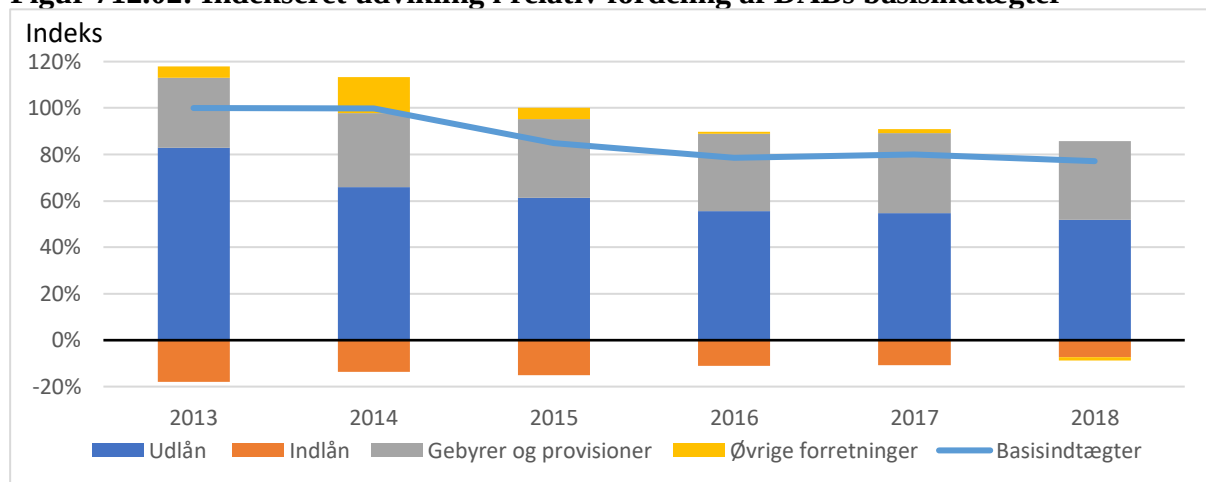
Den indekserede udvikling i dækningsbidragenes relative andel af DABs basisindtægter, har udviklet sig efter samme overordnede tendens som hos Spar Nord, om end udviklingen er mere udtalt, hvilket resulterer i de kraftigt forringede samlede basisindtægter (indeks 77).

Dækningsbidraget fra udlånsforretningen er faldet fra et relativt indeks på 83 ift.

basisindtjeningen i 2013 til indeks 52 i 2018, mens dækningsbidraget fra øvrige forretninger er blevet negativt qua et fald fra indeks 5 i 2013 til indeks -2 i 2018. Indlånsforretningens i forvejen negative dækningsbidrag er dog forbedret fra indeks -18 til -7 i 2018.

Dækningsbidraget fra gebyrer og provisioner har imidlertid ikke bidraget i nogen væsentlig grad ift. at kompensere faldet i udlånsforretningen, idet det kun er steget fra indeks 30 til 34.

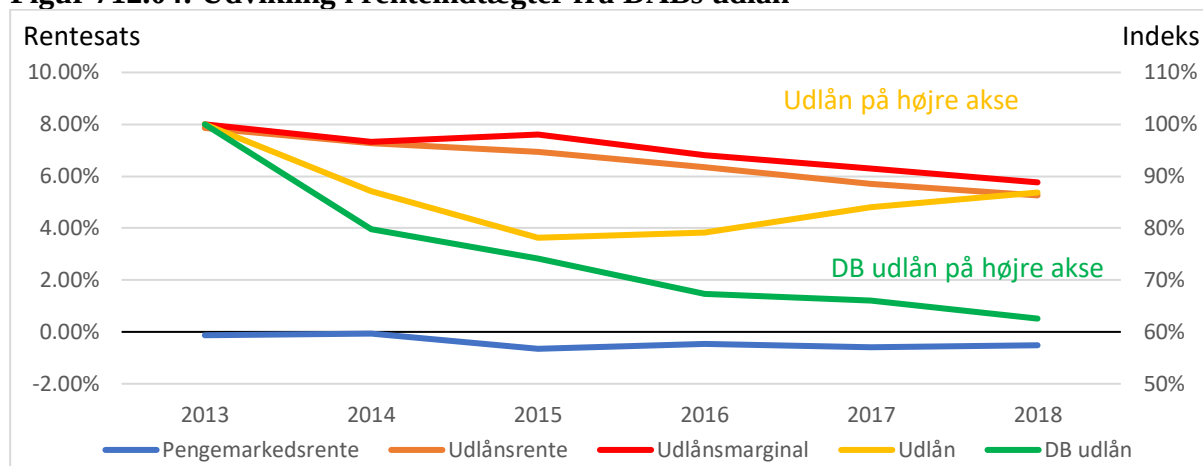
Figur 712.02: Indekseret udvikling i relativ fordeling af DABs basisindtægter



Kilde: Egen tilvirkning jf. årsregnskaber for DAB 2013-2018

Som konsekvens er basisindtægterne i DAB nu i endnu højere grad end hos Spar Nord baseret på gebyrer og provisioner, idet denne indtægtskilde, jf. tabel 712.03 (*Bilag A*) nu udgør 44% af basisindtægterne i 2018 mod 30% i 2013. Udlånet bidrager med 67% af basisindtægterne i 2018, mens øvrige forretninger og indlånet begge er underskudsforretninger for DAB med hhv. -2% og -9%.

Figur 712.04: Udvikling i renteindtægter fra DABs udlån

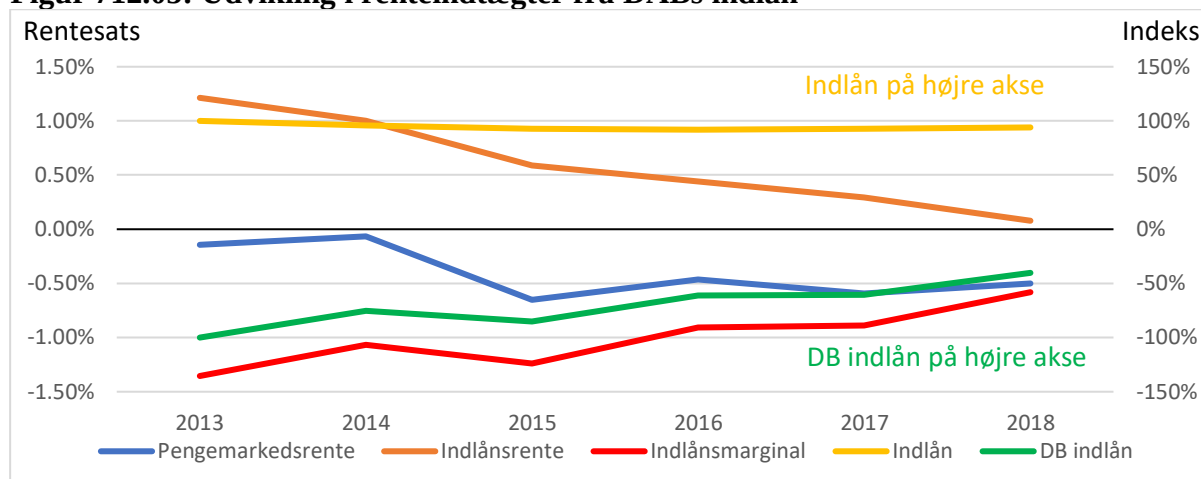


Kilde: Egen tilvirkning jf. årsregnskaber for DAB 2013-2018

Det kraftige fald i DABs dækningsbidrag fra udlånet, som falder til indeks 63 ift. dækningsbidraget i 2013, kan ligesom hos Spar Nord primært henføres til en faldende gennemsnitlig udlånsrente. Udlånsrenten hos DAB falder endda med hele 2,60%-point fra 7,86% i 2013 til 5,26% i 2018, hvilket resulterer i en udlånsmarginal på 5,76%. Samtidigt er udlånet imidlertid også på et lavere niveau ift. 2013, nemlig indeks 87, om end niveauet er stigende fra indeks 78 i 2015. Dette indikerer, at DAB i endnu højere grad end Spar Nord er ramt af øget konkurrence på udlånsforretningen, idet DAB for at vende den negative udvikling i udlånsomfanget har været nødt til at sænke sin udlånsmarginal relativt mere end Spar Nord.

Den kraftige forbedring af DABs indlånsforretning, som stiger til indeks -40 ift. 2013, kan ligesom hos Spar Nord henføres til en faldende indlånsrente. DAB har ligesom med udlånsrenten sænket den gennemsnitlige indlånsrente kraftigere end Spar Nord, nemlig med 1,13%-point fra 1,21% i 2013 til 0,08% i 2018, hvilket giver en indlånsmarginal på -0,58%. Samtidig er omfanget af indlånet nedbragt til indeks 94 ift. 2013.

Figur 712.05: Udvikling i renteindtægter fra DABs indlån

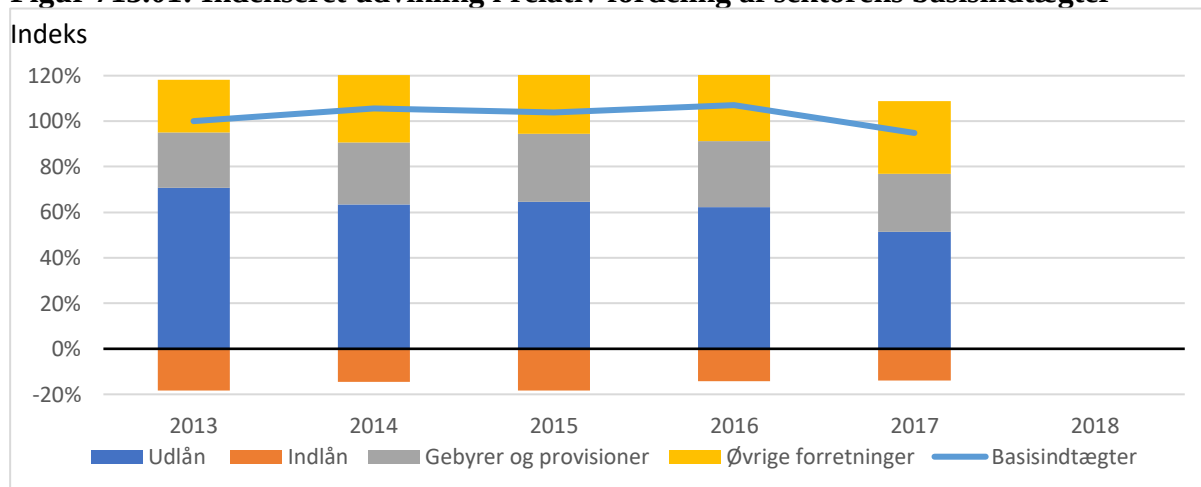


Kilde: Egen tilvirkning jf. årsregnskaber for DAB 2013-2018

7.1.3 Sammensætningen af Grp. 1-3s basisindtægter

Den indekserede udvikling i dækningsbidragenes relative andel af sektorens basisindtjening ser lidt anderledes ud end hos både Spar Nord og DAB. Den relative andel af dækningsbidraget fra udlån falder også her væsentligt, nemlig fra indeks 71 i 2013 til indeks 52 i 2018 ift. basisindtægterne i 2013. Ligeledes forbedres også underskuddet i indlånsforretningen, men kun i mindre grad, nemlig fra indeks -18 til -14. Dækningsbidraget fra gebyrer og provisioner stiger derimod ikke fra udgangspunktet på indeks 24 i 2013, idet det ender på indeks 25 i 2018 efter at have rundet indeks 30 i 2015. Til gengæld stiger øvrige forretninger fra indeks 23 i 2013 til 32 i 2018, hvilket primært skyldes højere indtægter fra resultat af kapitalandele i tilknyttede og associerede virksomheder samt kursreguleringer og udbytte.

Figur 713.01: Indekseret udvikling i relativ fordeling af sektorens basisindtægter

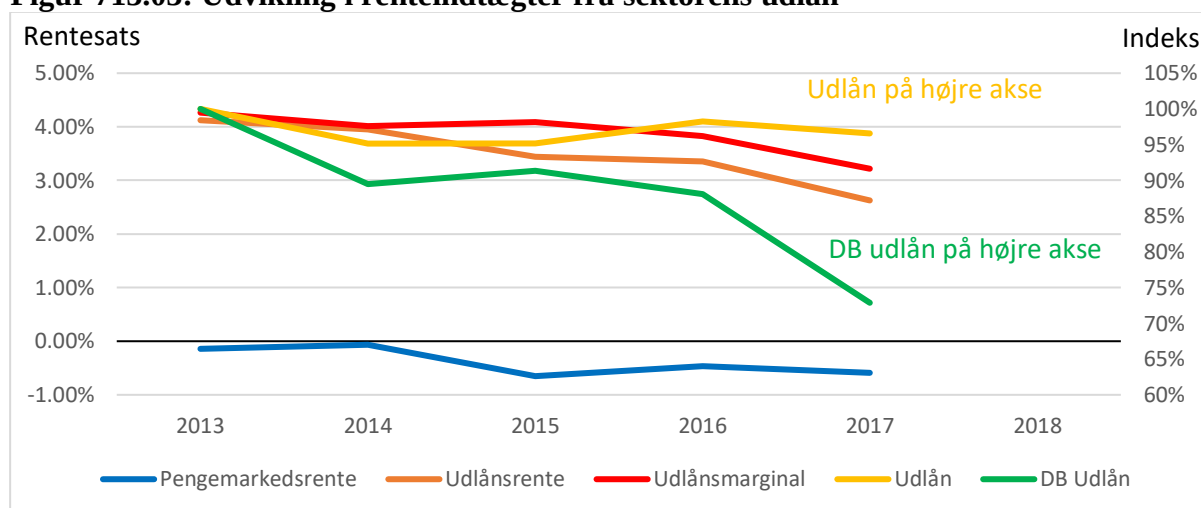


Kilde: Egen tilvirkning jf. Statistisk materiale for pengeinstitutter 2013-2017 fra Finanstilsynet

Indtægtskilderne til sektorens basisindtægter er således mere varierede end hos både DAB og Spar Nord, idet gebyrer og provisioner, jf. tabel 713.02 (*Bilag A*), fortsat kun udgør 27% af basisindtægterne i 2017, mens øvrige forretninger udgør 34%. Omvendt udgør den traditionelle rentebaserede del af basisindtægterne også i sektoren som helhed en væsentlig mindre andel, idet udlånet i 2017 kun udgør 54%, mens indlånet med -15% fortsat er en betydelig underskudsforretning. Indlånets relative andel svarer til niveauet hos DAB i 2017 på -14%, mens andelen hos Spar Nord var -10% i 2017.

Ligesom hos DAB og Spar Nord drives faldet i sektorens samlede dækningsbidrag fra udlån af en faldende udlånsrente. Udlånet holder sig konstant omkring indeks 95-100 ift. 2013, mens udlånsrenten falder fra 4,12% i 2013 til 2,63% i 2017. Pengemarkedsrentens fald begrænser faldet i udlånsmarginalen, så den lander på 3,22% i 2017, dvs. et fald på 0,79%-point. Denne udvikling bekræfter, at det er priskonkurrencen på udlånsområdet i sektoren, der driver faldet i forretningsområdets dækningsbidrag. I den forbindelse bør det bemærkes, at faldet i udlånsmarginalen hos DAB på 1,71%-point i 2017 er væsentligt større end sektorens gennemsnit, mens Spar Nords udlånsmarginal med 0,99%-point kun falder lidt mere end sektorens. Både DAB og Spar Nord har med hhv. 5,76% og 4,49% i 2018 endvidere fortsat højere udlånsmarginale end sektorens gennemsnit i 2017. Spar Nord har imidlertid med indeks 107 et stigende udlånsomfang, mens DABs udlån som nævnt er faldet til indeks 87. Ud fra disse betragter klarer Spar Nords udlånsforretning sig bedre end sektorens, mens DAB klarer sig ringere.

Figur 713.03: Udvikling i renteindtægter fra sektorens udlån

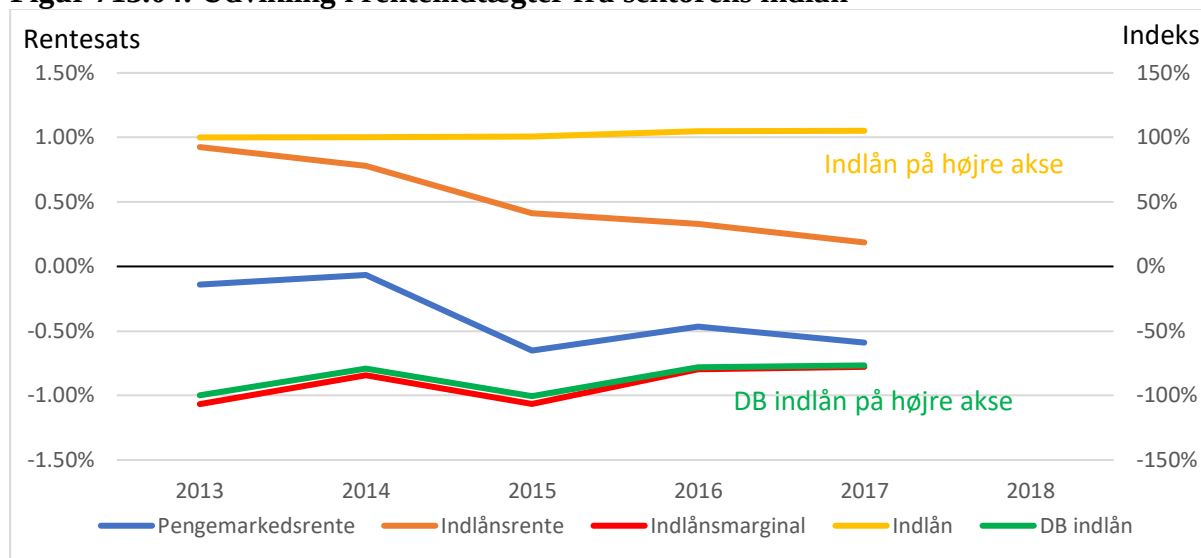


Kilde: Egen tilvirkning jf. Statistisk materiale for pengeinstitutter 2013-2017 fra Finanstilsynet

Forbedringen af underskuddet i sektorens indlånsforretning er ligesom hos DAB og Spar Nord drevet af en kraftigt faldende indlånsrente, som går fra 0,93% i 2013 til 0,19% i 2017,

hvilket giver en indlåsmarginal på -0,77% i 2017. Samtidig stiger indlånet imidlertid til indeks 105, hvilket dæmper forbedringen af forretningen i et vist omfang. Niveaueet for både indlåsmarginalen og udlån placerer sig midt mellem DAB og Spar Nord, som hhv. havde indlåsmarginaler på -0,89% og -0,69 i 2017, og et indlånsomfang på hhv. indeks 93 og 114. Dvs. Spar Nord præsterer således væsentligt bedre end sektoren på indlånsområdet, mens DAB også her præsterer ringere resultater end sektoren.

Figur 713.04: Udvikling i renteindtægter fra sektorens indlån



Kilde: Egen tilvirkning jf. Statistisk materiale for pengeinstitutter 2013-2017 fra Finanstilsynet

7.2 Basisomkostninger og indtjening

Vi vender nu blikket mod udviklingen i basisomkostningerne og deres sammensætning. Vi indleder med en sammenligning af udviklingen i nøgletallet indtægter pr. omkostningskrone for Spar Nord, DAB og grp. 1-3, som viser forholdet mellem de samlede basisindtægter og basisomkostninger, hvilket samtidig viser udviklingen basisindtjeningen, dvs. basisindtægter efter basisomkostninger. Derefter nedbryder vi udviklingen i basisomkostningerne i tre overordnede omkostningskilder, hhv. personaleudgifter, af- og nedskrivninger og administrationsudgifter, hvor sidstnævnte opdeles i hhv. IT-udgifter og andre administrationsudgifter. Denne nedbrydning har til formål at undersøge udviklingen i omkostningsstrukturen i forhold den samlede omkostningsudvikling.

Overordnet kan vi konstatere, at Spar Nord gennem hele perioden fra 2013-2018 har haft en væsentligt stærkere basisindtjening end DAB, idet Spar Nord tjener ml. 1,62–1,74 kr. pr. omkostningskrone, mens DAB kun tjener ml. 1,20-1,34 kr. For begge banker er der dog tale om en nedadgående udvikling, hvor overskuddet efter omkostninger bliver stadig mindre.

Spar Nord slutter således 0,11 kr. lavere i 2018 end i 2013, mens DAB slutter 0,06 kr. lavere. Sektorens basisindtjening ligger igennem perioden 2013-2017 i niveauet ml. 1,47-1,97 kr. og udviklingen er opadgående, således at de slutter 0,33 kr. højere i 2017 end i 2013. Spar Nord starter således ud med en stærkere basisindtjening i 2013 end sektoren, men ender med et væsentligt lavere niveau i 2017, idet sektoren tjener 1,97 kr. pr. omkostningskrone mod Spar Nord, der kun tjener 1,62 kr. samme år. DABs basisindtjening er derimod væsentligt lavere end sektorens, hvilket i høj grad kan henføres til de kraftigt faldende basisindtægter, som vi så i tidligere afsnit. Spar Nords lavere basisindtjening kan imidlertid ikke henføres til basisindtægterne, idet de lander på samme indekstal i 2017 som sektorens, jf. tidligere afsnit.

Tabel 72.01: Udvikling i indtægter pr. omkostningskrone

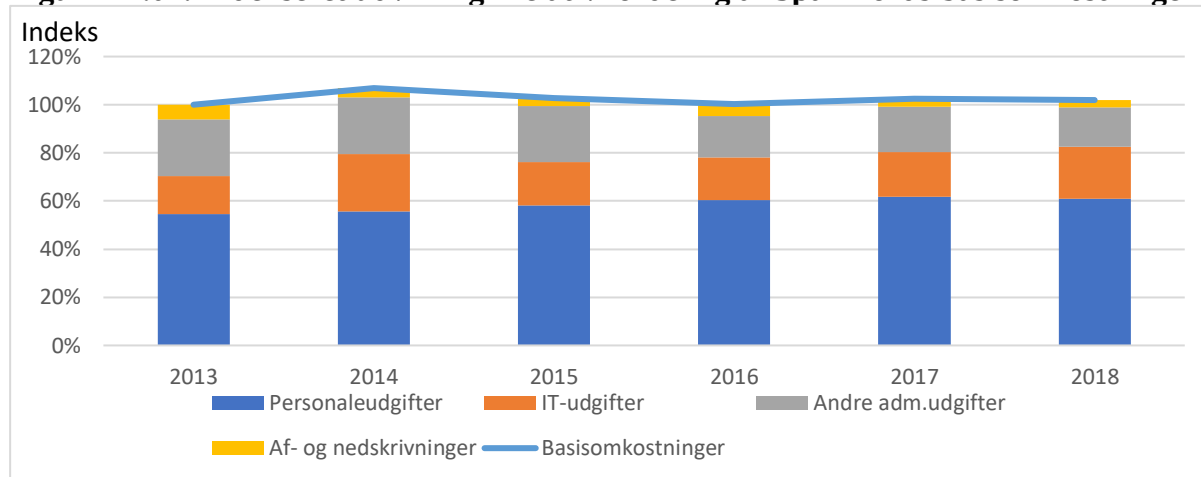
Kr.	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Spar Nord	1,74	1,65	1,74	1,68	1,62	1,63
DAB	1,26	1,34	1,22	1,20	1,27	1,20
Grp. 1-3	1,64	1,47	1,62	1,85	1,97	

Kilde: Egen tilvirkning jf. Årsregnskaber for DAB og Spar Nord 2013-2018 samt Statistisk materiale for pengeinstitutter 2012-2017 fra Finanstilsynet

7.2.1 Sammensætningen af Spar Nords basisomkostninger

Spar Nords basisomkostninger holder sig gennem hele perioden på et stabilt om end svagt stigende niveau, som toppe i 2014 med indeks 107 og slutter i indeks 103 i 2018.

Figur 721.01: Indekseret udvikling i relativ fordeling af Spar Nords basisomkostninger



Kilde: Egen tilvirkning jf. årsregnskaber for Spar Nord 2013-2018

Den lille stigning i omkostningerne kan primært henføres til personaleudgifterne, som stiger fra et relativt indekstal på 55 i 2013 til 61 i 2018, målt som andelen af de samlede basisomkostninger i 2013. Dertil kommer, at IT-udgifterne stiger fra et relativt indekstal på 16 til 21 i 2018. Omvendt falder andre administrationsudgifter fra et relativt indeks 23 i 2013 til

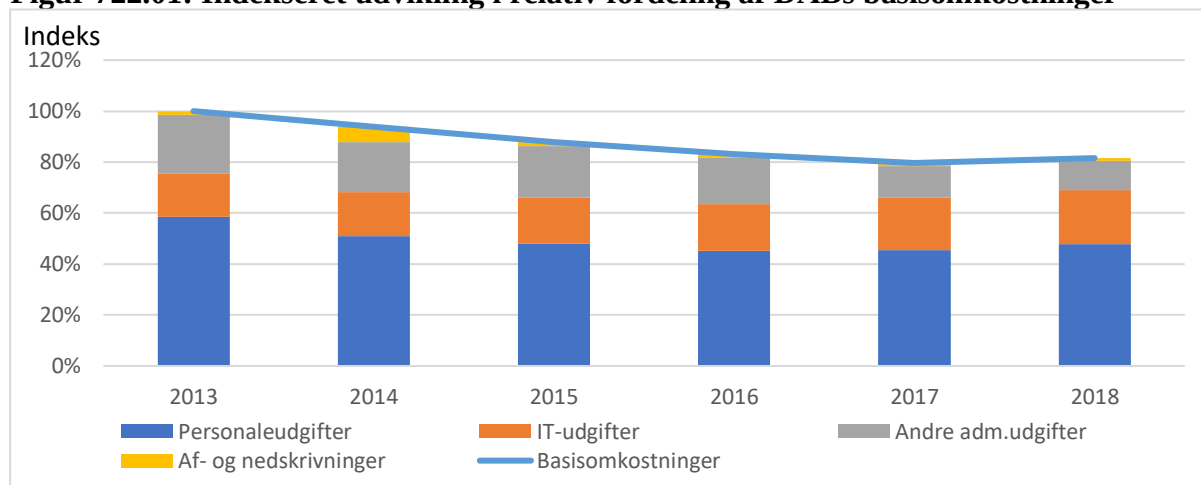
16 i 2018, hvilket betyder, at administrationsudgifter inkl. IT-udgifter samlet falder fra et relativt indeks 39 i 2013 til 37 i 2018. Derudover falder af- og nedskrivninger ligeledes fra et relativt indekstal på 6 i 2013 til 3 i 2018.

Selvom omkostningsniveauet udvikler sig fladt i Spar Nord har omkostningsstrukturen over perioden ændret sig, således at personale- og IT-udgifter, jf. tabel 721.02 (*Bilag A*) er blevet væsentlig større, således at de tilsammen udgør 81% af omkostningerne i 2018 mod 71% i 2013, mens øvrige omkostninger således falder fra 29% i 2013 til 19% i 2018. Stigende personale- og IT-udgifter, kombineret med svagt faldende basisindtægter, er dermed årsagen til, at Spar Nords basisindtjening i form af basisindtægter pr. omkostningskrone falder fra 1,71 kr. i 2013 til 1,64 2018.

7.2.2 Sammensætningen af DABs basisomkostninger

DAB basisomkostninger falder betydeligt fra 2013 til 2018, idet de falder kontinuerligt til indeks 80 i 2017, hvorefter de stiger en anelse til indeks 81 i 2018. De faldende omkostninger kan primært henføres til personaleudgifterne, som falder fra et relativt indekstal på 59 i 2013 til 45 i 2016 og 2017, stigende til 48 i 2018, opgjort som andelen af de samlede basisomkostninger i 2013. Samtidig falder også andre administrationsomkostninger fra et relativt indeks på 23 i 2013 til 11 i 2018, ligesom af- og nedskrivninger falder fra en anelse fra indeks 2 til 1. IT-udgifter stiger derimod fra et relativt indekstal på 17 i 2013 til 21 i 2018. Samlet falder administrationsudgifter inkl. IT-udgifter dermed samlet set fra et relativt indeks 40 i 2013 til 32 i 2018.

Figur 722.01: Indekseret udvikling i relativ fordeling af DABs basisomkostninger



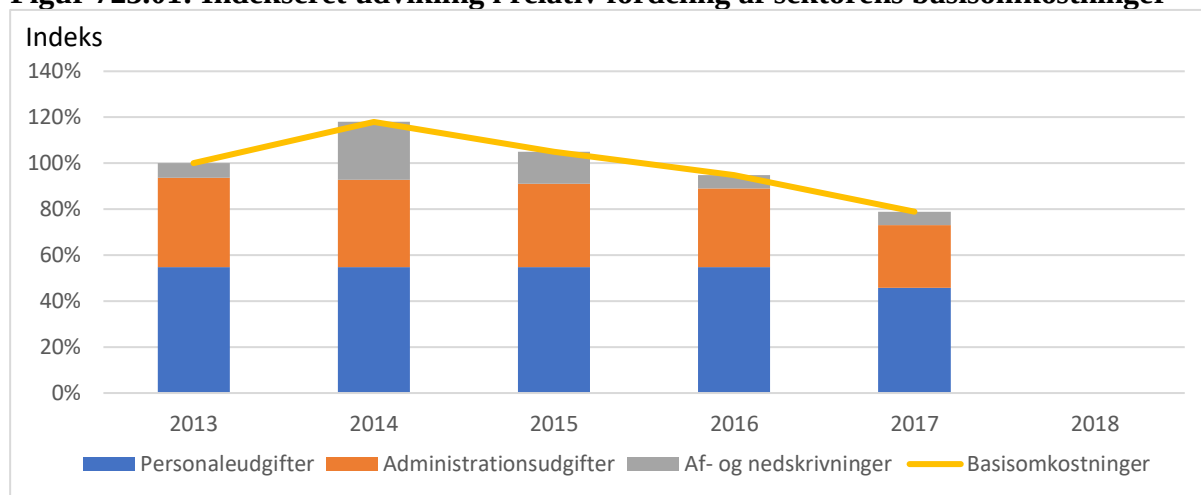
Kilde: Egen tilvirkning jf. årsregnskaber for DAB 2013-2018

DABs basisomkostninger er således faldet betydeligt, samtidig med at der er sket en strukturændring, tilsvarende strukturændringen i Spar Nord, idet Personale- og IT-udgifter, jf. tabel 722.02 (*Bilag A*) nu udgør 85% af omkostningerne i 2018 mod 76% i 2013. På den baggrund kan vi konstatere, at faldet i DABs basisindtjening fra 1,26 kr. pr. omkostningskrone i 2013 til 1,20 kr. i 2018, alene skyldes de kraftigt faldende basisindtægter, mens omfanget af nedgangen i basisindtjeningen begrænses af en sideløbende kraftig reduktion i basisomkostningerne. I modsætning til basisindtægternes udvikling, synes udviklingen i basisomkostninger dog at vende eller i hvert fald flade ud i 2018, idet de samlede basisomkostninger stiger en anelse drevet af stigende personale og IT-udgifter. Fortsætter denne udvikling må DABs basisindtjening forventes at falde væsentligt mere.

7.2.3 Sammensætningen af grp. 1-3s basisomkostninger

Sektorens samlede basisomkostninger stiger først kraftigt fra 2013-2014, hvor omkostninger toppe med indeks 118. Derefter falder omkostningerne kraftigt og kontinuerligt frem til et niveau på indeks 79 i 2017. Faldet i omkostningerne er primært drevet af kontinuerligt faldende administrationsomkostninger fra et relativt indekstal på 39 i 2013 til 27 i 2017, opgjort som andelen af de samlede basisomkostninger i 2013.⁶ Af- og nedskrivninger svinger over perioden ml. et relativt indekstal på 6-25 og slutter i samme niveau som i 2013, nemlig indeks 6. Personaleudgifterne holder sig konstant på et relativt indekstal på 55 frem til 2017, hvor de falder til indeks 46.

Figur 723.01: Indekseret udvikling i relativ fordeling af sektorens basisomkostninger



Kilde: Egen tilvirkning jf. Statistisk materiale for pengeinstitutter 2013-2017 fra Finanstilsynet

⁶ Kildematerialet giver ikke mulighed for opdeling af sektorens administrationsudgifter i IT-udgifter og andre administrationsudgifter.

Vi kan ikke umiddelbart sige noget om hvorvidt omkostningsstrukturen er ændret sig, som tilfældet er for DAB og Spar Nord, idet vi ikke har adgang til underopdelte data for sektorens administrationsudgifter. På det forhåndenværende grundlag ligner strukturen i 2017 umiddelbart strukturen i 2013, om end personaleudgifter, jf. tabel 723.02 (*Bilag A*), med 58% udgør en lidt større andel af de samlede omkostninger end de 55% i 2013. Denne stigning modsvarer af en tilsvarende fald i administrationsomkostningerne fra 39% i 2013 til 35% i 2017. Vi kan derimod klart konstatere, at den kraftige vækst i basisindtjeningen fra 1,64 kr. i 2013 til 1,97 kr. basisindtægter pr. omkostningskrone i 2017 er drevet af primært af de faldende basisomkostninger, idet basisindtægterne udvikler sig relativt fladt henover perioden. Det understreges af, at basisindtjeningen fortsat stiger i 2017, hvor basisindtægter tager et relativt brat dyk fra indeks 107 til 95.

7.3 Forrentning af egenkapitalen

Overordnet set har Spar Nord gennem de seneste seks år konsekvent præsteret en bedre ROE end gennemsnittet i sektoren, repræsenteret ved grp. 1-3, og har de seneste fire år præsteret stabilt omkring 10%-12%, hvilket er på niveau med, og endda lidt over, gennemsnittet for grp. 1-3 i de seneste år. DAB har derimod præsteret svingende resultater, som alle har været væsentligt under gennemsnittet for grp. 1-3. DABs ROE har dog generelt været stigende fra -1,36% i 2015 frem til et niveau på 8,28% i 2018.

Tabel 73.01: Udvikling i forretning af egenkapitalen

Bank	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Spar Nord	8,57%	9,05%	12,18%	10,66%	11,84%	10,56%
DAB	-36,83%	2,38%	-1,36%	1,28%	5,50%	8,28%
Grp. 1-3	4,85%	4,81%	7,65%	10,35%	11,10%	

Kilde: Egen tilvirkning jf. Årsregnskaber for DAB og Spar Nord 2013-2018 samt Statistisk materiale for pengeinstitutter 2013-2017 fra Finanstilsynet

7.3.1 Drivkræfterne bag Spar Nords egenkapitalforretning

Trods det relativt jævne niveau som kendetegner Spar Nords ROE hen over perioden, er der underliggende ændringer i flere forskellige af de faktorer, der udgør ROE. Den primære drivkraft bag udviklingen i Spar Nords ROE, er jf. figur 731.01 (*Bilag A*), overskudsgraden, idet denne faktor ændrer sig med den relativt største andel gennem den analyserede periode. Ændringerne varierer mellem 4%-27% i positiv retning fra 2014-2017. I 2018 falder overskudsgraden dog med 17%.

Disse ændringer kan henføres til udviklingen i nedskrivningerne, idet overskudsgraden netop indikerer forskellen mellem basisindtjeningen før nedskrivninger og resultatet før skat, dvs. efter nedskrivningerne er trukket fra basisindtjeningen. Nedskrivningerne falder kontinuerlig fra 726 mio. i 2013 til en nettotilbageførsel af nedskrivninger på 7 mio. i 2017, hvorefter nedskrivninger stiger til 173 mio. i 2018 (*Bilag D*). Basisindtjeningen udvikler sig samtidigt relativt fladt, men dog faldende, hvilket i et vist omfang begrænser forbedringen i overskudsgraden.

Tabel 731.02: Udvikling i Spar Nords overskudsgrad

Mio. kr.	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Overskudsgrad	47,96%	53,90%	73,95%	77,43%	100,59%	85,80%
Resultat før skat	670	705	1.060	1.002	1.202	1.045
Basisindtjening	1.396	1.308	1.436	1.294	1.195	1.218

Kilde: Egen tilvirkning jf. årsregnskaber for Spar Nord 2013-2018

Som modvægt til den overvejende stigende overskudsgrad, har gearingsfaktoren gennem perioden været faldende. Dette var mest udpræget fra 2014-2016, hvor gearingsfaktoren blev reduceret ml. 8%-11% pr. år, hvorefter niveauet for gearingsfaktoren stabiliseres frem mod 2018. Disse ændringer er dels et udtryk konsolidering af egenkapitalen i Spar Nord, som stiger fra 6,2 til 8,2 mia. fra 2013-2018. Samtidig falder balancen fratrullet puljemidler fra 68,8 til 63,5 mia. i 2015, hvorefter balancen stiger til 66,4 mia. i 2018. Tilsammen bidrager denne nedbringelse af gearingen væsentligt til at reducere ROE, idet en større egenkapital skal forrentes. Samtidig reduceres den overordnede risikoen i banken dog også, som følge af den stigende solvens.

Tabel 731.03: Udvikling i Spar Nords gearing

Mio. kr.	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Gearingsfaktor	11,01	9,84	9,03	8,33	8,12	8,06
Aktiver	68.848	66.762	65.474	63.455	64.438	66.483
Egenkapital	6.254	6.783	7.254	7.620	7.939	8.247

Kilde: Egen tilvirkning jf. årsregnskaber for Spar Nord 2013-2018

Dækningsgraden ændrer sig ligeledes primært i negativ retning henover perioden i omfanget 4%-8% pr. år. Dog stiger dækningsgraden med hhv. 7% i 2015 og 2% 2018. Den overvejende faldende dækningsgrad indikerer et generelt forringet udbytte af driftsindtægterne, hvilket skyldes at såvel basisindtægter som basisresultat udvikler sig fladt, men svagt faldende henover perioden, hvor faldet i indtjeningen er relativt større end faldet i indtægterne.

Tabel 731.04: Udvikling i Spar Nords dækningsgrad

Mio. kr.	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Dækningsgrad	42,50%	39,31%	42,47%	40,56%	38,17%	38,78%
Basisindtjening	1.396	1.308	1.436	1.294	1.195	1.218
Basisindtægter	3.285	3.327	3.375	3.190	3.131	3.141

Kilde: Egen tilvirkning jf. årsregnskaber for Spar Nord 2013-2018

Omsætningshastigheden er ligeledes overvejende faldende, idet den falder ca. 3% pr. år fra 2016-2018, efter dog at være steget hhv. 3% og 4% i 2013 og 2014. Hvilket indikerer, at banken genererer færre basisindtægter per aktivkrone. Dette kan henhøres til de tidlige nævnte forhold vedr. flad men svagt faldende udvikling i basisindtægter kombineret med udviklingen i aktiverne fratrasket puljemidler. I de år, hvor aktiverne reduceres, stiger omsætningshastigheden, mens omsætningshastigheden falder, når balancen stiger. Dvs. banken øger ikke sine basisindtægter i samme relative omfang som balancen udvides med flere aktiver.

Tabel 731.05: Udvikling i Spar Nords omsætningshastighed

Pct.	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Omsætningshastighed	4,77%	4,98%	5,15%	5,03%	4,86%	4,72%

Kilde: Egen tilvirkning jf. årsregnskaber for Spar Nord 2013-2018

7.3.2 Drivkræfterne bag DABs egenkapitalforretning

For DAB er overskudsgraden i endnu mere udpræget grad den afgørende drivkraft, idet denne faktor, jf. figur 732.01 (*Bilag A*) ændrer sig i spring mellem 29%-2121% pr. år i positiv retning og 215% i negativ retning i løbet af perioden. Dvs. de meget svingende niveauer af ROE for DAB, kan direkte henhøres til overskudsgraden, og dermed primært til nedskrivningerne, som falder fra 524 mio. til 8 mio. fra 2013-2018, hvilket forbedrer resultatet før skat markant (*Bilag D*).

Forbedringen af overskudsgraden aftager imidlertid kraftigt henover perioden, hvilket skyldes, at basisindtjeningen samtidig er kraftigt faldende fra 176 mio. til 88 mio. kr. ml. 2014-2018, hvilket i stigende grad neutraliserer effekten af de faldende nedskrivninger. I 2015 overgår faldet i basisindtjeningen endda faldet i nedskrivningerne i en sådan grad, at overskudsgraden, som nævnt falder med 215%, idet resultatet før skat bliver negativt. DABs overskudsgrad er imidlertid væsentligt forbedret, som følge af de faldende nedskrivninger, og i 2018 er den med 91% en anelse bedre end Spar Nords 85%.

Tabel 732.02: Udvikling i DABs overskudsgrad

Mio. kr.	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Overskudsgrad	-263%	13%	-11%	27%	64%	91%
Resultat før skat	-380	23	-12	24	75	80
Basisindtjening	144	176	106	89	117	88

Kilde: Egen tilvirkning jf. Årsregnskaber for DAB 2013-2018

I lighed med Spar Nord bliver DABs gearing også reduceret henover perioden, faktisk i relativt større omfang, idet gearingsfaktoren falder med 7%-11% pr. år i årene 2015-2018, mens gearingen i 2014 steg med 7%. Faldet i gearingsfaktoren kan for DAB ligeledes primært henføres til konsolidering af egenkapitalen, som øges kontinuerligt fra 850 til 1.160 mio. fra 2014-2018. Samtidig falder balancen fra 11,1 mia. i 2014 til 10,6 mia. i 2016, hvorefter den igen stiger til 10,9 mia. i 2018. For DAB bidrager denne udvikling ligesom for Spar Nord, til at begrænse ROE, idet en større egenkapital skal forrentes. Risikoen er ligeledes reduceret for DAB, om end gearingsfaktoren på 9,45 i 2018 fortsat er højere end Spar Nords gearingsfaktor på 8,06.

Tabel 732.03: Udvikling i DABs gearing

Mio. kr.	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Gearingsfaktor	12,15	13,01	11,68	10,91	10,07	9,45
Aktiver	12.591	11.057	10.670	10.619	10.742	10.947
Egenkapital	1.037	850	913	973	1.067	1.159

Kilde: Egen tilvirkning jf. Årsregnskaber for DAB 2013-2018

Dækningsgraden udvikler sig meget svingende hen over perioden, idet den stiger med hhv. 18% og 23% i 2014 og 2017, mens den falder med 40%, 7% og 28% i 2015, 2016 og 2018. Dvs. udviklingen er primært for nedadgående, idet dækningsgraden falder fra 20,94% i 2013 til 16,51% i 2018, hvilket skyldes et relativt større fald i basisindtjeningen i forhold til basisindtægterne, hvilket kan henføres til, at basisomkostningerne ikke reduceres i samme omfang som indtægterne. DABs dækningsgrad er gennem hele perioden væsentligt og i stigende grad lavere end Spar Nords, således udgør DAB dækningsgrad på 16,51% i 2018 kun 43% af Spar Nords dækningsgrad på 38,78%.

Tabel 732.04: Udvikling i DABs dækningsgrad

Mio. kr.	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Dækningsgrad	20,94%	25,63%	18,20%	16,42%	21,21%	16,51%
Basisindtjening	144	176	106	89	117	88
Basisindtægter	689	688	585	542	551	531

Kilde: Egen tilvirkning jf. Årsregnskaber for DAB 2013-2018

Omsætningshastigheden stiger med 12% i 2014, men er ellers faldende med 12% til 6% pr. år frem til 2018, bortset fra 2017, hvor der ingen ændring sker. Denne udvikling kan henføres til det kontinuerlige fald i basisindtægterne fra 689 mio. i 2013 til 531 mio. i 2018, mens aktiverne som nævnt stiger til 10,9 mia. i 2018 efter at være faldet fra 12,5 mia. i 2013 til 10,6 i 2016. Dvs. at DAB, bortset fra år 2014, kontinuerligt genererer færre indtægter fra sine aktiver, uanset at aktiverne øges. DABs omsætningshastighed på 4,85% i 2018 er dog fortsat en anelse bedre end Spar Nords omsætningshastighed på 4,72%, om end DABs niveau gennem perioden har udvist et væsentligt kraftigere fald.

Tabel 732.05: Udvikling i DABs omsætningshastighed

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Omsætningshastighed	5,47%	6,22%	5,48%	5,11%	5,13%	4,85%

Kilde: Egen tilvirkning jf. Årsregnskaber for DAB 2013-2018

7.3.3 Drivkræfterne bag sektorens egenkapitalforrentning

Hvis vi ser på drivkræfterne bag den gennemsnitlige udvikling i egenkapitalforrentningen i sektoren, i form af grp. 1-3, ser vi både væsentlige forskelle sammenlignet med både Spar Nord og DAB samt væsentlige lighedspunkter, jf. figur 733.01 (*Bilag A*).

En af lighedspunkterne er overskudsgraden, som også er stigende for sektoren generelt, idet den over perioden stiger kontinuerligt med 9%-32% pr. år fra 2013-2017. Udviklingen kan også her primært henføres til kraftigt faldende nedskrivninger med stigende resultat før skat til følge, idet nedskrivningerne falder fra 17 mia. i 2013 til en nettotilbageførsel af nedskrivninger på 1 mia. i 2017. I modsætning til både DAB og Spar Nord, forstærkes udviklingen i sektorens overskudsgrad samtidig af et ligeledes stigende basisresultat.

Tabel 733.02: Udvikling i sektorens overskudsgrad

Mio. kr.	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Overskudsgrad	48,81%	56,67%	83,49%	93,46%	102,58%	-
Resultat før skat	16.250	16.342	28.461	39.195	40.891	-
Basisindtjening	33.296	28.835	34.088	41.936	39.861	-

Kilde: Egen tilvirkning jf. Statistisk materiale for pengeinstitutter 2013-2017 fra Finanstilsynet

Denne udvikling minder meget om udviklingen hos Spar Nord, mens DABs udvikling i overskudsgraden er langt mere springende. Dvs. DABs overskudsgrad er langt mere volatil, fordi nedskrivningerne i DAB er mere volatile. Hvis de samfundsøkonomiske konjunkturer vender, således at nedskrivningsniveauet i sektoren slår om i en generelt stigende tendens, må det således forventes at slå kraftigt igennem i DABs overskudsgrad, ikke mindst fordi DABs

basisindtjening er forringet. Spar Nords overskudsgrad synes derimod at være mere modstandsdygtig, trods den svagt faldende basisindtjening.

Gearingsfaktoren i sektoren har udviklet sig meget lig med både DAB og Spar Nord, idet den falder med 8%-10% pr. år ml. 2013 og 2016. Herefter synes sektorens gearingsfaktor imidlertid at stabilisere sig på et niveau lige under 11, hvilket er noget højere end både DAB og Spar Nord. Dvs. sektorens ROE er baseret på en relativt lavere egenkapital, end både Spar Nord og DAB.

Tabel 733.03: Udvikling i sektorens gearing

Mia. kr.	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Gearingsfaktor	14,13	12,93	11,75	10,85	10,96	-
Aktiver	3.912	3.798	3.680	3.544	3.444	-
Egenkapital	277	294	313	327	314	-

Kilde: Egen tilvirkning jf. Statistisk materiale for pengeinstitutter 2013-2017 fra Finanstilsynet

Den absolut største forskel på udviklingen i sektorens ROE og ROE for DAB og Spar Nord er udviklingen i dækningsgraden. Sektorens dækningsgrad stiger med 6%-16% i 2015-2017, efter at være faldet med 22% i 2014, hvilket står i kontrast til den faldende dækningsgrad hos Spar Nord og navnligt DAB.

Tabel 733.04: Udvikling i sektorens dækningsgrad

Mio. kr.	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Dækningsgrad	39,02%	31,96%	38,43%	45,90%	49,25%	-
Basisindtjening	33.296	28.835	34.088	41.936	39.861	-
Basisindtægter	85.340	90.227	88.693	91.355	80.931	-

Kilde: Egen tilvirkning jf. Statistisk materiale for pengeinstitutter 2013-2017 fra Finanstilsynet

Udviklingen i sektorens dækningsgrad kan især henføres til den stigende basisindtjening, mens udviklingen i basisindtægterne har været relativt svingende. Dette indikerer at sektorens basisomkostninger er blevet reduceret betydeligt, mens det samme ikke synes at være tilfældet hos hverken DAB eller Spar Nord. ROE for Spar Nord og især DAB er således mere følsom overfor faldende indtægter end sektoren generelt. Dette understreges af niveauet af dækningsgraden, som er 49% for sektoren i 2017, mens det for Spar Nord og DAB er hhv. knap 39% og 17% i 2018.

Omsætningshastigheden i sektoren har primært udviklet sig i positiv retning med 1%-8% pr. år om end den falder med 9% i 2017, mens udviklingen for både DAB og Spar Nord primært har været negativ. Dette skyldes primært et kontinuerligt fald i aktiverne fratrullet puljemidler. Dvs. sektorens evne til at generere indtægterne af aktiverne er forbedret.

Niveauet på 2,35% i 2017 er dog væsentligt under niveauet hos både DAB og Spar Nord på hhv. 4,72% og 4,85% i 2018.

Tabel 733.05: Udvikling i sektorens omsætningshastighed

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Omsætningshastighed	2,18%	2,38%	2,41%	2,58%	2,35%	-

Kilde: Egen tilvirkning jf. Statistisk materiale for pengeinstitutter 2013-2017 fra Finanstilsynet

7.4 Delkonklusion

Det kan konkluderes at basisindtægterne generelt har været faldende for Spar Nord og DAB, dog kraftigst hos DAB, hvorimod man i sektoren har set en stigende tendens. Faldet i basisindtægterne skyldes primært, at dækningsbidraget fra udlånsforretningerne samt øvrige forretninger er faldet procentvis mere end dækningsbidraget fra gebyrer og provisioner er steget. Dette resulterer i, at basisindtægterne for både Spar Nord og DAB er blevet mere transaktionsbaserede.

Ud fra analysen kan det endvidere konkluderes at Spar Nord har præsteret bedre på henholdsvis udlånsforretningen og indlånsområdet sammenlignet med sektoren, mens DAB har præsteret under niveau sammenlignet med sektoren. Begge banker har sænket deres udlånsbegrænsning på grund af prispres i sektoren, men DAB har sænket den relativt mere. Spar Nord har imidlertid trods relativt mindre rentesækkel formået at øge sin udlånsbalance væsentligt mere end DAB, som kun har begrænset vækst i udlånsbalancen.

I forhold til basisomkostninger og indtjening kan det konkluderes, at Spar Nord med 1,63 indtægter pr. omkostningskrone har en væsentlig bedre indtjeningsmarginal end DABs 1,20 kr. Begge banker har dog i den analyserede periode haft en nedadgående udvikling i overskuddet efter basisomkostninger, hvorimod sektoren har haft en stigende basisindtjening. Begge bankers indtægter pr. omkostningskrone er således nu lavere end sektorens 1,97 kr.

Spar Nords basisomkostninger har i hele perioden ligget på et stabilt niveau omkring indeks 100 i forhold til 2013, hvorimod DABs og sektorens basisomkostninger er faldet væsentligt til hhv. indeks 81 og 79. Den faldende indtjeningsmarginal hos Spar Nord og DAB skyldes således primært de faldende indtægter, som endda falder så meget i DAB, at DABs væsentligt reducerede omkostninger ikke kan kompensere fuldt ud for det. I forhold til omkostningsstrukturen, kan vi konstatere, at det primært er andre administrationsudgifter og af- og nedskrivninger, som reduceres, mens IT-udgifter og personaleudgifter er relativt konstante eller stigende.

I forhold til forretning af egenkapitalen kan endvidere konkluderes, at Spar Nord har præsteret en meget stabil ROE, som navnlig de seneste fire år har ligget i et niveau på ca. 10%-12%.

Niveaet er væsentligt højere end DABs ROE, som har været meget lav de fleste af årene i perioden og endda negativ i visse år. DABs niveaet er dog forbedret på det seneste med 5,5% og 8,3% i hhv. 2017 og 2018. Sektorens ROE var i starten af perioden også relativt lav, men slutter i et niveau, der matcher Spar Nord.

Den primære drivkraft bag den positive udvikling i Spar Nords ROE er overskudsgraden, som øges henover perioden fra 48% til 86%, primært på grund af faldende nedskrivninger. Som modvægt til dette er Spar Nords gearingsfaktor kontinuerligt blevet reduceret fra 11 til 8, hvilket bidrager til konsolidering af egenkapitalen og dermed reduktion af ROE. Dertil kommer, at dækningsgraden falder fra 42,5% til 38,8%, og at omsætningshastigheden i et begrænset omfang også reduceres over perioden. Begge dele som følge af det stabile omkostningsniveau og de faldende indtægter. Forbedringen i nedskrivningsniveauet har således betydet, at Spar Nord har kunnet øge sin ROE, trods konsolidering af egenkapitalen og lidt lavere dækningsgrad.

Hos DAB er den primære drivkraft bag udviklingen af ROE ligeledes overskudsgraden, som her er temmelig volatil, men dog samlet forbedres markant fra -263% i 2013 til 91% i 2018. DABs primære modvægt til overskudsgraden er ligeledes gearingsfaktoren, som i lighed med Spar Nord reduceres kontinuerligt fra 12,2 i 2013 til 9,5 i 2018. Dertil kommer, at dækningsgraden falder fra 21% til 16,5% hvilket er et markant lavere niveau end Spar Nord, mens omsætningshastigheden falder fra 5,5% til 4,9%. DABs ROE er således stærk afhængig af nedskrivningsniveauet, idet egenkapitalen er blevet konsolideret, dækningsgraden er meget lav, og aktiverne generer færre indtægter. Udsving i nedskrivningsniveauet må dermed forventes at påvirke DABs indtjening og ROE markant.

8 Synergieffekter

I dette afsnit vil vi afdække, hvilke primære driftsmæssige synergier vi vurderer Spar Nord vil opnå ved et opkøb af DAB.

Når vi ser på Spar Nord, er der tale om en sund og velfungerende bank, hvor det som udgangspunkt ikke er nødvendigt at overtage DAB for at dette vil kunne fortsætte. Så hvad kan Spar Nord få ud af at købe DAB? Værdien i et opkøb for Spar Nord, findes nok nærmere i at kunne sikre udlånsvækst i et svært marked. Set i forhold til deres strategi om at vækste

yderligere, vil et opkøb af DAB til en 'fornuftig' lav pris kunne medføre en indtægtsforøgelse, idet blandt andet udlån og garantier vil forøges.

Selve kundebasen fra DAB vil formentlig give anledning til, at der kan sælges Spar Nord produkter. Dette kan munde ud i forbedringer af resultatet, som vil være til gaven for aktionærerne.

Det vil formentlig kræve en del ressourcer ved bearbejdningen af DAB. I dette ligger selve optimeringen af driften: medarbejdere, filialer mm. Disse vil blive beskrevet i det kommende afsnit omkring fusionssynergierne.

Ved et opkøb, er der dog visse udfordringer, som der skal tages højde for. Ud fra vores kendskab til DABs kredit- og bonitetsforhold er der behov for forbedring på denne front. Selve kreditbehandlingen kan vise sig at være en mere omfattende og ressourcetung opgave end først antaget, hvilket kan gøre opkøbet mindre rentabelt. Det kan ligeledes være udfordringer forbundet med kulturelle barrierer fra kunder og medarbejdere, som kan medføre en lavere indtjening.

Hovedkontorsfunktioner og filialer

Som beskrevet i præsentationen af bankerne er DABs hovedkontor beliggende i Hammershøj, hvor ca. 112 medarbejdere er beskæftiget. Vi vurderer, at det vil være realistisk at antage, at Spar Nord ikke på længere sigt har intentioner om at bevare funktionerne i DABs nuværende hovedkontor, idet funktionerne alt andet lige vil blive flyttet til Spar Nords hovedkontor i Aalborg.

Det skal dog nævnes, at vi ikke vurderer det realistisk, at alle funktionerne på kort sigt flyttes eller erstattes af eksisterende medarbejdere på Spar Nords hovedkontor i Aalborg.

Dog vil nogle af funktionerne være nemmere at flytte uden de store vanskeligheder, det gælder afdelinger som fx Compliance, revisions- og økonomiafdelingen samt marketingsafdelingen.

I forhold til filialer, vil vi se på, hvorvidt Spar Nord og DAB har overlap af eksisterende filialer. Ud fra dette vil vi vurdere, hvor mange filialer der bør lukkes ved fusionen.

Det er vores vurdering, at Spar Nord forventeligt vil kunne opnå hurtigere besparelser på medarbejdersiden i stabsfunktionerne i forhold til i filialerne. Det skal endvidere medregnes, at Spar Nord har udtalt, at de forventer at afskedige ca. 100 medarbejdere, såfremt en fusion

bliver aktuel.

En af de lønninger, der vil blive sparret ved fusionen, er de nuværende lønninger til DABs direktion og bestyrelsen, samt lønninger til de resterende 100 medarbejder som Spar Nord forventer at afskedige.

For at identificere hvilke besparelser Spar Nord kan opnå ved sammenlægning af stabsfunktioner samt filialer, antager vi følgende:

- Ved fusionen forventer Spar Nord at afskedige de 112 medarbejder, der i dag er placeret i DABs hovedsæde.
- Ud fra nuværende filialers placering er der 6 filialer, der overlapper. Den ene filial er beliggende i Århus, og idet vi vurderer det som værende et stort markedsområde, bevares denne filial. Det antages, at de 5 andre filialer sammenlægges.
- Sammenlægning af en filial estimeres til at bidrage med en besparelse på ca. kr. 750.000 i årlige omkostninger. Denne estimering vil alt andet lige være anderledes i virkeligheden. Denne besparelse vil blandt andet dække driftsomkostninger, herunder: Lokaleomkostninger, Kontorudgifter, og Administrationsudgifter.

I forhold til hvor mange af medarbejderne i filialerne der skal afskediges, har vi valgt at beregne nuværende filialmedarbejdere pr. udlånskrone (opgjort i milliarder) i både DAB og Spar Nord, således at vi den vej kan udregne, hvor mange medarbejder der skal afskediges, for at Spar Nord bibeholder nuværende omkostningseffektivitet i form af den nævnte rate. Dvs, medarbejdere pr. udlånsmilliard.

Tabel 82.01: Antal medarbejdere pr. udlånskrone i DAB og Spar Nord

Bank	Antal filialmedarbejder pr. 1 mia. udlån
DAB	31,4
Spar Nord	25,8

Kilde: Egen tilvirkning jf. Årsregnskaber for DAB og Spar Nord 2018

Med udgangspunkt i ovenstående udregninger skal DAB ned på 161 medarbejdere for at opnå samme effektivitet som Spar Nord. Dette betyder, at der ved fusionen skal afskediges 34 medarbejdere i filialnettet, for at Spar Nord bibeholder samme effektivitet.

For at udregne besparelsen har vi antaget, at alle i DAB har den samme løn. Vi udregner således gennemsnitslønnen ud fra det samlede medarbejderantal og de samlede personaleomkostninger i 2018 fratrukket vederlag til bestyrelsen, direktionen samt løn til personer med væsentlig indflydelse. Ud fra denne antagelse har den enkelte medarbejder i DAB en årlige omkostning på kr. 753.000, hvilket kan vurderes i den høje ende, når det

bruges som gennemsnitsløn for en filialmedarbejder. Afskedigelsen af medarbejderne i DABs filialer vil give en årlig besparelse på ca. kr. 25 mio. Herudover vil afskedigelsen af de 112 medarbejdere på hovedsædet give en besparelse på ca. kr. 84 mio.

Ud fra ovenstående antagelser vil det give en besparelse kr. 3.750.000 at sammenlægge de 5 filialer, hvor både Spar Nord og DAB i dag er geografisk placeret. Idet DAB er en lokal bank, antages det at være vigtigt for Spar Nord at fastholde en del af de nuværende medarbejdere for at undgå kundeafgang.

IT-omkostninger

På nuværende tidspunkt benytter begge banker sig af BEC, hvilket vi vurderer at være en fordel i forhold til fusionen, idet der ikke vil være en masse engangsomkostninger til konvertering til nyt it-plattform. Til gengæld antages det, at Spar Nords betaling til BEC vil blive forøget, grundet en øget volumen i banken.

Det forventes dog, at der vil være en vis engangsomkostning forbundet med overflytning af data. Vi kender ikke til omfanget, hvorfor der ikke kommenteres yderligere på dette.

Andre driftsbesparelser

Udover ovennævnte, vil der forekomme en række besparelser, som vil kunne indføres. Med udgangspunkt i DABs årsregnskab for 2018, vil der fremadrettet som minimum være mulighed for at fjerne udgiften til revisorhonorar (*SN årsrapport 2018*, s. 57) på ca. 1,4 mio. kr. samt bidrag til garantifonden på ca. 383.000 kr.

Delkonklusion

Såfremt Spar Nord foretager et opkøb af DAB, vil dette ikke være uden at påtage sig en risiko for, hvorvidt banken opnår den forventede værdi. I den forbindelse er der være en række synergieffekter, som vil kunne bidrage til øget indtjening hos Spar Nord.

En fusion med DAB, vil kunne øge Spar Nords indtjening, idet en fusion vil resultere i et øget udlån samt øgede garantier.

Ved fusionen antager vi, at alle DABs 112 medarbejdere fra stabsfunktioner afskediges samt 34 filialmedarbejdere. Antallet af filialmedarbejdere er baseret på forskellen i omkostningseffektivitet i DAB sammenlignet med Spar Nord opgjort som raten af filialmedarbejdere pr. udlånsmilliard.

Endvidere antager vi, at der sammenlægges 5 filialerne i de byer, hvor begge banker i dag er repræsenteret. Dette estimeres til at give en besparelse på kr. 750.000 pr. filial.

Eftersom begge banker benytter BEC som styresystem, forventes der ikke ekstraordinært store udgift her. Dog vil der være en vis engangsomkostning forbundet med overførsel af data. Udover ovennævnte synergieffekter vurderer vi, at der vil være en række besparelse som fx udgifter til revisorhonorar mm.

Alt i alt vurderer vi, at der som minimum er synergieffekter i form af omkostningsbesparelser for ca. 114 mio. kr. forbundet med Spar Nords opkøb af DAB.

9 Værdiansættelse

I dette afsnit ønsker vi at afklare, hvilken pris Spar Nord kan betale for DAB ved et givent opkøb, som sikrer, at der skabes værdi for Spar Nord, herunder navnlig for bankens aktionærer. Dette vil vi gøre gennem en værdiansættelse af DAB i sin eget ret og gennem en værdiansættelse af de synergieffekter, vi tidligere har identificeret som potentielle ved et givent opkøb. Som grundlag for værdiansættelsen af synergieffekterne, vil vi endvidere foretage en værdiansættelse af Spar Nord som selvstændig forretning.

Indledningsvis vil vi redegøre for vores metodevalg for værdiansættelsen, dernæst vil vi estimere inputparametrene til værdiansættelsen. Her vil vi først estimere egenkapitalomkostningerne, som vi vil anvende som diskonteringsfaktor for den forventede fremtidige indtjening i bankerne. Dernæst vil vi estimere den forventede indtjening i form af cash flows til egenkapitalen. Herefter foretager vi en analyse af de resultater som værdiansættelsen giver for bankerne. På den baggrund vil vi fastsætte et prisspænd for DAB, som Spar Nord bør holde sig indenfor ved et eventuelt opkøb, som med rimelig sandsynlighed sikrer, at opkøbet giver værdi for Spar Nords aktionærer, som samtidig repræsenterer en rimelig pris for DABs aktionærer.

9.1 Metodevalg

Der findes en lang række forskellige modeller for værdiansættelse af aktiver, herunder kommercielle selskaber som banker. Modellerne kendes under forskellige akronymer, fx FCFF, FCFE, DDM, APV, EVA, PE, PBV m.fl. (*Beltrame & Previtali 2016 s. 7-40, Damodaran 2012 s. 11-25, Koller et al. 2015 s. 143-164*). Modellerne kan overordnet inddeles i 3 forskellige tilgange (*Damodaran 2012 s. 11*):

- tilbagediskonterede cash flow modeller (DCF), som estimerer værdien af et aktiv baseret på nutidsværdien af forventede fremtidige pengestrømme fra aktivet,

- relative eller multipel-baserede modeller, som baserer sig på prissætningen af sammenlignelige aktiver relativt til en almindelig regnskabsmæssig værdiindikator, fx indtjening (PE) eller egenkapital (PBV),
- realoptionsmodeller, som estimerer værdien af aktivet ud fra teorier om prisfastsættelse af en option, hvilket indebærer, at værdien kan være større end nutidsværdien af de forventede cash flows afhængig af indtrædelsen af en hændelse.

Til vores formål, vælger vi overordnet at anvende en DCF-baseret tilgang, idet denne er kendetegnet ved at tage udgangspunkt i det enkelte aktivs fundamentale karakteristika, mens fx relative modeller som nævnt tager udgangspunkt i den aktuelle prissætning i markedet. Vores formål er at finde den pris for DAB, som afspejler den værdi, der tilføres Spar Nord ved et opkøb af DAB, ikke den pris som markedet aktuelt sætter for DAB, hvorfor DCF-tilgangen synes bedst egnet.

I forhold til værdiansættelse af selskaber er DCF-modeller, der værdiansætter den samlede værdi af selskabet, generelt de mest udbredte og anvendte, fordi de på forskellig vis opgør den samlede værdiskabelse i virksomheden i form af det frie cash flow, som er tilgængeligt for alle investorer og kreditorer i virksomheden (*Koller 2015, s. 143*). Disse modeller er imidlertid ikke egnede til værdiansættelse af banker, jf. udbredt akademisk konsensus (*Damodaran 2012 s. 582-583, Koller et. al 2015 s. 612-616, Beltrame & Previtali 2016 s. 7-19*), på grund af særegne kendetegn ved finansielle virksomheders forretning, herunder navnligt:

- omfattende regulatoriske begrænsninger, særligt i form af kapitalkravene, som på den ene side begrænser bankernes vækst, og på anden side i et vist omfang sikrer indskydere og kreditorer mod tab og samfundet mod finansiell ustabilitet,
- gældens rolle som både finansiell kapital, råmateriale for aktiverne samt som en værdikilde i sig selv gennem indlånsrentemarginalen,
- vanskeligheder ift. opgørelse af bankernes reinvestering i fremtidig vækst i form af kapitaludgifter og arbejdskapital, hvilket gør det problematisk at estimere det operationelle cash flow på virksomhedsniveau.

På grund af disse problemstillinger er konsensusanbefalingen, at der anvendes værdiansættelsesmetoder på egenkapitalniveau, herunder især modeller der tager

udgangspunkt i dividender (DDM) eller frit cash flow til egenkapitalen (FCFE) – begge med visse modifikationer.

Der er fra akademisk side foretaget visse forsøg på at opstille tilpassede DCF-modeller for det samlede virksomhedsniveau for finansielle virksomheder, som også er dokumenteret til at give resultater, som er konsistente med egenkapital-modellerne under konsistente forudsætninger, fx Beltrame & Previtali 2016 og Coit 2016. I alle tilfælde kræver disse modeller dog omfattende tilpasninger og kompromisser, særligt med hensyn til adskillelsen af finansiell kapital og arbejdskapital.

Vores formål er som nævnt indledningsvis specifikt at opgøre egenkapitalens værdi for derved at fastlægge en pris for DAB, som sikrer værdiskabelse for Spar Nords aktionærer. Vi vælger derfor at anvende en af de gængse egenkapitalmodeller. Specifikt vælger vi, at anvender FCFE-modellen, fordi den som indbyggede egenskaber, dels er indifferent over for det forhold, at en bank enten ikke udbetaler udbytte eller udbetaler mere/mindre i udbytte, end den har råd til, dels understøtter et evt. behov for kapitaludvidelse gennem emissioner, hvilket kommer til udtryk som et negativt frit cash flow til egenkapitalen i et eller flere givne år, eller kapitalreduktioner i form aktietilbagekøb, som omvendt vil komme til udtryk gennem et forhøjet cash flow sammenlignet med udbytte-modellen. (Damodaran 2012 s. 354-358, Koller et al. s. 604-606). Vi vurderer, at disse egenskaber er centrale i vores kontekst af flere årsager, herunder at DAB endnu ikke har udbetalt udbytte siden etableringen i sin nuværende selskabsform i 2011, at kapitaludvidelser har været hyppige i DAB, jf. ovenfor under kapitalforhold, og at Spar Nord i tillæg til sine udbyttebetalinger også har foretaget aktietilbagekøb, fx i 2016 (SN Årsregnskab 2016).

I FCFE-modellen estimeres værdien af egenkapitalen ved tilbagediskontering af det forventede fremtidige frie cash flow til egenkapitalen, forstået som den forventede indtjening efter alle omkostninger. Det forventede fremtidige cash flow baseres grundlæggende på et estimat af hvilken indtjening, der generes af de eksisterende aktiver i selskabet, hvor meget af denne indtjening, der må forventes at gå til betaling af skatter og gældsforpligtelser, samt hvor meget der geninvesteres i selskabet mhp. fremtidig vækst, og repræsenterer på den måde det beløb der potentielt kan udbetales som udbytte til aktionærerne (Damodaran 2012 p. 250). Formlen for FCFE kan kort skrives som følger (Damodaran 2012 s. 352):

$$FCFE = \text{Resultat efter skat} - \text{Geninvestering i egenkapital}$$

hvor resultat efter skat også er efter rentebetaling på hybridkapital, og hvor geninvestering i egenkapitalen typisk er defineret som nettokapitaludgifter tillagt ændring i arbejdskapitalen og ændring i gælden. Denne definition giver imidlertid problemer i forbindelse med finansielle virksomheder, jf. ovenfor. Ved værdiansættelse af banker kan geninvestering i egenkapitalen dog redefineres til geninvestering i regulatorisk kapital, i henhold til opretholdelse af en given kapitalprocent, idet overholdelsen af den regulatorisk krævede kapitalprocent er den væsentligste forudsætning for vækst i en given bank (Damodaran 2018 s. 543):

$$FCFE = \text{Resultat efter skat} - \text{Geninvestering i regulatorisk kapital}$$

FCFE-modellen kan i sin mest enkle form udtrykkes som 1-fase model, som tager udgangspunkt i det forventede cash flow til egenkapitalen i den kommende periode, dvs. den aktuelle normaliserede indtjening fremskrevet med en forventet konstant og stabil vækst. I den forbindelse vil geninvestering i egenkapitalen kunne fastlægges ud fra den grundlæggende vækst formel:

$$\text{Forventet vækst} = \text{Geninvesteringsrate} * ROE$$

Hvilket kan omskrives til en forventet udbetalingsrate for FCFE ved stabil vækst (Damodaran 2012 s. 598):

$$\text{Udbetalingsrate} = \left(1 - \frac{g}{ROE}\right)$$

Dette cash flow tilbagediskonteres herefter med egenkapitalomkostningen fratrasket den forventede vækst for at finde nutidsværdien af egenkapitalen. Dette giver følgende formel for værdiansættelsen (Damodaran 2012 p. 359):

$$\text{Værdi} = \frac{FCFE_1 \left(1 - \frac{g}{ROE}\right)}{k_e - g_n}$$

hvor værdi er nutidsværdien af egenkapitalen, $FCFE_1$ er det forventet FCFE næste år, k_e er egenkapitalomkostningerne for virksomheden ved stabil vækst og g_n er vækstraten i FCFE for virksomheden i uendelighed.

Såfremt den virksomhed, der værdiansættes, forventes at have en mere varieret vækst, fx en indledende periode med ekstraordinært høj (eller lav) vækst efterfulgt af en afsluttende varig og stabil periode, kan FCFE-modellen udtrykkes i en 2- eller flerfase model. I så fald vil værdiansættelsen overordnet kunne udtrykkes via følgende formel (Damodaran 2011 p. 362):

$$Værdi = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1 + k_{e,hg})^t} + \frac{P_n}{(1 + k_{e,hg})^n}$$

Hvor FCFE_t er det frie cash flow til egenkapitalen i år t, P_n er værdien af virksomheden ved i den afsluttende stabile vækst periode, og k_{e,hg} er egenkapitalomkostningerne for virksomheden i den ekstraordinære vækstperiode.

Denne faseopdelte model, indebærer implicit, at FCFE estimeres via budgettering for hvert enkelt år i den ekstraordinære vækstperiode, herunder at behovet for geninvestering i regulatorisk kapital estimeres for hvert år. Til dette formål vil vi gøre brug af samme dækningsbidragsmodel, som vi anvendte til performance-analysen tidligere og udvider denne med estimering af udviklingen i de risikovægtede aktiver og den heraf følgende nødvendige reinvestering i det regulatoriske kapitalgrundlag.

Som det fremgik i PESTEL-analysen er der dog aktuelt en vis usikkerhed omkring hvilken retning den overordnede samfundsøkonomiske udvikling vil bevæge sig i den nærmeste fremtid, hvilket gør det vanskeligt at foretage en budgettering over en længere tidshorisont, som fx 10 år, idet vi betragter bankerne som stærkt konjunkturafhængige. Vi vælger derfor i stedet en kort tidshorisont på 5 år for den ekstraordinære vækstperiode og opstiller 3 forskellige værdiansættelsesscenarier, som vi estimerer og udregner værdien for inkl. værdien af den afsluttende stabile vækstperiode. Cash flows i hvert scenarie vil blive tilbagediskonteret med egenkapitalomkostninger, som afspejler risikoen i det pågældende scenarie. Hvert scenarie vil blive sandsynlighedsvægtet og den endelige værdiansættelse vil være lig det vægtede gennemsnit af værdiansættelserne for disse scenarier (Damodaran 2018 s. 894-899). Følgende scenarier og sandsynligheder vil blive anvendt:

Tabel 91.01: Scenarier for den ekstraordinære vækstperiode

Scenarie	Sandsynlighed
Tiltagende højkonjunktur	20%
Økonomisk afmatning	50%
Hård recession	30%

Kilde: Egen tilvirkning

Med henblik på at værdiansætte synergieffekterne vil vi udarbejde værdiansættelser, inden for hver af disse tre scenarier, for hhv. DAB, Spar nord og fusionsbanken ekskl. synergieffekter og fusionsbanken inkl. synergieffekterne. Værdien af synergieffekterne kan herefter bestemmes efter følgende formel (Damodaran 2012 s. 715-718):

Værdi af synergieffekter = Fusionsbank ekskl. synergieffekter – Fusionsbank inkl. synergieffekter

hvor fusionsbank ekskl. synergieffekter er summen af værdiansættelsen for DAB og Spar Nord hver for sig, mens fusionsbank inkl. synergieffekter er de kombinerede cash flows for DAB og Spar Nord tilføjet synergieffekterne og tilbagediskonteret ved den gennemsnitlige egenkapitalomkostning for de to banker baseret på den vægtede betaværdi for de to banker, hvor den enkelte banks betavægt er bankens respektive andel af den samlede værdi af fusionsbanken ekskl. synergieffekter.

Tabel 91.02: Samlet overblik over værdiansættelsscenarier og sandsynlighedsvægte

Scenarie	Spar Nord	DAB	Synergieffekter
Tiltagende højkonjunktur	20%	20%	20%
Økonomisk afmatning	50%	50%	50%
Hård recession	30%	30%	30%
Samlet værdi	100%	100%	100%

Kilde: Egen tilvirkning

9.2 Egenkapitalomkostninger

Værdien af et aktiv i en tilbagediskonteret cash flow model er som nævnt ovenfor nutidsværdien af de forventede fremtidige cash flows fra aktivet. Nutidsværdien findes ved at tilbagediskontere de forventede men usikre cash flows med en diskonteringsfaktor, som afspejler risikoen, som investoren påtager sig, for at det faktiske afkast bliver anderledes end det forventede cash flow. Diskonteringsfaktoren skal således forstås som investors afkastkrav, og den afspejler således investors alternativomkostning, dvs. det afkast, som investor kan opnå gennem en alternativ investering med tilsvarende risiko (*Koller et al. 2015 s. 64*). Det er imidlertid alene risikoen for den marginale investor, som tages i betragtning ved værdiansættelsen, dvs. risikoen for den investor, som der på ethvert givent tidspunkt er størst sandsynlighed for at ville handle aktivet, og som derfor sætter prisen (*Damodaran 2012 s. 65-68*). Den marginale investor antages at være fuldt diversificeret i markedet, og vil derfor alene kræve kompensation for den risiko, som tilføjes porteføljen og ikke kan diversificeres bort, dvs. markedsrisikoen.

Da vi foretager en værdiansættelse af egenkapitalen via FCFE-modellen, er det alternativomkostningen eller afkastkravet for investering i egenkapitalen, som er relevant for os. Der er forskellige modeller, for hvordan denne omkostning kan opgøres, men vi vælger her at gøre brug af den mest udbredte model, som er CAPM. Dvs. vi antager, at alle investorer er fuldt diversificerede og besidder en kombination af to aktivtyper, hhv. et risikofrit aktiv og den fulde markedsportefølje. Risikoen ved et individuelt aktiv opgøres i denne sammenhæng, som

den risiko det enkelte aktiv tilføjer til den fulde markedsportefølje, hvilket i standardiseret form kan udtrykkes via Beta (*Damodaran 2012 s. 65-68*):

$$\text{Beta} = \frac{\text{Covariansen for aktiv i og markedsporteføljen}}{\text{Variansen for markedsporteføljen}} = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2}$$

hvor et aktiv med gennemsnitlig risiko har en covarians med markedet, som er identisk med markedets egen varians og dermed en betaværdi på 1, mens mere risikable aktivers beta er højere en 1, og et risikofrit aktiv har en betaværdi på 0.

Det forventede afkast til et individuelt aktiv, og dermed investors afkastkrav, er således lineært forbundet til aktivets betaværdi, og kan udtrykkes via følgende formel (*Damodaran 2012 s. 68*):

$$E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f] = R_f + \beta_i * MRP$$

hvor $E(R_i)$ er det forventede afkast, R_f er den risikofrie rente, β_i er aktivets risiko, og MRP er markedsrisikopræmien forstået som det merafkast investorerne kræver for at investere i den risikofyldte markedsportefølje fremfor det risikofrie aktiv.

I det efterfølgende vil vi således estimere værdierne for hhv. den risikofrie rente og MRP samt beta for hhv. DAB og Spar Nord med henblik på at fastlægge de samlede egenkapitalomkostninger til diskontering af de forventede cash flows i de tre værdiansættelsesscenarier.

9.2.1 Risikofri rente

Den risikofrie rente skal opfylde 2 grundlæggende kriterier for at kvalificere som risikofri. Afkastet må ikke være forbundet med hverken misligholdelsesrisiko eller genplaceringsrisiko (*Damodaran 2012 s. 154-155*). For fuldt ud at opnå et risikofrit afkast og eliminering af genplaceringsrisikoen via et perfekt match mellem tidshorisont på cashflows og den risikofrie rente, bør vi ideelt set anvende en række nulkupon-renter med løbetider svarende til hvert enkelt cash flow år. Af praktiske årsager anvendes dog i almindelighed renten på den 10-årige statsobligation, som et udtryk for den risikofrie rente (*Damodaran 2012 s. 155*). Den 10-årige danske statsobligation har imidlertid gennem længere tid været meget lav, eksempelvis er den pr. 17. april 2019 nede i ca. 0,17% (*investing.com (1)*). Det lave renteniveau synes dog primært at være udtryk for en kunstigt lav rente som konsekvens af EBCs omfattende program APP for opkøb af obligationer mv. som blev indledt i marts 2015 (*ECB (1)*). I og med at det lave renteniveau i den 10-årige danske statsobligation er sammenfaldende med

opkøbsprogrammet, jf. figur 921.01 (*Bilag A*). Ifølge Nationalbanken vurderer ECB selv at effekten af opkøbsprogrammet isoleret set mindsker den gennemsnitlige 10-årige statsrente i euroområdet med 1,0 pct.-point i 2019 (*Nationalbanken (4)*). Dette underbygges af Fernandez et al. 2019, som i sin årlige spørgeskemaundersøgelse vedr. den anvendte risikofrie rente og MRP i 69 lande finder, at den gennemsnitligt anvendte risikofrie rente i 24 europæiske lande er højere end det aktuelle renteniveau for den 10-årige statsobligation i samme lande. Undersøgelsen finder, at den gennemsnitligt anvendte risikofrie rente blandt professionelle i Danmark i 2019 er 1,2%.

Ved fastsættelsen af den risikofrie rente for vores tre scenarier tager vi således udgangspunkt i en risikofri rente på 1,2%. Vi betragter økonomisk afmatning, som det mest sandsynlige scenarie, og sætter renten i dette scenarie lig med udgangspunktet. Vi fastsætter herefter den risikofri rente for hård recession til 0,5%. Mens vi fastsætter renten i for det mindst sandsynlige scenarie, tiltagende højkonjunktur, til 3,0%. Renten i den stabile vækstperiode fastsætter vi til 3,5% på baggrund af de langsigtede forventninger fastsat af Det Sagkyndige Råd, som er nedsat af hhv. Forsikring & Pension og Finans Danmark med det formål af fastlægge af forudsætninger for pensionsprognoser. Rådets risikofrie rente er baseret på en forventet langsigtet produktivitetsvækst på 1,5% og inflation på 2% (*Finansdanmark (2)*).

Tabel 921.02: Risikofrie renter for ekstraordinær og stabil vækstperiode i scenarier

Scenarie	Ekstraordinær vækst	Stabil vækst
Tiltagende højkonjunktur	3,0%	3,5%
Økonomisk afmatning	1,2%	3,5%
Hård recession	0,5%	3,5%

Kilde: Egen tilvirkning

9.2.2 Markedsrisikopræmie

Markedets risikopræmie (MRP) er defineret som den gennemsnitlige præmie i forhold til den risikofrie rente, som investorer kræver for at investere i aktiver med gennemsnitlig eller systematisk risiko (*Damodaran 2018 s. 161*). Risikopræmien bør således være en funktion af den overordnede samfundsøkonomiske tilstand, navnlig bør risikopræmien afspejle den aktuelle kollektive risikoaversion hos investorerne og den aktuelle samfundsøkonomiske risiko i form af usikkerhed vedr. inflation, renteutvikling og vækst (*Damodaran 2018 s. 202-204*).

Der er forskellige tilgange til at estimere risikopræmien. En udbredt metode er at opgøre det historisk realiserede merafkast fra aktiemarkedet i forhold til den risikofrie rente (*Damodaran 2018 s. 204-206*). Denne metode har dog betydelige svagheder, som primært handler om

statistisk usikkerhed, idet det realiserede årlige aktieafkast svinger betydeligt. For at opnå et estimat for den historiske risikopræmie med acceptabel statistisk usikkerhed, skal der derfor anvendes en meget lang tidshorisont. Eksempelvis er den historiske risikopræmie for det danske marked fra 1900-2016 opgjort til 3,3% ved geometrisk gennemsnit og til 5,2% ved aritmetisk gennemsnit, men trods den lange tidshorisont er opgørelserne fortsat behæftet med en standardfejl på 3,28%, hvilket gør dem meget upålidelige (*Damodaran 2018 s. 218*). Den lange tidshorisont betyder endvidere, at risikopræmien bliver relativt ufølsom overfor den aktuelle usikkerhed i økonomien.

Som alternativ til den historiske risikopræmie kan der i stedet opgøres en implicit risikopræmie for aktiemarkedet via det aktieafkast, som betinger det aktuelle prisniveau for markedet, givet de aggregerede forventede potentielle dividender i form af både udbytte og aktietilbagekøb samt den forventede samlede vækst i indtjeningen (*Damodaran 2018 s. 219-221*). Den krævede aktieafkast udledes således via FCFE-modellen anvendt på et aktieindeks, der er repræsentativt for det samlede aktiemarked, typisk S&P 500, hvor den ubekendte faktor er aktieafkastet. Herefter fratrækkes den aktuelle risikofrie rente, som matcher det anvendte indeks, for at finde risikopræmien. Ifølge Damodaran kan den implicitte risikopræmie udledt via S&P 500, overføres direkte til andre lande, sålænge der er tale om avancerede markeder uden af uden landerisiko (*Damodaran 2012 s. 167-168*). Udover lavere statistisk usikkerhed end den historiske risikopræmie er fordelene ved den implicitte risikopræmie, at den er markedsdrevet og aktuel, således at den reagerer direkte på ændringer i aktiemarkedets prissætning, den forventede vækst i indtjeningen og den risikofrie rente (*Damodaran 2012 s. 172-176*). Eksempelvis steg den implicitte risikopræmie markant og hurtigt fra 4,54% den 12. september 2008 til 6,5% den 16. oktober 2008, som reaktion på finanskrisen (*Damodaran 2018 s. 224-225*).

Baseret på ovenstående vælger vi at tage udgangspunkt i den implicitte risikopræmie i forhold til fastsættelsen af risikopræmien for vores scenarier. Vi anvender i den forbindelse Damodarans løbende månedlige opgørelse af den implicitte risikopræmie ud fra S&P 500-indexet, som pr. 1. april 2019 opgjort til 5,75% (*Damodaran 2019*), som udgangspunkt for risikopræmien i den ekstraordinære vækstperiode i scenarierne. I vores mest sandsynlige scenarie, økonomisk afmatning, sætter vi risikopræmien lig med udgangspunktet, dvs. 5,75%. Vi fastsætter herefter risikopræmien ved hård recession 1 pct.-point højere, dvs. 6,75%, for at afspejle den forøgede økonomiske usikkerhed og risikoaversion ved et sådan scenarie.

Omvendt fastsætter vi risikopræmien for scenariet ved tiltagende højkonjunktur 1 pct.-point lavere, dvs. 4,75%.

Ligesom for den risikofrie rente fastsætter vi markedsrisikopræmien for stabilvækst på baggrund af de langsigtede forventninger fastsat af Det Sagkyndige Råd. Rådets risikopræmie på 3,0% er baseret på en forventet langsigtet aktieafkast på 6,5% om året fratrukket den forventede langsigtede risikofrie rente på 3,5% (*Finansdanmark (2)*). Denne risikopræmie ligger i øvrigt tæt op ad det ovenfornævnte geometriske gennemsnit for den historiske risikopræmie for det danske marked på 3,3%.

Tabel 922.01: Markedsrisikopræmie for ekstraordinær og stabil vækstperiode i scenarier

Scenarie	Ekstraordinær vækst	Stabil vækst
Tiltagende højkonjunktur	4,75%	3,0%
Økonomisk afmatning	5,75%	3,0%
Hård recession	6,75%	3,0%

Kilde: Egen tilvirkning

9.2.3 Beta

Beta-værdien angiver som nævnt ovenfor den markedsrisiko som det enkelte aktiv tilføjer til den fulde markedsportefølje. Værdien findes typisk gennem en regressionsanalyse af det historiske afkast for en given aktie over en given periode i forhold til afkastet for et markedsindeks, hvor sidstnævnte anvendes som proxy for den fulde markedsportefølje (*Damodaran 2012 s. 183-189*). En beta baseret på denne tilgang er imidlertid typisk behæftet med betydelig statistisk usikkerhed, som gør værdien upålidelig. Hvis den anvendte beta samtidig er leveret af markedsdatabureau, bliver pålideligheden yderligere svækket, idet disse tjenester typisk anvender et lokalt indeks, som ikke er tilstrækkeligt diversificeret, ignorerer dividender i afkastberegningen, og udfører en standardjustering af betaværdien, som nærmer den mod 1 (*Damodaran 2012 s. 187*). Konsensusanbefalingen i den akademiske litteratur er derfor at anvende en gennemsnitlig branche beta for sammenlignelige aktier baseret på korrekt beregnede regressionsbetaer for de enkelte aktier (*Damodaran 2012 s. 197-199*, *Koller et al. 2015 s. 254-258*), idet den statistiske usikkerhed ved et gennemsnit af flere regressionsbetaer er væsentlig mindre end for den enkelte regressionsbeta. Korrekt beregning af regressionsbeta omfatter intervallet af afkastopgørelsen, længden af regressionsperioden samt valget af markedsindeks. Intervallet for afkastperioden bør være opgjort månedligt for at tage højde for lav handelsaktivitet på relativt illikvide aktier, ligeledes bør afkastberegningen tage højde for udbytte (*Damodaran 2012 s. 185*, *Koller et al. s. 256*):

$$R_{i,t} = (Pris_{i,t} - Pris_{i,t-1} + Udbytte_i) / Pris_{i,t-1}$$

hvor $R_{i,t}$ er afkastet på aktien i måned t , $Pris_{i,t}$ er kursen på aktien ultimo måned t og $Udbytte_{i,t}$ er udbyttet fra aktien i den måned, hvor investor er berettiget til udbyttet (ex-udbyttedato). Længden på regressionsperioden bør være 5 år, da regressionen bør omfatte mindst 60 datapunkter af månedlige afkast. Endelig bør markedsindekset være et værdivægtet og veldiversificerede, således at det kan repræsentere en fuld markedsportefølje. En mindre lokal markedsindeks, som fx OMXC25, vil være for snævert idet det typisk er domineret af relativt få store selskaber eller brancher.

Baseret på ovenstående beregner vi derfor branche betaer for DAB og Spar Nord baseret på gennemsnittet af vores manuelt beregnede regressionsbetaer for de børsnoterede danske banker. Vi underopdeler dog den samlede banksektor i gruppe 1, 2 og 3, idet forretningsmodellen typiske er bredere i de større banker, hvorfor deres risiko må antages at være forskellig fra de mindre banker (*Damodaran 2018 s. 539*). Regressionsperioden er 60 måneder fra 31. juli 2012 til 29. marts 2019. Afkastberegningen inkluderer udbytte, og vi anvender MSCI Europe som markedsindeks. Gennemsnittet for hver gruppe udregnes som et simpelt gennemsnit, idet vægtning i forhold til markedsværdi af de enkelte banker vil forøge den statistiske usikkerhed (*Damodaran 2012, s. 199*). Samtidig sikrer underopdelingen af sektoren i grupper, at de små bankers beta ikke bliver overvægtet i forhold til de store banker. Beregningen af beta for de enkelte banker fremgår af Bilag F, mens figur 923.01 (*Bilag A*) viser overblikket over betaværdier opdelt på bankgrupper.

Vi anvender således den gennemsnitlige beta for gruppe 1, som vi har beregnet til 0,4848 som beta for Spar Nord i den ekstraordinære vækst periode og den gennemsnitlige beta for gruppe 3 på 0,3743 som beta for DAB.

Beta for fusionsbanken i synergiscenarierne fastsættes som den vægtede sum af DAB og Spar Nords individuelle betaværdier, hvor bankens beta vægt er lig med bankens andel af den samlede værdi af fusionsbanken ekskl. synergieffekter, dvs. af summen af de to bankers individuelle værdi i det pågældende scenarie (*Damodaran 2012 s. 718*).

I den stabile vækstperiode sætter vi beta til 1 for begge banker. Dette skyldes, dels at beta værdier for etablerede virksomheder generelt bør nærme sig den gennemsnitlige markedsrisiko under stabil vækst (*Damodaran 2012 s. 311*), dels at vi under den stabile vækstperiode lader begge banker vokse med den fulde vækstrate i samfundsøkonomien i form af den relativt høje risikofrie rente på 3,5%. En beta på 1 under stabilvækst betyder samtidig,

at egenkapitalomkostningen bliver identisk med det gennemsnitligt forventede langsigtede aktieafkast på 6,5%. Vi kan herefter også sætte den forventede egenkapitalforretning for bankerne under stabil vækst til 6,5%. Vi antager dermed, at bankernes indtjening vokser med samfundsøkonomien under den stabile vækstperiode, men der er ikke noget merafkast for bankerne i forhold til egenkapitalomkostningerne (*Damodaran 2012 s. 306-314*).

9.2.4 Samlede egenkapitalomkostninger

Ovenfor har vi estimeret den risikofrie rente, markedsrisikopræmie og beta for DAB, Spar Nord og synergieffekterne i fusionsbanken under såvel den ekstraordinære og den stabile vækstperiode. Vi er således nu i stand til at udregne den samlede egenkapitalomkostning for de tre scenarier via formelen for CAPM.

Tabel 924.01: Egenkapitalomkostninger for ekstraordinær og stabil vækstperiode i scenarier

Scenarie	DAB	Spar Nord	Synergieffekter	Stabil vækst
Tiltagende højkonjunktur	4,78%	5,30%	5,24%	6,5%
Økonomisk afmatning	3,35%	3,99%	3,92%	6,5%
Hård recession	3,03%	3,77%	3,72%	6,5%

Kilde: Egen tilvirkning

9.3 Estimering af cash flows

Nedenfor vil vi fastlægge estimeringsparametrene for elementer, som definerer de forventede cash flows og tilhørende balanceposter mv. i de tre scenarier for hhv. DAB, Spar Nord og fusionsbanken. Vi koncentrerer os om at definere baseværdier, vækstrater, rentesatser og ratioer. De konkrete cash flows, dækningsbidrag, balanceposter mv., som følger af disse parametre, fremgår af bilag E. I forhold til fastsættelsen af parametrene baserer vi os dels på de ovenstående analyser af kreditrisiko, kapitalforhold og performance for hhv. DAB, Spar Nord og sektoren, dels på markedsudviklingsrapporter og statistisk materiale fra Finanstilsynet vedr. den historiske udvikling i perioden op til finanskrisen, under finanskrise og i den seneste periode efter finanskrisen.

For fusionsbanken gælder generelt, at de forventede cash flows består af summen af de respektive delelementer fra hhv. DAB og Spar Nord scenarierne. Estimeringsparametre for disse elementer vil derfor ikke blive beskrevet specifikt for fusionsbanken. De elementer, som er specifikke for fusionsbanken, fx omkostningsbesparelserne, vil dog blive beskrevet.

9.3.1 Dækningsbidrag fra udlån

Vores estimering af dækningsbidraget fra udlån gennem de næste fem år tager udgangspunkt i bankernes udlånsbalance ultimo 2018 og forventninger til udviklingen i udlånsvæksten og udlånsrentemarginalen i de tre scenarier.

I scenariet for tiltagende højkonjunktur forventer vi en lineært tiltagende vækst over de næste fem år, som tager udgangspunkt i den gennemsnitlige udlånsvækst i hhv. DAB og Spar Nord over den seneste periode fra 2016-2018, som for begge banker er ca. 5%. Vi lader udlånsvæksten toppe på 15% for begge banker, fordi vækstniveauet i udgangspunktet er lavere end i perioden op til finanskrisen, og fordi vi antager, at vækstpotentialet er mindre, ikke mindst pga. de indførte regulatoriske begrænsninger.

I afmatningsscenariet forventer vi omvendt en lineært aftagende vækst i udlånsvæksten. Vi tager udgangspunkt i udlånsvæksten i 2018 for de to banker på hhv. 2% for DAB og 6% for Spar Nord, og lader væksten falde til hhv. -5% og -1%. Vi sætter således den afsluttende udlånsvækst for DAB væsentligt lavere end for Spar Nord, fordi DABs geografiske forretningsområde er økonomisk svagere end Spar Nords, hvilket underbygges af at udlånsvæksten gennem de seneste år har været væsentligt svagere i DAB sammenlignet med Spar Nord

I recessionsscenariet forventer vi et kraftigt pludseligt fald i udlånet i det første år, som herefter lineært aftager over de næste år. Vi antager, at DABs udlånsvækst bliver hårdere ramt end Spar Nord, da dette var tendensen under finanskrisen både generelt fsva. grp. 1 banker i forhold til grp. 3 og konkret for Spar Nord i forhold til DAB.

Tabel 931.01: Forventet udlånsvækst i scenarier

Scenarie	Base	2019	2020	2021	2022	2023
Højkonjunktur						
DAB	5,00%	7,00%	9,00%	11,00%	13,00%	15,00%
Spar Nord	5,00%	7,00%	9,00%	11,00%	13,00%	15,00%
Afmatning						
DAB	2,00%	0,60%	-0,80%	-2,20%	-3,60%	-5,00%
Spar Nord	6,00%	4,60%	3,20%	1,80%	0,40%	-1,00%
Recession						
DAB	5,00%	-15,00%	-11,25%	-7,50%	-3,75%	0,00%
Spar Nord	5,00%	-10,00%	-9,19%	-8,38%	-7,56%	-6,75%

Kilde: Egen tilvirkning

I forhold til udviklingen i udlånsmarginale forventer vi, at pengemarkedsrenten under den tiltagende højkonjunktur stiger lineært til fra det aktuelle niveau på ca.- 0,5% til 1,0% i 2023. I afmatnings-scenariet antager vi at den holder sig konstant på nuværende niveau, mens vi i recessionsscenariet antager, at den falder til -1,5% i 2019 for derefter at rette sig til det nuværende niveau igen i 2023.

Tabel 931.02: Forventet pengemarkedsrente i scenarier

Scenarie	Base	2019	2020	2021	2022	2023
Højkonjunktur	-0,5%	-0,20%	0,10%	0,40%	0,70%	1,00%
Afmatning	-0,5%	-0,50%	-0,50%	-0,50%	-0,50%	-0,50%
Recession	-0,5%	-1,50%	-1,25%	-1,00%	-0,75%	-0,50%

Kilde: Egen tilvirkning

I forhold til udlånmarginalen antager vi, at begge banker vil hhv. sænke udlånsrenten og dermed yderligere indsnævre udlånmarginalen yderligere end blot pengemarkedsrentens effekt under højkonjunktoren, som udtryk for høj risikoappetit.

Tabel 931.03: Forventet udlånmarginal i scenarier

Scenarie	Base	2019	2020	2021	2022	2023
Højkonjunktur						
DAB	5,76%	5,35%	4,95%	4,55%	4,15%	3,75%
Spar Nord	4,49%	4,11%	3,73%	3,36%	2,98%	2,61%
Afmatning						
DAB	5,76%	5,76%	5,76%	5,76%	5,76%	5,76%
Spar Nord	4,49%	4,49%	4,49%	4,49%	4,49%	4,49%
Recession						
DAB	5,76%	6,76%	6,51%	6,26%	6,01%	5,76%
Spar Nord	4,49%	5,49%	5,24%	4,99%	4,74%	4,49%

Kilde: Egen tilvirkning

Vi antager konservativt, at faldet i udlånsrenten for begge banker vil være i niveauet -2% pr. år, idet vi samtidig antager, at der vil være stigende efterspørgsel på lån, hvilket må begrænse priskonkurrencen (det gennemsnitlige fald i udlånsrenten fra 2015-2018 var ca. -8,5% pr. år for begge banker). Under afmatningsscenariet antager vi, at de begge vil fastholde udlånsrenten og dermed udlånmarginalen på sit nuværende niveau, og endelig antager vi, at de vil lade udlånmarginalen stige med i takt med pengemarkedsrentens fald under recessionsscenariet.

9.3.2 Dækningsbidrag fra Indlån

I scenariet for tiltagende højkonjunktur forventer vi en lineært tiltagende vækst over de næste fem år, som tager udgangspunkt i den gennemsnitlige indlånsvekst i hhv. DAB og Spar Nord over den seneste periode fra 2016-2018 på hhv. 1,00% og 4,5%. Vi lader udlånsvæksten toppe på 10% for begge banker, fordi væksten i indlånet i perioden op til finanskrisen også var lidt svagere end udlånsvæksten. I afmatningsscenariet antager vi at indlånsvæksten i DAB fastholdes konstant på 1%, som svarer til gennemsnittet fra 2016-2018, mens vi for Spar Nord antager, at indlånsvæksten vil falde lineært fra niveauet i 2016-2018-niveau på ca. 4,5% til 1%, som svarer til niveauet for grp. 1 i 2012-2015. I recessionsscenariet forventer vi en svag

negativ vækst i indlånet i det første år, som lineært retter sig til en svag positiv vækst over de næste år, da det synes at være tendensen under finanskrisen.

Tabel 932.01: Forventet indlånsvækst i scenarier

Scenarie	Base	2019	2020	2021	2022	2023
Højkonjunktur						
DAB	1,00%	3,00%	5,00%	7,00%	9,00%	10,00%
Spar Nord	4,50%	5,60%	6,70%	7,80%	8,90%	10,00%
Afmatning						
DAB	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Spar Nord	4,50%	3,80%	3,10%	2,40%	1,70%	1,00%
Recession						
DAB	1,00%	-3,00%	-1,50%	0,00%	1,50%	3,00%
Spar Nord	4,50%	-3,00%	-1,50%	0,00%	1,50%	3,00%

Kilde: Egen tilvirkning

I forhold til indlåns marginalen forventer vi at denne vil udvikle sig ens for begge banker inden for hvert scenarie. Under højkonjunktoren antager vi at de vil lade indlåns marginalen følge pengemarkedsrenten indtil denne bliver positiv i 2020, hvorefter vi antager, at de giver halvdelen af stigningen i pengemarkedsrenten videre til kunderne, hvilket reducere stigningen i indlåns marginalen. I afmatningsscenarioet antager vi at bankerne fortsætter med nulrente på indlånet, således at indlåns marginalen er identisk med pengemarkedsrenten. Under recessionsscenarioet hvor pengemarkedsrenten falder i starten, antager vi, at bankerne bliver tvunget til at indføre netto negativ indlånsrente for at begrænse tabet. Vi antager derfor, at indlånsrenten sænkes til -0,5% og holder dette niveau, indtil pengemarkedsrenten når samme niveau som i udgangspunktet, hvorefter vi igen sætter indlåns marginalen lig med pengemarkedsrenten.

Tabel 932.02: Forventet indlåns marginal i scenarier

Scenarie	Base	2019	2020	2021	2022	2023
Højkonjunktur	-0,50%	-0,20%	0,05%	0,20%	0,35%	0,50%
Afmatning	-0,50%	-0,50%	-0,50%	-0,50%	-0,50%	-0,50%
Recession	-0,50%	-1,00%	-0,75%	-0,50%	-0,25%	-0,50%

Kilde: Egen tilvirkning

9.3.3 Dækningsbidrag fra gebyrer og provisioner

Som udgangspunkt for dækningsbidraget fra nettogebyrindtægter anvender vi bankernes gennemsnit respektive gennemsnit niveau fra perioden 2015-2018, i og med at der er tale om transaktionsbaserede indtægter, som kan være volatile. Vi fremskriver herefter dette niveau med vækstrater.

I højkonjunkturscenariet antager vi, at der vil være et stigende transaktionsomfang. Her lader vi derfor nettogebyrindtægterne stige med hhv. 5% pr. år for DAB og 10% for Spar Nord. Den mindre vækstrate for DAB, skyldes at DABs vækst i nettogebyrindtægter gennem de seneste 6 år konsekvent har været markant lavere end Spar Nords. I afmatningsscenariet holder vi niveauet konstant med udgangspunktet for begge banker. Under recessionen antager vi derimod, at transaktionsomfanget for begge banker falder kraftigt i starten og hvorefter den negative vækst lineært retter sig til positiv vækst over de efterfølgende år.

Tabel 933.01: Forventet vækst i gebyrer og provisioner i scenarier

Scenarier	Base (t.kr)	2019	2020	2021	2022	2023
Højkonjunktur						
DAB	233.881	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Spar Nord	1.081.500	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
Afmatning						
DAB	233.881	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Spar Nord	1.081.500	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Recession						
DAB	233.881	-15,00%	-10,00%	-5,00%	0,00%	5,00%
Spar Nord	1.081.500	-15,00%	-10,00%	-5,00%	0,00%	5,00%

Kilde: Egen tilvirkning

9.3.4 Dækningsbidrag fra øvrige indtægter

I lighed med gebyrindtægterne er øvrige indtægter en volatil indtægtskilde, som primært består af indtægter fra kursreguleringer og udbytte. Som udgangspunkt for dækningsbidraget anvender vi derfor et gennemsnit af dækningsbidraget i de to banker i perioden 2015-2018. Under højkonjunktur og afmatning lader vi niveauet være konstant gennem de næste 5 år, mens vi ved recession antager at der vil komme et kraftigt dyk i disse indtægter i det første år, hvorfra beløbet i stigende grad vokser over de følgende år.

Tabel 934.01: Forventet vækst i øvrige indtægter i scenarier

Scenarier	Base (t.kr)	2019	2020	2021	2022	2023
Højkonjunktur						
DAB	9.643	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Spar Nord	644.604	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Afmatning						
DAB	9.643	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Spar Nord	644.604	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Recession						
DAB	9.643	-20,0%	0,00%	1,67%	3,33%	5,00%
Spar Nord	644.604	-20,0%	0,00%	1,67%	3,33%	5,00%

Kilde: Egen tilvirkning

9.3.5 Basisomkostninger

Basisomkostningerne består i overvejende grad af personale- og administrationsudgifter, hvor It-udgifterne er hovedparten af administrationsudgifterne. Vi antager, at administrationsudgifterne holder sig konstante gennem de næste fem år, mens vi antager, at personaleudgifterne udvikler sig i forhold til størrelsen på udlånsmassen, således at bankerne holder deres gennemsnitlige bemanning i filialerne i samme relative forhold til udlånsmassen som i 2018. For DAB vil det sige 31,37 filialmedarbejdere pr. udlånsmilliard og for Spar Nord 25,79 filialmedarbejdere pr. udlånsmilliard. Ændringen i personaleudgifter vil herefter være ændringen i antal filialmedarbejdere pr. år gange den gennemsnitlige personaleudgift pr. medarbejder i 2018.

Tabel 935.01: Eksempel på udvikling i basisomkostninger for DAB under højkonjunktur

Scenarie:Højkonjunktur	Base(t.kr)	2019	2020	2021	2022	2023
Udlån	6.247.365	6.684.681	7.286.302	8.087.795	9.139.208	10.510.090
Basisomkostninger primo	443.659	443.659	453.976	468.191	487.127	511.969
Filialmedarbejdere pr. udlånsmilliard	31,37	31,37	31,37	31,37	31,37	31,37
Filialmedarbejdere Ultimo	196	210	229	254	287	330
Ændring i filialmedarbejdere	0	14	19	25	33	43
Ændring i filial personaleudgifter	0	10.317	14.214	18.937	24.842	32.390
Basisomkostninger Ultimo	443.659	453.976	468.191	487.127	511.969	544.358
Heraf personaleudgifter	260.686	271.003	285.218	304.154	328.996	361.385

Kilde: Egen tilvirkning

I forhold til værdiansættelsen af synergieffekten tager vi udgangspunkt i summen af de samlede basisomkostninger og personaleudgifter for DAB og Spar Nord i 2018 og det summerede antal filialmedarbejdere. Dette giver en gennemsnitlige bemanning i filialerne pr. udlånsmilliard på 26,55 for fusionsbanken. Vi antager, at fusionsbanken i løbet af 3 år nedbringer bemanning til Spar Nords niveau i 2018, dvs. 25,79, og holder dette niveau efterfølgende. Ligeledes antager vi, at de øvrige omkostningsbesparelser i form af nedlagte filialer og stabsfunktioner samt øvrige administrative besparelser indføres over 3 år. Disse udgifter vil således i stigende omfang blive trukket ud af de samlede basisomkostninger i løbet af de kommende 5 år.

Tabel 935.02: Eksempel på Udvikling i basisomkostninger for fusionsbanken under højkonjunktur

Scenarie: Højkonjunktur	Base (t.kr)	2019	2020	2021	2022	2023
Udlån	45.798.365	49.004.251	53.414.633	59.290.243	66.997.974	77.047.670
Basisomkostninger primo	2.366.659	2.366.659	2.391.554	2.409.000	2.420.273	2.475.975
Filialmedarbejdere pr. udlånsmillion	26,55	26,30	26,04	25,79	25,79	25,79
Filialmedarbejdere Ultimo	1216	1289	1391	1529	1728	1987
Ændring i filialmedarbejdere	0	73	102	138	199	259
Ændring i filial personaleudgifter	0	54.745	77.146	100.823	145.252	189.386
Øvrige Omkostningsbesparelser	0	-29.850	-59.700	-89.550	-89.550	-89.550
Basisomkostninger ultimo	2.366.659	2.391.554	2.409.000	2.420.273	2.475.975	2.575.812
Heraf personaleudgifter	1.412.686	1.467.431	1.544.577	1.645.400	1.790.652	1.980.039

Kilde: Egen tilvirkning

9.3.6 Nedskrivninger og bruttoeksponeringer

Vi estimerer de fremtidige nedskrivninger i de tre scenarier på baggrund af den forventede årlige nedskrivningsprocent i forhold til bruttoeksponeringerne. Dette indebærer, at vi estimerer såvel nedskrivningsprocenten som bruttoeksponeringerne.

Tabel 936.01: Forventet udvikling i nedskrivningsprocent i scenarier

Scenarier	Base	2019	2020	2021	2022	2023
Højkonjunktur						
DAB	0,10%	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%
Spar Nord	0,10%	0,10%	0,10%	0,10%	0,10%	0,10%
Afmatning						
DAB	0,10%	0,58%	1,06%	1,54%	2,02%	2,50%
Spar Nord	0,10%	0,28%	0,46%	0,64%	0,82%	1,00%
Recession						
DAB	0,10%	4,00%	3,28%	2,55%	1,83%	1,10%
Spar Nord	0,10%	2,00%	1,68%	1,35%	1,03%	0,70%

Kilde: Egen tilvirkning

Vi antager, at nedskrivningsprocenten under højkonjunktoren holder sig på sit nuværende lave niveau. Dog øger vi den en anelse, således at der ikke bliver tale om nettotilbageførsler af nedskrivninger, hvormed vi forsøger at tage højde for effekten af nedskrivningsreglerne i IFRS9. Vi sætter nedskrivningsprocenten for DAB en anelse højere end for Spar Nord på grund af den generelt svagere bonitet på udlånsporteføljen i DAB.

Under afmatningsscenariet antager vi at nedskrivningsprocenten gradvist vil stige for begge banker, således at den topper på hhv. 2,5% for DAB og 1,0% for Spar Nord. Dette svarer ca. til niveauet for DAB/grp. 3 i perioden 2012-2015 og for Spar Nord/grp. 2 i samme periode.

I recessionsscenariet antager vi, at nedskrivningsprocenten stiger markant i det første år og derefter gradvist falder over de følgende år. Niveauet det første år fastsættes i forhold til niveauet i 2009 for hhv. DAB/grp.2 og Spar Nord/grp. 1, mens slutniveauerne svarer til de respektive gennemsnitlige niveauer i perioden 2014-2017.

Bruttoeksponeringerne består af tre elementer hhv. udlån, garantier og akkumulerede nedskrivninger, hvoraf estimering af de sidste to elementer udestår.

Tabel 936.02: Forventet udvikling i garantier i scenarier

Scenarier	Base (t.kr.)	2019	2020	2021	2022	2023
Højkonjunktur						
DAB	2.315.646	12,60%	13,20%	13,80%	14,40%	15,00%
Spar Nord	12.092.000	6,00%	7,00%	8,00%	9,00%	10,00%
Afmatning						
DAB	2.315.646	2,20%	0,40%	-1,40%	-3,20%	-5,00%
Spar Nord	12.092.000	0,60%	0,20%	-0,20%	-0,60%	-1,00%
Recession						
DAB	2.315.646	-20,00%	-16,25%	-12,50%	-8,75%	-5,00%
Spar Nord	12.092.000	-10,00%	-7,50%	-5,00%	-2,50%	0,00%

Kilde: Egen tilvirkning

Vi tager udgangspunkt i bankernes beholdning af garantier i 2018 og fremskriver med vækstrater. Generelt synes udviklingen i garantier at være væsentligt mere volatil i grp.3 banker i forhold til grp. 1. Under højkonjunktoren forventer vi at derfor at væksten i garantierne i DAB stiger gradvist til 15% fra et udgangspunkt ca. 12% i 2018, mens garantivæksten i Spar Nord forventes at stige til 10% fra et udgangspunkt på ca. 5%. I afmatningsscenariet forventer vi garantivækst gradvist at aftage til hhv. -5% og -1% for DAB og Spar Nord, fra væsentligt lavere udgangspunkter på hhv. 4% og 1% i 2018. Under recessionen forventer vi et kraftigt fald i det første år, hvor DAB bliver væsentligt hårdere ramt, hvorefter den negative vækst gradvist aftager over de efterfølgende år.

De akkumulerede nedskrivninger forventer vi under højkonjunktoren vil falde med 10% om året ift. 2018-niveauet for begge banker i takt med at tidligere nedskrivninger dels tilbageføres, dels afskrives som endeligt tabt. I afmatningsscenariet antager vi at 2018-nivesuet holdes konstant gennem perioden, mens vi under recessionsscenariet lader de akkumulerede nedskrivninger stige hvert år med 10% af det respektive års resultatførte nedskrivninger.

9.3.7 Skat

Skattemæssigt fastsætter vi for begge banker i alle tre scenarier, at skatprocenten holdes konstant på den gennemsnitlige effektive skatteprocent for perioden 2015-2018, hvilket vil sige 3,5% for DAB og 18% for Spar Nord. Dog sætter vi skatteprocenten til 0% i de år, hvor bankerne har et negativt resultat før skat.

9.3.8 Geninvestering i regulatorisk kapitalgrundlag

For at estimere den nødvendige geninvestering i regulatorisk kapitalgrundlag, skal vi fastsætte en kapitalprocent og estimere udviklingen i de risikovægtede aktiver for at opgøre det krævede kapitalgrundlag og herefter sammenholde det med det tilgængelige kapitalgrundlag i banken.

I forhold til kapitalprocenten fastsætter vi den til det maksimale regulatoriske kapitalgrundlag for bankerne på hhv. 15,6% for DAB og 17,5% for Spar Nord. Vi betragter således al egenkapital ud over det regulatorisk krævede som tilhørende aktionærerne og derfor som potentielt udbytte jf. FCFE-modellen. Da både DAB og Spar Nord aktuelt har en overdækning i forhold det maksimale regulatoriske kapitalkrav, reducerer vi gradvist kapitalprocenten fra de aktuelle niveauer til den regulatorisk krævede henover budgetperioden. I synergiscenarierne anvender vi kapitalprocenten for Spar Nord, idet fusionsbanken også vil være en grp. 1 bank. Vi afgrænser os endvidere i denne sammenhæng fra at tage højde for NEP-kravet.

Tabel 938.01: Eksempel på udvikling i risikovægtede aktiver for DAB under højkonjunktur

Scenarie:	Base	2019	2020	2021	2022	2023
Højkonjunktur	(t.kr)					
Bruttoeksponeringer	9.246.992	9.907.681	10.791.923	11.945.334	13.430.569	15.332.964
Kreditrisikovægtning	78%	78%	78%	78%	78%	78%
Kreditrisiko	7.275.116	7.727.991	8.417.700	9.317.360	10.475.844	11.959.712
Markedsrisiko	559.542	559.542	559.542	559.542	559.542	559.542
Operationel risiko	1.124.569	1.124.569	1.124.569	1.124.569	1.124.569	1.124.569
CVA-risiko	86	86	86	86	86	86
Risikovægtede aktiver i alt	8.911.389	9.412.188	10.101.897	11.001.557	12.160.041	13.643.909

Kilde: Egen tilvirkning

For så vidt angår de risikovægtede aktiver, antager vi, at bidragene fra markedsrisiko, operationel risiko og CVA-risiko er konstant gennem perioden og fastsætter niveauerne for disse som gennemsnittet i perioden 2014-2018 for hhv. DAB og Spar Nord. Udviklingen i de samlede risikovægtede aktiver vil således alene være bestemt af udviklingen i kreditrisikoen. Denne antager vi holder en konstant gennemsnitlig vægtning, i og med at begge banker

anvender standardmodellen for kreditrisiko, som er relativt ufølsom for ændringer i såvel bonitet og sammensætningen af eksponeringskategorier. Vi fastsætter således vægtningen for kreditrisiko til den gennemsnitlige vægtning i forhold til bruttoeksponeringerne i perioden 2014-2018 for begge banker. Denne vægtning udgør 78% af bruttoeksponeringerne for DAB og 82% for Spar Nord.

I forhold til kapitalgrundlaget tager vi udgangspunkt i bankernes kapitalgrundlag efter diverse fradrag ultimo 2018 med enkelte justeringer, jf. tabel 938.02 (*Bilag A*). Vi antager, som udgangspunkt at fradrag og tillæg til hver kapitaltype i kapitalgrundlaget, som var gældende ultimo 2018 er konstante gennem budgetperioden, bortset fra tillægget vedr. effekten af IFRS9. Dette fradrag reducerer vi gradvist henover perioden i henhold til overgangsordningen, som både DAB og Spar Nord gør brug af. Vi opgør på den baggrund det tilgængelig kapitalgrundlag og det krævede kapitalgrundlag. Forskellen mellem disse udgør den nødvendige geninvestering i egenkapitalen.

9.4 Resultater

Nedenfor vil vi analysere resultaterne af værdiansættelserne i de tre scenarier for DAB, Spar Nord og synergierne i fusionsbanken, med henblik på at fastlægge hvad den samlede værdi er for bankerne og synergieffekterne, hvor følsom værdien er for konjunkturændringer, og hvad årsagen er til følsomheden i værdiansættelsen.

9.4.1 Værdien af DAB

På baggrund af de estimerede cash flows og egenkapitalomkostninger kan værdien af DAB i de tre scenarier opgøres til nedenstående værdier.

Tabel 941.01: Samlet værdi af DAB

Scenarier	Højkonjunktur	Afmatning	Recession	Vægtet værdi
Værdi (t.kr)	1.818.593	1.195.065	594.073	1.139.473
Kursværdi (kr.)	10,43	6,85	3,41	6,53
Sandsynlighed	20%	50%	30%	100%

Kilde: Egen tilvirkning

Værdiansættelsen af DAB er relativt følsom for konjunkturændringerne, idet der er relativt stor forskel på værdien de tre scenarier i mellem. Værdien ved recession udgør således kun 32,7% af værdien ved højkonjunktur. Dette skyldes primært, at værdien ved recession er meget lav, og kun udgør 49,7% af værdien ved afmatningsscenariet. Årsagen til dette er, at DAB under recessionsscenariet bliver hårdt ramt på indtjeningen, som er negativ gennem hele budgetperioden, i en grad så det er nødvendigt at hente ekstern kapital fra aktionærerne i fire

ud af de fem år for at opretholde kapitalprocenten. Værdien af DAB i budgetperioden er således negativ med -126 mio. kr., hvormed den samlede værdi af DAB alene består af den resterende værdi af terminal perioden, efter budgetperiodens værdi er trukket fra. Resultatet stemmer med billedet fra såvel risiko- og performanceanalysen, som viste, at DABs eksponeringer var relativt konjunkturfølsomme og af svag bonitet, ligesom indtjeningsprofilen er skrøbelig, givet den lave dækningsgrad og store afhængighed af overskudsgraden givet ved nedskrivningsniveauet.

Tabel 941.02: Værdi af DAB ved hård recession

t.kr	2019	2020	2021	2022	2023
Basisindtægter	460.996	409.941	386.963	385.943	361.749
Basisomkostninger	421.503	407.388	399.037	395.175	395.175
Basisindtjening	39.493	2.552	-12.074	-9.232	-33.426
Resultat efter skat	-273.671	-231.498	-183.766	-128.260	-104.699
Geninvestering	-297.858	-196.092	-133.965	-91.427	-60.729
FCFE	24.187	-35.406	-49.801	-36.833	-43.970
Nutidsværdi	23.476	-33.356	-45.540	-32.692	-37.880
Budgetperiode	-125.992				
Terminal værdi	720.064				

Kilde: Egen tilvirkning

Under økonomisk afmatning bliver DAB ligeledes ramt på indtjeningen, idet resultat efter skat er negativt i fire ud af de fem år i budgetperioden. Dette skyldes ligeledes den svage dækningsgrad og overskudsgrad, idet basisomkostninger og nedskrivninger sluger indtægterne. Værdien af budgetperioden bliver imidlertid ikke negativ, da kapitalgrundlaget i dette scenarie er tilstrækkeligt stort, til at der er overdækning i forhold til kapitalprocenten. Som konsekvens er der et positivt potentielt udbytte i form af FCFE i de fire første år, mens der er underskud i det sidste år. Terminalværdien er højere end ved recessionen fordi egenkapitalen ved udgangen af budgetperioden er højere.

Tabel 941.03: Værdi af DAB ved økonomisk afmatning

t.kr	2019	2020	2021	2022	2023
Basisindtægter	538.139	534.812	526.475	513.392	496.019
Basisomkostninger	444.529	443.342	440.101	434.915	427.971
Basisindtjening	93.610	91.470	86.375	78.477	68.048
Resultat efter skat	40.151	-3.230	-49.162	-94.664	-138.294
Geninvestering	-72.330	-85.941	-103.181	-116.483	-125.340
FCFE	112.482	82.711	54.019	21.818	-12.954
Nutidsværdi	108.834	77.432	48.931	19.122	-10.985
Budgetperiode	243.335				
Terminal værdi	951.730				

Kilde: Egen tilvirkning

Under højkonjunktoren er resultatet efter skat positivt gennem hele perioden. Værdien af budgetperioden bliver imidlertid lidt lavere end under økonomisk afmatning, hvilket skyldes, at væksten i eksponeringerne under højkonjunktoren kræver væsentlige geninvesteringer i egenkapitalen. Denne geninvestering reducerer det potentielle udbytte betydeligt, idet indtjeningen trods væksten er relativt svag, navnlig på grund af DABs svage omkostningseffektivitet i form af dækningsgraden.

Tabel 941.04: Værdi af DAB ved tiltagende højkonjunktur

t.kr	2019	2020	2021	2022	2023
Basisindtægter	570.531	606.702	638.704	675.376	716.430
Basisomkostninger	453.976	468.191	487.127	511.969	544.358
Basisindtjening	116.555	138.511	151.576	163.407	172.072
Resultat efter skat	94.310	114.167	125.038	134.219	139.717
Geninvestering	16.228	44.833	67.415	91.462	117.662
FCFE	78.082	69.334	57.623	42.757	22.055
Nutidsværdi	74.521	63.154	50.095	35.476	17.464
Budgetperiode	240.710				
Terminal værdi	1.577.882				

Kilde: Egen tilvirkning

9.4.2 Værdien af Spar Nord

På baggrund af de estimerede cash flows og egenkapitalomkostninger kan værdien af Spar Nord i de tre scenarier opgøres til nedenstående værdier.

Tabel 942.01: Samlet værdi af Spar Nord

Scenarier	Højkonjunktur	Afmatning	Recession	Vægtet værdi
Værdi (t.kr)	11.956.340	10.194.641	8.318.902	9.984.259
Kursværdi (kr.)	97,20	82,88	67,63	81,17
Sandsynlighed	20%	50%	30%	100%

Kilde: Egen tilvirkning

I forhold til DAB er værdien af Spar Nord relativt mindre følsom. Værdien ved recession udgør således 69,6% af værdien ved højkonjunktur og 81,6% af værdien ved afmatning.

Tabel 942.02: Værdi af Spar Nord ved hård recession

t.kr	2019	2020	2021	2022	2023
Basisindtægter	2.830.414	2.750.130	2.721.798	2.733.043	2.531.434
Basisomkostninger	1.848.481	1.786.851	1.735.833	1.693.622	1.658.796
Basisindtjening	981.933	963.279	985.966	1.039.421	872.638
Resultat efter skat	9.387	177.473	348.565	522.043	499.586
Geninvestering	-773.525	-605.023	-464.180	-345.833	-253.373
FCFE	782.912	782.496	812.745	867.876	752.959
Nutidsværdi	754.451	726.639	727.292	748.394	625.694
Budgetperiode	3.582.470				
Terminal værdi	4.736.432				

Kilde: Egen tilvirkning

Dette skyldes, at Spar Nord under recessionsscenariet fortsat har positivt resultat efter skat gennem alle årene, givet en robust basisindtjening og et relativt lavt nedskrivningsniveau. Samtidig falder de risikovægtede aktiver betydeligt, og kapitalgrundlaget er stærkt, hvilket betyder, at behovet for geninvestering er negativt. Som resultat er det potentielle udbytte og dermed værdien af budgetperioden høj, hvilket i nogen grad kompenserer for en relativt lavere terminalværdi sammenlignet med de øvrige scenarier.

Tabel 942.03: Værdi af Spar Nord ved økonomisk afmatning

t.kr	2019	2020	2021	2022	2023
Basisindtægter	3.242.233	3.293.675	3.326.395	3.333.304	3.310.941
Basisomkostninger	1.957.300	1.982.248	1.996.731	2.000.007	1.991.784
Basisindtjening	1.284.933	1.311.426	1.329.664	1.333.297	1.319.157
Resultat efter skat	920.615	855.764	783.380	701.208	609.620
Geninvestering	247.484	171.497	91.676	7.657	-86.949
FCFE	673.132	684.267	691.703	693.552	696.569
Nutidsværdi	647.319	632.794	615.142	593.134	572.870
Budgetperiode	3.061.259				
Terminal værdi	7.133.382				

Kilde: Egen tilvirkning

Ved økonomisk afmatning er resultatet efter skat betydeligt højere, men samtidig er der et vist behov for geninvestering i kapitalgrundlaget for at opretholde kapitalprocenten, hvilket reducerer det potentielle udbytte, hvorved værdien af budgetperioden, bliver lavere end under recession. Værdien af terminal perioden er dog væsentligt højere på grund af den højere egenkapital ved udgangen af budgetperioden.

Tabel 942.04: Værdi af Spar Nord ved tiltagende højkonjunktur

t.kr	2019	2020	2021	2022	2023
Basisindtægter	2.775.109	3.009.184	3.230.336	3.487.130	3.784.520
Basisomkostninger	1.975.188	2.046.965	2.142.586	2.268.024	2.431.577
Basisindtjening	1.444.525	1.606.823	1.732.354	1.863.710	1.997.547
Resultat efter skat	1.130.924	1.259.505	1.356.911	1.457.570	1.558.363
Geninvestering	454.012	634.764	852.649	1.117.615	1.437.650
FCFE	676.912	624.740	504.262	339.955	120.713
Nutidsværdi	642.824	563.404	431.853	276.479	93.230
Budgetperiode	2.007.790				
Terminal værdi	9.948.550				

Kilde: Egen tilvirkning

Under højkonjunktoren er tendensen fra afmatningsscenariet den samme om end væsentlig mere udtalt. Dvs. resultat efter skat er væsentligt højere, men dette modsvares tilsvarende af et højere behov for geninvestering i kapitalgrundlaget, hvilket betyder, at værdien af

budgetperioden bliver væsentligt lavere end både recessions- og afmatningsscenariet, mens værdien af terminal perioden omvendt bliver væsentligt højere.

9.4.3 Værdien af synergier

På baggrund af de estimerede cash flows og egenkapitalomkostninger kan værdien af synergierne i fusionsbanken i de tre scenarier opgøres til nedenstående værdier.

Tabel 943.01: Samlet værdi af synergier i fusionsbanken

Scenarier	Højkonjunktur	Afmatning	Recession	Vægtet værdi
Værdi i alt (t.kr)	14.647.230	11.780.557	9.342.290	11.672.411
Værdi af synergi (t.kr)	872.297	390.852	429.315	498.680
Kursværdi af synergier (kr.)	5,00	2,24	2,46	2,86
Sandsynlighed	20%	50%	30%	100%

Kilde: Egen tilvirkning

Følsomheden af den samlede værdi af fusionsbanken svarer nogenlunde til følsomheden på værdien af Spar Nord, idet værdien af recessionsscenariet udgør 63,8% af værdien ved højkonjunktur, mens afmatningsscenariet udgør 80,4%. Følsomheden af synergiernes værdi er derimod relativt stor, idet synergiernes værdi under recessionen udgør 49,2% af værdien i højkonjunkturscenariet, mens værdien i afmatningsscenariet udgør 44,8% af højkonjunktursceneriet. Den samlede værdi af fusionsbanken er således relativt stabil, idet størsteparten af værdien udgøres af Spar Nord, som udgør hhv. 81,63%, 86,5% og 89,5% ved højkonjunktur, afmatning og recession. Når synergierne er mindre stabile, skyldes det omvendt, at de i væsentlig grad er afhængige af værdien af DAB, som i modsætning til Spar Nord er relativt ustabil.

Tabel 943.02: Værdi af fusionsbanken ved hård recession

t.kr	2019	2020	2021	2022	2023
Basisindtægter	3.291.410	3.160.070	3.108.761	3.118.986	2.893.183
Basisomkostninger	2.231.160	2.117.626	2.023.230	1.977.939	1.943.112
Basisindtjening	1.060.250	1.042.444	1.085.531	1.141.047	950.071
Resultat efter skat	-223.329	51.242	289.783	507.860	504.606
Geninvestering	-1.029.998	-777.599	-579.481	-418.922	-292.896
FCFE	806.669	828.841	869.263	926.782	797.502
Nutidsværdi	777.718	770.413	778.987	800.724	664.298
Budgetperiode	3.792.139				
heraf synergier	335.139				
Terminal værdi	5.550.151				
heraf synergier	93.654				

Kilde: Egen tilvirkning

Værdien af budgetperioden i fusionsbanken i recessionsscenariet er knap 210 mio. kr. højere end værdien af Spar Nords budgetperiode i sig selv. Dette kan henføres til synergierne, som

med en værdi på 335 mio. kr. mere end opvejer DABs negative værdi af budgetperioden på - 126 mio. kr. Årsagen til dette er den forbedrede omkostningseffektivitet i fusionsbanken, som i tiltagende grad træder i kraft henover perioden. Dette styrker basisindtjeningen, således at resultat efter skat i mindre grad bliver trukket ned af nedskrivningerne på DABs eksponeringer. Samtidig medfører den tilførte kapital fra DAB, at behovet for geninvestering i kapitalgrundlaget bliver endnu mindre i fusionsbanken, hvilket bidrager til at øge det potentielle udbytte og dermed værdien af budgetperioden. Dette medfører samtidig, at egenkapitalen ved afslutningen af budgetperioden bliver knap 123 mio. kr. større end summen af egenkapitalen i hhv. DAB og Spar Nord alene, hvilket giver en synergieffekt på knap 94 mio. kr. i terminal perioden.

Tabel 943.03: Værdi af fusionsbanken ved økonomisk afmatning

t.kr	2019	2020	2021	2022	2023
Basisindtægter	3.780.372	3.828.486	3.852.870	3.846.696	3.806.960
Basisomkostninger	2.363.999	2.349.550	2.322.526	2.321.666	2.307.904
Basisindtjening	1.416.374	1.478.936	1.530.344	1.525.030	1.499.056
Resultat efter skat	998.598	928.573	848.523	719.800	583.176
Geninvestering	217.491	120.591	20.124	-81.995	-191.302
FCFE	781.106	807.983	828.399	801.795	774.477
Nutidsværdi	751.635	748.163	738.126	687.466	638.989
Budgetperiode	3.564.379				
heraf synergier	259.786				
Terminal værdi	8.216.178				
heraf synergier	131.066				

Kilde: Egen tilvirkning

Værdien af budgetperioden i afmatningsscenariet er 503 mio. kr. højere end Spar Nords budgetperiode i sig selv, hvilket nogenlunde ligeligt kan henføres til hhv. den positive værdi af DABs budgetperiode på 243 mio. kr. og værdien af synergieffekten på 260 mio. kr. Synergieffekten består også her i, at basisindtjeningen i fusionsbanken styrkes henover budgetperioden, hvorved underskuddet af DABs forretning bliver mindre indenfor fusionsbankens rammer end i DABs egne rammer, med den konsekvens at resultatet efter skat bliver relativt større. Den samlede synergieffekt af budgetperioden bliver imidlertid lidt mindre i dette scenarie end i recessionsscenariet, hvilket skyldes, at synergieffekten først slår fuldt igennem i sidste halvdel af perioden, hvor væksten er lav eller negativ. I starten af perioden, hvor væksten er positiv, er omkostningseffektiviteten i fusionsbanken således relativt ringere end i Spar Nord, hvilket gør, at fusionsbanken ikke i samme omfang er i stand til at finansiere behovet for geninvestering gennem indtjeningen. Dette reducerer det

potentielle udbytte i starten af perioden, hvilket reducerer værdien af budgetperioden. Til gengæld er værdien af synergieffekten af terminal perioden på 131 mio. kr., hvilket er 37 mio. kr. højere end i recessionsperioden. Dette skyldes, den relativt højere egenkapital i fusionsbanken i slutningen af budgetperioden, som følge af geninvesteringen. Fusionsbankens egenkapital er således i dette scenarie 156 mio. kr. større end summen af DAB og Spar Nords egenkapitaler ultimo budgetperioden.

Tabel 943.04: Værdi af fusionsbanken ved højkonjunktur

t.kr	2019	2020	2021	2022	2023
Basisindtægter	3.990.245	4.260.490	4.513.644	4.807.110	5.145.554
Basisomkostninger	2.389.922	2.405.068	2.416.341	2.472.043	2.571.879
Basisindtjening	1.600.323	1.855.422	2.097.303	2.335.067	2.573.675
Resultat efter skat	1.264.477	1.483.759	1.695.322	1.899.740	2.102.136
Geninvestering	509.286	718.895	967.553	1.267.950	1.629.842
FCFE	755.191	764.864	727.769	631.790	472.294
Nutidsværdi	717.634	690.679	624.499	515.177	365.967
Budgetperiode	2.913.956				
heraf synergier	665.456				
Terminal værdi	11.733.274				
heraf synergier	206.841				

Kilde: Egen tilvirkning

Værdien af budgetperioden ved højkonjunktur er 906 mio. kr. større end Spar Nords budgetperiode i sig selv, hvilket primært skyldes synergieffekten i budgetperioden på 665 mio. kr. og i mindre grad værdien af DABs budgetperiode på 241 mio. kr. Den væsentligt større værdi af synergierne i højkonjunktturen sammenlignet med recession og afmatning skyldes, at den forbedrede omkostningseffektivt slår fuldt igennem netop i den periode, hvor væksten topper, hvilket øger bidraget til basisindtjeningen fra DAB-delen af fusionsbanken væsentligt i denne periode. Basisindtjeningen er således 404 mio. kr. højere i fusionsbanken i det sidste år af budgetperioden end summen af basisindtjeningen i hhv. DAB og Spar Nord samme år. Som resultat er fusionsbanken bedre i stand til at dække behovet for geninvestering i kapitalgrundlaget, som følger af væksten, hvilket giver et højere potentielt udbytte i budgetperioden. Dertil kommer, at egenkapitalen i fusionsbanken også her er relativt større ultimo perioden end summen af DAB og Spar Nord, hvilket giver en synergieffekt i terminal perioden på 207 mio. kr.

9.5 Delkonklusion

Værdiansættelsen viser, at værdien af DAB som selvstændig bank under de givne forudsætninger kan fastsættes til en sandsynlighed vægtet værdi på 1.139 mio. kr. hvilket

svarer til en kursværdi på 6,53 kr. Værdien repræsenterer imidlertid et stort spænd afhængig af konjunkturudviklingen de næste fem år. Ved højkonjunktur vil værdien være 1.819 mio. kr., svarende til en kursværdi på 10,43 kr., og ved recession vil værdien være 594 mio. kr., svarende til en kursværdi på 3,41 kr. I den forbindelse skal det bemærkes, at værdien under recession alene repræsenterer en brøkdel af terminal værdien, idet værdien under recessionsperioden er negativ med -126 mio. kr. Dette er ligeledes udtryk for, at DAB under en recession vil have behov for at hente 126 mio. kr. fra aktionærerne for at kunne opretholde en kapitalprocent over det regulatoriske maksimum.

Tabel 95.01: Samlet egenkapitalværdi af DAB, Spar Nord og synergier

Scenarier (t.kr)	Højkonjunktur	Afmatning	Recession	Vægtet værdi
Spar Nord	11.956.340	10.194.641	8.318.902	9.984.259
DAB	1.818.593	1.195.065	594.073	1.139.473
Synergier	872.297	390.852	429.315	498.680
Total	14.647.230	11.780.557	9.342.290	11.622.412
Sandsynlighed	20%	50%	30%	100%

Kilde: Egen tilvirkning

Værdien af Spar Nord som selvstændig Bank kan fastsættes til en sandsynlighedsvægtet værdi på 9.984 mio. kr., hvilket svarer til en kursværdi på 81,17 kr. Denne værdi repræsenterer et konjunkturafhængigt spænd fra 11.956 mio. kr. ved højkonjunktur og 8.319 mio. kr. ved recession, svarende til kursværdier på hhv. 97,20 kr. og 67,63 kr. Spar Nords konjunkturfølsomhed er relativt set væsentligt mindre end DABs, idet det relative spænd mellem værdierne er væsentligt mindre. Samtidig er indtjeningen væsentligt mere robust, hvilket særligt kommer til udtryk under recessionsscenariet, hvor Spar Nord ikke på noget tidspunkt har negativt resultat efter skat og heller ikke har brug for at hente ekstern kapital for at opretholde en kapitalprocent på det regulatoriske maksimum.

Værdien af synergieffekterne i fusionsbanken kan fastsættes til en sandsynlighedsvægtet værdi på 499 mio. kr. som afspejler et spænd på 872 mio. ved højkonjunktur og 391 mio. kr. ved afmatningsscenariet, svarende til kursværdier på hhv. 5,00 kr. og 2,24 kr. Værdien ved højkonjunktur er størst fordi den øgede omkostningseffektivitet får fuld effekt i slutningen af perioden, mens væksten i indtægter og eksponeringer er størst. Fusionsbankens evne til at honorere geninvesteringsbehovet bliver derfor forbedret netop som geninvesteringsbehovet er størst. Omvendt er værdien af synergierne lavest ved afmatningsscenariet, idet væksten i eksponeringer og indtægter er størst i starten af perioden, mens omkostningsbesparelsen som nævnt først får fuld effekt i slutningen, hvor geninvesteringsbehovet er lavt. Værdien af

synergierne er også lav under recessionsscenariet, idet der gennem hele perioden er negativt geninvesteringsbehov på grund af den negative vækst i eksponeringerne. Effekten af omkostningsbesparelsen er derfor alene, at fusionsbanken bliver bedre i stand til at dække nedskrivningerne, om end periodens nedskrivninger er størst i starten af perioden, hvor omkostningsbesparelserne ikke er trådt fuldt i kraft endnu.

Tabel 95.02: Samlet kursværdi af DAB, Spar Nord og synergier

Scenarier (kr)	Højkonjunktur	Afmatning	Recession	Vægtet værdi
Spar Nord	97,20	82,88	67,63	81,17
DAB	10,43	6,85	3,41	6,53
Synergier	5,00	2,24	2,46	2,86
Sandsynlighed	20%	50%	30%	100%

Kilde: Egen tilvirkning

Spar Nord bør på den baggrund betale en pris for DAB på mindst 6,53 kr. pr. aktie og maksimalt 9,39 kr. pr. aktie, hvis vi fastsætter prisen ud fra de vægtede værdier af DAB og synergieffekten. Minimumsprisen er den rimelige pris for DAB, som de nuværende aktioner bør have for den værdi, som de alene tilfører fusionsbanken. Derudover bør de have en andel af synergieffekternes værdi.

Tabel 95.03: Prisspænd for opkøb af DAB

Scenarier (kr)	Højkonjunktur	Afmatning	Recession	Vægtet værdi
Maksimal pris	15,43	9,09	5,87	9,39
Minimumspris	10,43	6,85	3,41	6,53
Anbefalet pris	11,09	7,09	3,57	6,82

Kilde: Egen tilvirkning

Hvis Spar Nord betaler den fulde pris for synergieffekterne til DABs aktionærer, får Spar Nords nuværende aktionærer imidlertid ingen værdi ud af opkøbet, selv hvis Spar Nord indfrier det fulde synergipotential, idet værdien allerede er udbetalt til DABs aktionærer. Ud fra den betragtning bør Spar Nord ikke betale den fulde pris for synergieffekterne, da det ikke er en rimelig pris set med Spar Nords nuværende aktionærers øjne. Eftersom synergieffekten er en værdi, som kun opnås gennem fusionen, bør værdien deles mellem de nuværende aktionærer i såvel DAB og Spar Nord. Fordelingsnøglen kan med rimelighed fastsættes til den værdi, som DAB og Spar Nord bidrager med til fusionsbankens værdi eksklusive synergieffekter. DABs værdi på 1.139 mio. kr. udgør 10,24% af fusionsbanken samlede værdi fraregnet synergieffekter på 11.123.732 mio. kr. opgjort via vægtede værdier. Spar Nord bør derfor maksimalt betale 0,29 kr. pr. aktier for synergieffekten. Den samlede pris for DAB bør derfor være 6,82 kr. pr. aktie.

10 Konklusion

Spar Nord er en børsnoteret bank, som blev grundlagt i Aalborg i 1854. I kraft af sin balance på 82,7 mia. kr. er banken Danmarks 6. største pengeinstitut og er nyligt udpeget som SIFI-institut, hvilket placerer banken i Finanstilsynets pengeinstitutgruppe 1. Banken har 51 filialer fordelt over hele landet og betjener primært privatkunder samt små og mellemstore erhvervskunder. Banken har en markedsandel på i alt 4% takket være en geografisk vækststrategi, som blev indledt 2002 først gennem organisk vækst og siden opkøbsbaseret. Nordjylland udgør dog fortsat det primære markedsområde med en lokal markedsandel på 32%.

DAB er ligeledes en børsnoteret bank, i kraft af fusionen af 16 andelskasser i 2011. Banken er med sin balance på 11 mia. kr. aktuelt kategoriseret i den øverste ende af gruppe 3 pengeinstitutterne, og er som sådan væsentligt mindre end Spar Nord. Banken betjener ligesom Spar Nord primært privatkunder og små og mellemstore erhvervskunder, herunder navnlig landbrug. Den geografiske placering af bankens 14 filialer peger på, at det primære markedsområde er den jyske vestkyst, det midtjyske område omkring Randers og Viborg, samt på Fyn. Størrelsen på balancen og det geografisk relativt begrænsede markedsområde betyder, at banken har en væsentlig lokal markedsandel. Bankens overordnede kundesammensætning matcher således grundlæggende Spar Nords kundesammensætning, og den geografiske placering af markedsområdet betyder, at Spar Nord gennem et opkøb af DAB kan udvide sin markedsandel udenfor Nordjylland betydeligt.

Vi vurderer i den sammenhæng, at de primære interessenter i forhold til gennemførelsen af et opkøb er aktionærene i DAB og Spar Nord samt medarbejderne i DAB.

Aktionærinteresserne i DAB og Spar Nord er i nogen grad modsatrettede, idet de primære aktionærer i DAB er de to ejerfonde, som repræsenterer de tidligere andelskassers virke.

Disse fonde ønsker en fortsat stor lokal forankring af banken, herunder økonomisk støtte til udvikling af lokalsamfundet. De vil derfor kræve en høj pris for at sælge deres ejerandel, hvis salget betyder, at den lokale forankring reduceres. Spar Nords aktionærer ønsker omvendt, at øge værdien af deres ejerandel i Spar Nord gennem forøget værdiskabelse, hvilket indebærer, at banken vækster sit forretningsomfang. De ønsker derfor et opkøb til så lav en pris som muligt for at maksimere deres udbytte af opkøbet.

Medarbejderne i DAB vil desuden have stor betydning i forhold til at indfri potentialet for synergieffekter efter et opkøb. Her vil potentielle hindringer være modvillighed grundet risiko

for firing ifm. omkostningsreduktion samt medarbejdernes indstilling til en kulturændring ved overgang til en væsentligt større bank og mere intensiv digitalisering. I forlængelse heraf kan det stærke lokale fokus i DAB indebære, at kunder vælger at følge med deres rådgiver ved medarbejderafgang.

I forhold til risikoprofilen vil et opkøb af DAB betyde, at den gennemsnitlige kreditkvalitet af de samlede eksponeringer i fusionsbanken bliver forringet i et vist omfang, i forhold til Spar Nords nuværende eksponeringer. Dertil kommer, at den samlede konjunkturfølsomhed i eksponeringerne må forventes at blive forøget en anelse.

Dette skyldes blandt andet, at DABs eksponeringer har en lidt større koncentration på erhvervssegmentet, og at den dominerende del af dette segment udgøres af landbrug, mens de øvrige erhvervseksponeringer især er koncentreret omkring de konjunkturfølsomme brancher fast ejendom, bygge- og anlæg samt handel. Størrelseskoncentrationen i DABs eksponeringer er ligeledes væsentlig større end Spar Nords, og den nærmer sig grænseværdien for summen af store eksponeringer i Tilsynsdiamanten.

Udlånsvæksten er samtidig væsentligt svagere i DAB sammenlignet med både Spar Nord og sektoren generelt, hvilket vi antager hænger sammen med bankens geografiske koncentration på områder, der er præget af relativt lavere vækst end de overordnede samfundskonjunkturer tilsiger. Dette er formentligt også årsagen til, at DABs udlånsvækst primært er fokuseret på de førnævnte konjunkturfølsomme brancher, mens Spar Nords udlånsvækst omvendt er mere fokuseret på privatsegmentet samt en bred fordeling indenfor erhvervssegmentet.

Det årlige nedskrivningsniveau har generelt været faldende i sektoren gennem længere tid og ligger nu på et meget lavt niveau. Spar Nords niveau ligger i den forbindelse lidt over sektorens, mens DABs typisk ligger væsentlig højere, om end der aktuelt ikke er den store forskel, idet de årlige netto nedskrivningerne generelt er stort set nul.

DABs akkumulerede nedskrivninger er dog fortsat højere end Spar Nords. Hvor Spar Nord i den forbindelse holder et stort set konstant niveau på knap 4% af bruttoeksponeringerne, har DAB imidlertid reduceret sine akkumulerede nedskrivninger betydeligt over de seneste år. Dette er dog i høj grad sket ved tilbageførsel af tidligere nedskrivninger indenfor landbruget og de konjunkturfølsomme brancher i erhvervssegmentet, hvorfor forhøjede nedskrivninger må forventes i DAB ved forværrede betingelser i landbruget eller ved et konjunkturskift.

Denne forventning underbygges af at den overordnede kreditkvalitet i DAB er væsentligt ringere end i Spar Nord, idet DAB blot har 45% i bonitets-kategorierne med normal/god kvalitet, mens Spar Nord har 85% i samme kategorier.

DABs påvirkning af den samlede risikoprofil i fusionsbanken er dog på alle parametre marginal på grund af DABs relativt lille størrelse sammenlignet med Spar Nord.

DABs kapitalprocent er 20,8% ved udgangen første kvartal 2019, hvilket svarer til en overdækning på 7,18% eller 640 mio. kr. i forhold til det samlede aktuelle kapitalkrav. Dette beløb er tilstrækkeligt til at understøtte en vækst i de risikovægtede aktiver på 4.706 mio. kr., svarende til en stigning på 52,8%. Overdækningen er dog relativt begrænset i forhold til at håndtere uventede tab, idet bankens årlige nedskrivningsniveau så sent som i 2013 og 2014 var på hhv. 524 mio. kr. og 153 mio. kr.

Spar Nords kapitalprocent er 18,0% ultimo 2018, hvilket svarer til en overdækning på 4,99% eller 2.691 mio. kr. Denne overdækning svarer til en vækst i risikoeksponeringerne på 38,4% eller 20.700 mio. kr. Overdækningen er dermed i høj grad tilstrækkeligt til at understøtte Spar Nords ønske om vækst. Den største årlige vækst Spar Nords risikoeksponeringer i de seneste 5 år er eksempelvis 4.312 mio. kr. i 2018. Overdækningen er ligeledes tilstrækkelig til at håndtere uventede tab, idet den bankens årlige nedskrivningsniveau i 2013 og 2014 var på hhv. 716 mio. kr. og 603 mio. kr.

Vi vurderer på den baggrund, at Spar Nords kapitaloverdækning er så stor, at den efter et opkøb er tilstrækkelig til at absorbere et eventuelt underskud i den del af fusionsbankens kapitalgrundlag, som er tilført af DAB, såfremt eksempelvis en hård recession skulle medføre ekstraordinært store tab i den del af fusionsbankens forretning, der stammer fra DAB.

Spar Nord har endvidere en robust indtjening og en stabil forretning af egenkapitalen, som er steget fra et niveau på 8-9% i 2013-2014 til et niveau på 10-12% i perioden 2015-2018. De primære drivkræfter bag Spar Nords ROE er en stigende overskudsgrad, grundet faldende nedskrivninger, samt en relativt stabil omsætningshastighed. Sidstnævnte drives af et stabilt niveau af basisindtægter, hvor et reduceret dækningsbidrag fra udlån stort set kompenseres af øgede gebyrindtægter og et reduceret underskud fra indlånsforretningen. ROE-niveauet begrænses dog af hhv. løbende konsolidering af egenkapitalen og et marginalt fald i dækningsgraden. Sidstnævnte skyldes en flad til svagt stigende udvikling i

basisomkostningerne, hvilket har reduceret indtægterne pr. omkostningskrone fra 1,74 kr. i 2013 til 1,63 kr. i 2018.

DAB har omvendt en meget volatil indtjening og ROE, hvilket afspejles i en udvikling i ROE fra -37% i 2013 til et niveau ml. -1% og 2% i 2014-2016 og derefter 5% og 8% i 2017 og 2018. Den overordnede forbedring i ROE skyldes alene en markant forbedring i overskudsgraden som følge af kraftigt reducerede nedskrivninger. I modsætning hertil er gearingsgraden reduceret via konsolidering af egenkapitalen, og omsætningshastigheden er forringet. Sidstnævnte skyldes, at DABs dækningsbidrag fra udlån falder væsentligt mere end Spar Nords, mens gebyrindtægterne kun i begrænset omfang øges. Dertil kommer, at DABs dækningsgrad generelt er markant lavere end Spar Nords, hvilket afspejles i DABs indtægter pr. omkostningskrone som ligger på et niveau omkring 1,20 til 1,26 kr.

Vi vurderer, at DABs performance i forhold til omsætningshastighed i høj grad er et resultat af den relative lavvækst i banken geografiske markedsområde. Dette presser DAB til at sænke udlånmarginalen for at skabe udlånsvækst. Samtidig er den generelle økonomiske aktivitet dog lav i markedsområdet, hvilket kommer til udtryk i den begrænsede vækst i gebyrindtægterne. Dertil kommer, at DABs performance begrænses af, at de er et relativt lille pengeinstitut, hvorved de faste omkostninger fylder relativt mere end i et større pengeinstitut, hvilket resulterer i en markant lavere dækningsgrad.

Vi vurderer derfor, at DABs påvirkning af fusionsbankens rentabilitet vil være negativ i et vist omfang, sammenlignet med Spar Nords nuværende rentabilitet. En del af den negative påvirkning vil dog kunne modvirkes af omkostningsmæssige synergier. Vi vurderer, at der ved en fusion kan skæres 112 medarbejdere i stabsfunktionerne samt 34 filialmedarbejdere. Dertil kommer, at der med fordel kan nedlægges 5 filialer i de byer, hvor begge banker i dag er repræsenteret. Dertil kommer en række løbende udgifter til fx bestyrelse, direktion, revision mm. Alt i alt en løbende omkostningsbesparelse på ca. 114 mio. kr.

Vi fastsætter værdien af DAB og synergieffekterne ved hjælp af en fundamental værdiansættelse, hvor vi tilbagediskonterer de forventede fremtidige frie cash flows til egenkapitalen ved tre sandsynlighedsvægtede scenarier, der repræsenterer 3 forskellige konjunkturudviklinger over de næste 5 år. Scenarier repræsenterer hhv. tiltagende højkonjunktur, økonomisk afmatning og hård recession, som vi hhv. tildeler følgende sandsynligheder 20%, 50% og 30%.

Værdien af DAB fastsættes til en sandsynlighedsvægtet værdi af 1.139 mio. kr., svarende til en kursværdi på 6,53 kr. Værdien repræsenterer et konjunkturafhængigt spænd fra maksimalt 10,43 kr. ved højkonjunktur til 3,42 kr. ved recession. Synergieffekterne fastsættes tilsvarende til en værdi af 499 mio. kr. svarende til en kursværdi på 2,86 kr., som spænder fra maksimalt 5,00 kr. til 2,24 kr. Spar Nord bør dog ikke betale den fulde pris for synergieffekterne, da værdien af disse er et resultat af sammenlægningen, og derfor bør deles mellem aktionærerne i hhv. DAB og Spar Nord. Fordelingsnøglen bør fastsættes til den andel af den samlede værdi af fusionsbanken, eksklusive synergieffekterne, som hver aktionærgruppe bidrager med. Spar Nord bør derfor maksimalt betale 0,29 kr. til DABs aktionærer for synergieffekterne, idet dette beløb repræsenterer de 10,24%, som DABs værdi udgør af fusionsbankens værdi.

Den endelige værdi af DAB, som repræsenterer en rimelig pris for DABs aktionærer, og som samtidig også sikrer værdiskabelse for Spar Nords aktionærer, bør derfor fastsættes til en kursværdi på 6,83 kr. pr. aktie.

11 Litteraturliste

Egne tidligere arbejder:

- Frandsen, R. B., Holm, M. H., Christensen, A. K. & Falster, S. W., 2018. Eksamensprojekt – Styring af finansielle virksomheder og finansielle virksomheders produkter og services. Aalborg Universitet.

Bøger:

- Christiansen, H.B., Dolberg, S., Hove, S., Rostrup-Nielsen, P. & Stage, L., 2017: *Pengeinstitutter i Danmark -virksomhed og regulering*. 1. udg. Karnov.
- Andresen, Jørgen Just, 2017: *Finansiel risikostyring*. 2. udg. Jurist- og Økonomforbundets Forlag.
- Gup, Benton E. og James W. Kolari 2005: *Commercial Banking - The management of Risk*. 3. udg. Wiley.
- Grell, Henrik og Rygner, Elsebeth: *Makroøkonomi* 4. udgave
- Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D., 2015: *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (6th ed.). Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A., 2018 .*The dark side of valuation: Valuing young, distressed, and complex businesses* (3rd ed.). Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A., 2012: *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (3rd ed.). Pearson Education, Inc.
- Beltrame, F. & Previtali, D., 2016: *Valuing banks: a new corporate finance approach*. London: Macmillan Publishers Ltd.
- Coit, D., 2016: *Valuing Commercial Finance Companies*. Doctoral dissertation, Walden University.

Internet:

www.finanstilsynet.dk

- Finanstilsynet 07.11.2018 (1), notat, Finanstilsynets forventninger til kapitalplaner og målsætninger.
- Finanstilsynet, (2), Lovsamling, lov om finansielle virksomheder
<https://www.finanstilsynet.dk/Lovgivning/Lovsamling/Tvaergaendelovgivning/Forbrugerregler/VEJ-9971-230916>
- Finanstilsynet (3), bekendtgørelse om God Skik for finansielle virksomheder. Internet:
<https://www.finanstilsynet.dk/Lovgivning/Lovsamling/Tvaergaendelovgivning/Forbrugerregler/VEJ-9971-230916>
- Finanstilsynet 20.12.2018 (4), pengeinstitutternes størrelsesgruppering: <https://www.finanstilsynet.dk/da/Tal-og-Fakta/Statistik/Statistik-om-sektoren/Pengeinstitutternes-stoerrelsesgruppering>

- Finanstilsynet (5), Lovgivning, MiFID, opdateret 28.03.2019
<https://www.finanstilsynet.dk/Lovgivning/EU-lovsamling/Retsakter/MiFID>
- Finanstilsynet (6), Halvårsrapport for pengeinstitutter 2018
[https://finansstilsynet.dk/Tal-og-Fakta/Rapporter?searchString=&facets=\(\)&options=\(take:10\)\(skip:0\)\(sort:\)](https://finansstilsynet.dk/Tal-og-Fakta/Rapporter?searchString=&facets=()&options=(take:10)(skip:0)(sort:))
- Finanstilsynet (7), pressemeddelelse, *Endelige afviklingsplaner og NEP krav for SIFI*. Internetadresse: https://www.finanstilsynet.dk/Nyheder-og-Presse/Pressemeddelelser/2018/NEPkrav-260318?fbclid=IwAR2IaRtPcxyo_uekAPYIYHpI8ltQBnjtRkWIVeyMJXG_X_qnLiXgiUfz3rI
- Finanstilsynet, 26.05.2016 (8), Vejledning om tilstrækkeligt kapitalgrundlag og solvensbehov for kreditinstitutter uden ændringmarkør. Internet:
https://www.finanstilsynet.dk/~media/Lovgivning/Lovsamling/Vejledninger_2016/11248-Vejledning-om-tilstrkkeligt-kapitalgrundlag-og-solvensbehov-for-kreditinstitutter-pdf.pdf
- Finanstilsynet (9), Nye nedskrivningsregler som følge af IFRS9. Internetadresse: <https://www.finanstilsynet.dk/Lovgivning/IFRS9>
- Finanstilsynet (10), Markedsudviklingsrapporter 2004-2017.
- Finanstilsynet (11), PI Statistisk materiale 2013-2017.
- Finanstilsynet (12), Pengeinstitutternes regnskaber 2000-2016. Internetadresse: <https://www.finanstilsynet.dk/da/Tal-og-Fakta/Statistik/Statistik-om-sektoren/Tidserier-fordelt-paa-virksomhedstyper/2016/Pengeinstitutternes-regnskaber-2000-2016>
- Finanstilsynet (13):Vejledning om tilsynsdiamanten for pengeinstitutter, 01.01.2013. Internetadresse: <https://www.finanstilsynet.dk/Lovgivning/Lovsamling/Pengeinstitutomraadet/Bankergsparekasser/VEJ-9047-070213>
- Finanstilsynet (14): Vejledning om tilsynsdiamanten for pengeinstitutter, 01.01.2018. Internetadresse: <https://www.finanstilsynet.dk/Tilsyn/Tilsynsdiamanten-for-pegneinstitutter>

Børsen.dk

- Børsen, 01.10.2018 (1), artikel, *DAB ejerfonde ønsker at bevare lokal forankring efter Spar Nord-køb*. Internetadresse: https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/369831/dab_ejerfonde_oensker_at_bevare_lokal_forankring_efter_spar_nord-koeb.html?hl=YToxOntpOjA7czozOiJEQUliO30

www.finanswatch.dk

- Finanswatch, 26.09.2018 (1), artikel, *Spar Nord vil overtage landbrugstung jysk bank*. Internetadresse: https://finanswatch.dk/secure/Finansnyt/Pengeinstitutter/Spar_Nord_Bank/article10896167.ece

- Finanswatch, 02.01.2019 (2), artikel, *Spar Nord udpeges som systemisk vigtigt finansielt institut*. Internetadresse: https://finanswatch.dk/Finansnyt/Pengeinstitutter/Spar_Nord_Bank/article11099926.ece
- Finanswatch, 22.03.2019, (3) artikel: *Bankforsker: Fortroligt Spar Nord-brev kan skræmme andre DAB-bydere væk*. Internetadresse: https://finanswatch.dk/secure/Finansnyt/Pengeinstitutter/Spar_Nord_Bank/article11269907.ece
- Finanswatch, 01.03.2019, (4) artikel, *DAB-aktien brager i vejret efter købstilbud fra Spar Nord*. Internetadresse: https://finanswatch.dk/secure/Finansnyt/Pengeinstitutter/Sammenslutningen_Danske_Andelsk/article11223907.ece
- Finanswatch 26.09.2018 (5) artikel, *Spar Nord-chef kalder opkøbsplan for "uinvideret"*. Internetadresse: https://finanswatch-dk.zorac.aau.dk/secure/Finansnyt/Pengeinstitutter/Spar_Nord_Bank/article10896621.ece
- Finanswatch 05.12.2016 (7) artikel, *Opgøret i DAB er slut: Den siddende bestyrelse vinder*. Internetadresse: <https://finanswatch-dk.zorac.aau.dk/secure/Finansnyt/article9203612.ece>

www.nationalbanken.dk

- Nationalbanken, 12.09.2018 (1), artikel, *Udsigter for dansk økonomi*. Internetadresse: https://www.nationalbanken.dk/da/publikationer/Documents/2018/09/ANALYSE_H%C3%B8jkonjunktur%20uden%20tegn%20p%C3%A5%20ubalancer.pdf
- Nationalbanken, officielle rentesatser. (2) Internetadresse: <http://www.nationalbanken.dk/da/markedsinfo/officiellerentesatser/Sider/Default.aspx>
- Nationalbanken, Danmarks fastkurspolitik. (3) Internetadresse: http://www.nationalbanken.dk/da/om_nationalbanken/ofte_stillede_sporgsmaal/Sider/Danmarks-fastkurspolitik.aspx
- Nationalbanken (2019), (4). *Dansk økonomi bevæger sig længere ind i højkonjunkturer* in Udsigter for dansk økonomi, nr. 7, marts 2019.
- Nationalbanken (2019), (5). *Lave renter understøtter opsvinget i Monetærer og finansielle tendenser*, nr. 5, marts 19. Internetadresse: <http://www.nationalbanken.dk/da/publikationer/Sider/2019/03/Monetaere-og-finansielle-tendenser-marts-2019.aspx>

www.dst.dk

- Danmarks Statistik (1), 29.02.2019, statistisk matr. *Fortsat fald i bruttoledigheden*. Internetadresse: <https://www.dst.dk/da/Statistik/nyt/NytHtml?cid=27519>

- Danmarks Statistik (2), 22.10.2018, artikel + statistisk matr. *Landbrugets gæld har været konstant i en årrække*. Internetadresse:
<https://www.dst.dk/da/Statistik/nyt/NytHtml?cid=28047>

www.dors.dk

- De økonomiske råd (1), vismandsrapporter 2019. Internetadresse:
<https://dors.dk/vismandsrapporter/dansk-oekonomi-efteraar-2018/kapitel-konjunktur-offentlige-finanser>

www.andelskassen.dk

- DAB (1), Oversigtskort <https://www.andelskassen.dk/om-os/oversigtskort/>
- DAB (2) Organisation for Danske Andelskassers Bank A/S, Internetadresse
<https://www.andelskassen.dk/om-os/organisation/>
- DAB (3) Investorpræsentation. Internetadresse:
http://files.shareholder.com/downloads/ABEA-6865Q5/0x0x612769/7AF78CC5-EFFB-476D-9905-5D0CBC8C4C12/Danske_Andelskassers_Bank_November_2012_2_.pdf
- DAB (4). Forretningsmodel for Danske Andelskassers Bank A/S 2018. Internetadresse: <https://investor.andelskassen.dk/static-files/bfb6ae71-1969-49bb-82dc-fa903e66a10d>
- DAB (5), pressemeddelelse, Hybrid kapital. Internetadresse:
<https://via.ritzau.dk/embedded/release/danske-andelskassers-bank-salg-af-sparinvest-holdings-se-vil-styrke-vores-kapitalgrundlag-betydeligt-og-forbedre-mulighederne-for-at-gennemfore-vaekststrategi?publisherId=11280997&releaseId=13569468>
- DAB (6) 27. marts 2019. Storaktionærmeddelelse, Foreningen AP-pension. Internetadresse: <https://investor.andelskassen.dk/da/news-releases/news-release-details/storaktionærmeddelelse-danske-andelskassers-bank-3>
- DAB (7) 26. marts 2019. Danske Andelskassers Bank noterer, at Spar Nord ønsker at tilbagekalde deres købstilbud, Internetadresse:
<https://investor.andelskassen.dk/da/news-releases/news-release-details/danske-andelskassers-bank-noterer-spar-nord-onsker-tilbagekalde>
- DAB (8) 25. marts 2019. Danske Andelskassers Banks bestyrelse offentliggør redegørelse for Spar Nords overtagelsestilbud samt meddelelse om emission. Internetadresse: <https://investor.andelskassen.dk/da/news-releases/news-release-details/danske-andelskassers-banks-bestyrelse-offentliggor-redegorelse>
- DAB (9) 26. september 2018. Storaktionærmeddelelse, Spar Nord. Internetadresse:
<https://investor.andelskassen.dk/da/news-releases/news-release-details/storaktionærmeddelelse-danske-andelskassers-bank-1>

- DAB (10) 14. juni 2018. Danske Andelskassers Bank A/S restindfrier sin statslige hybride kernekapital. Internetadresse: <https://investor.andelskassen.dk/da/news-releases/news-release-details/danske-andelskassers-bank-restindfrier-sin-statslige-hybride-0>

www.investing.com

- Investing (1), kurser på obligationer. Internetadresse: <https://www.investing.com/rates-bonds/denmark-3-month-bond-yield>

www.finansforbundet.dk

- Finansforbundet, 08.02.2018 (1), artikel: *Ærgelige nedskæringer i Spar Nord*. Internetadresse: <https://www.finansforbundet.dk/da/OmFinansforbundet/Sider/aergerligenedskæringeriSparNord.aspx>

www.berlingske.dk

- Berlingske, 01.02.2018(1), artikel: *DAB afskediger 26 ansatte i forbindelse med organisationsændringer*. Internetadresse: <https://www.berlingske.dk/virksomheder/dab-afskediger-26-ansatte-i-forbindelse-med-organisationsændringer>

www.finansdanmark.dk

- Finans Danmark(1) *fortsat pæn indtjening i bankerne*: <https://finansdanmark.dk/media/38105/fortsat-paen-indtjening-i-bankerne.pdf>
- Det Sagkyndige Råd (2018) (2). *Langsigtede forventninger til finansielle afkast*. Internetadresse: <https://finansdanmark.dk/media/38193/notat-om-langsigtede-forventninger.pdf>

www.ecb.europa.eu

- ECB (2019) (1). Asset purchase programmes. Internetadresse: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>
- European Central Bank (ECB), 2010: Beyond ROE – How to measure Bank Performance. Appendix to the report on EU banking structures.

www.finans.dk

- *Finans*, 14.03.2019 (1), artikel: *Ny alvorlig nedjustering af europas største økonomi*. Internetadresse: <https://finans-dk.zorac.aub.aau.dk/finans2/ECE11252174/ny-alvorlig-nedjustering-af-europas-stoerste-oekonomi/>
- *Finans* 04.12.2016 (2) artikel, *Benhårdt magtopgør mellem formand og storaktionær i krisebank: Mandag bliver en af dem sendt ud i kulden*. Internetadresse: <https://finans-dk.zorac.aub.aau.dk/finans/finans/ECE9190425/benhaardt-magtopgoer-mellem-formand-og-storaktionaer-i-krisebank-mandag-bliver-en-af-dem-sendt-ud-i-kulden/>

Diverse:

- Fernandez, Pablo and Martinez, Mar and Fernández Acín, Isabel, 2019: *Market Risk Premium and Risk-Free Rate Used for 69 Countries in 2019: A Survey*. <https://ssrn.com/abstract=3358901>
- Damodaran, A., 2019: *Implied ERP by month for previous months*. <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/implprem/ERPbymonth.xlsx>
- Raaballe, J., Jeppesen, M.H. og Sahin, S., 2014: *Danske børsnoterede bankers indtægts- og omkostningsstruktur under forvandling*. *FinansInvest*, August, nr. 4, 2014
- Fonden for Andelskasserne i Område Nord (ERF DABN), 2017: Årsrapport. Internetadresse: <https://cvrapi.dk/virksomhed/dk/andelskassen-ostjyllands-fond/33650248>
- Fonden for Andelskasserne i Område Syd (ERF DABS), 2017: Årsrapport. Internetadresse: <https://cvrapi.dk/virksomhed/dk/andelskassen-sydjyllands-fond/33650272>

Årsrapporter

- Spar Nords årsrapporter 2013-2018
- Spar Nords risikorapporter 2014-2018
- Danske Andelskassers Banks årsrapporter 2013-2018