
SPAR NORD VÆRDISKABELSE VIA OPKØB



spar nord

Af:
Matias Damgaard - 20186160
Lars Winther Nielsen - 20186398
Anders Strandby Løvborg - 20186163

Aalborg Universitet
HD 2, Finansiell Rådgivning 4.semester (Aarhus)
Afgangsprojekt

Afleveringsdato: 30/04-2020

Vejleder:
Christian Farø

1. Executive Summary

Spar Nord has previously attempted to purchase smaller financial institutes within the past few years. They are the fifth largest bank in Denmark, and we found it interesting to further explore the possibilities of them succeeding with an acquisition. Lasse Nyby, CEO of Spar Nord, stated that when the sector as a whole is challenged due to increasing capital requirements, low interest rates, focus on anti-money laundering and compliance. Consolidation could be the answer to meet these challenges. Our report thereby raises the question as whether or not Spar Nord can optimize their business through acquisitions and if so, what economic consequences are to be expected.

The report firstly identifies Vestjysk Bank, as the proper target for a take-over. This is based on a few different factors, but mainly upon Spar Nord's previous acquisition-attempts and what prevented them from completing these. A financial analysis of both the institutes showed that their individual performances were good, as well as both being solid regarding the capital requirements.

Following the financial analyses of the institutes individually, we made a valuation of both the institutes in order to determine the pricing of the acquisition. The expectations to the economic consequences following the acquisition was calculated and it showed that costs could be optimized by approximately 153 million DKK based on synergizing effects. Overall, we expect the general performance of Spar Nord to rise, if they were to succeed in a takeover of Vestjysk Bank and therefore it is recommended that they pursue this option further. The report also states this acquisition to increase the total value of the stocks in Spar Nord.

Whether or not the takeover is possible is highly reliant on the corporation of the existing shareholders in Vestjysk Bank. The decision to dissolve the bank, requires 2/3 of the shareholder votes in accordance to the articles of association. Arbejdernes Landsbank holds almost 1/3 of the shares, which almost gives them the power to decide the outcome of the acquisition. An attractive bid premium for the shareholders in Vestjysk Bank and an offer for the shareholders, including a letter of intent in which will ensure a minimum of severe cut downs for the staff in the short term seems to be essential to succeed.

Indholdsfortegnelse

1. Executive Summary.....	2
2. Indledning.....	6
3. Problemformulering.....	7
4. Afgrænsning.....	8
5. Metode	9
6. Historiske opkøbsforsøg for Spar Nord	11
6.1 "Den Nordjyske Bankkrig"	11
6.2 Købsforsøget af Danske Andelskassers Bank.....	13
7. Udvælgelsesprocessen – at finde den rette kandidat	14
8. Interessentanalyser.....	22
8.1 Spar Nord	22
8.1.1 Kunder	22
8.1.2 Medarbejdere	22
8.1.3 Ledelsen.....	23
8.1.4 Aktionærerne	24
8.2 Vestjysk Bank	26
8.2.1 Aktionærer	26
8.2.2 Ledelse	27
8.2.3 Kunder	28
8.2.4 Medarbejdere	28
8.3 Delkonklusion - Interessentanalyser	29
9. Regnskabsanalyse til sammenligning af de to banker	30
9.1 Nøgletallene ROE, ROA og RORWA	30
9.2 Indtægts- og omkostningsstruktur	32
9.3 Omkostningseffektivitet.....	38
9.4 Kapitalomkostninger/WACC.....	39
9.5 Balancesammensætning	43
9.6 Rentefølsomhedsanalyse	45
9.7 Delkonklusion – Regnskabsanalyse	47
10. Kapitalforholdsanalyse	48
10.1 Oversigt over gældende kapital – Spar Nord	51
10.2 Oversigt over gældende kapital - Vestjysk Bank	52
10.3 Vurdering af kapital i perioden 2015 – 2019 for Spar Nord og Vestjysk Bank	52

10.4 Delkonklusion - kapitalforholdsanalyse	54
11. Værdiansættelse af Spar Nord og Vestjysk Bank	55
11.1 Excess return model.....	55
11.1.1 Spar Nord	56
11.1.2 Vestjysk Bank.....	57
11.2 Øvrige aktienøgletal	59
11.3 Delkonklusion - Værdiansættelser	61
12. Forudsætninger for fremtidigt regnskab	62
12.1 Renteindtægter	62
12.2 Renteudgifter	62
12.3 Renteudgifter til kapital	62
12.4 Gebyr- og provisionsindtægter	63
12.5 Kursreguleringer og udbytte.....	63
12.6 Øvrige indtægter	63
12.7 Øvrige omkostninger og samlede besparelser	64
12.8 Nedskrivninger	68
12.9 Skatteprocent	69
12.10 Udbytte til aktionærer.....	69
12.11 Beregning af egenkapital og bytteforhold	69
12.12 Balancen	69
12.13 Engangsomkostninger	69
12.13.1 Afskedigelser	70
12.13.2 IT-omkostninger.....	70
12.13.3 Lokaleomkostninger.....	70
12.13.4 Rådgiverhonorar.....	71
12.13.5 Delkonklusion - engangsomkostninger.....	71
13. Købet af Vestjysk Bank.....	72
13.1 Bytteforhold.....	73
14. Fremtidig performance for Spar Nord efter gennemført opkøb af Vestjysk Bank	75
14.1 Nøgletallene ROE, ROA og RORWA.....	75
14.2 WACC for 2020 for begge banker og den samlede bank	77
14.3 O/I for 2020 for begge banker og den samlede bank	78
14.4 Udlånsfordeling for 2020 for begge banker og den samlede bank.....	79
14.5 Delkonklusion – fremtidig performance.....	80
15. Kapitalforholdsanalyse fremtidig bank.....	81

15.1 Risikovægtede poster	82
15.2 Delkonklusion – Kapitalforholdsanalyse fremtidig bank	85
16. Værdiansættelse af den samlede bank.....	86
16.1 Excess return model.....	86
16.2 Gordons vækstformel.....	88
17. Diskussion.....	90
17.1 Den "rigtige" pris set fra både Spar Nord og Vestjysk Bank	90
17.2 Vestjysk Bank – salg til den rigtige pris.....	92
17.3 Spar Nord – køb til den rigtige pris	93
17.4 Opmærksomhedspunkter og strategi	95
18. Konklusion.....	98
19. Figur- og tabeloversigt	100
19.1 Figurer	100
19.2 Tabeller.....	101
20. Referencer	102
21. Bilag	108

2. Indledning

Generelt er banksektoren under et massivt pres på mange forskellige kerneområder af bankdriften. Faldende rentemarginaler, stigende kapitalkrav, udfordringer på hvidvaskområdet og stigende krav til compliance – det er alle forhold, som gør det sværere og mindre rentabelt at drive bank i fremtiden. Det lave renteniveau giver udfordringer med nettorenteindtægterne, og det har medført, at nogle banker har indført negative indlånsrenter (Finans, 2019a). Gentagne hvidvaskskandaler forstærker blot den negative trend omkring danske pengeinstitutters troværdighed og image (Børsen, 2019a). Compliance-området er stærkt reguleret af lovgivning i ledelsesbekendtgørelsen (Bekendtgørelse, 2016). Det kræver flere ressourcer i form af kvalificerede medarbejdere og systemunderstøttelse for at leve op til kravene. Det er blot for at nævne nogle af de områder, som man som pengeinstitut skal navigere omkring, mens man samtidig skal tilgodese investorerne, som fortsat forlanger et afkast af sin investering. I et sådant marked stiller det yderligere krav til den enkelte banks størrelse og konsolidering.

Tidligere har konsolideringen i sektoren været drevet af konkurser og utilstrækkeligt kapitalgrundlag (Udvalget om finanskrisens årsager, 2013, s. 249-264). Efter de mange rekordregnskaber i 2019 virker velvilligheden til konsolidering aktuelt begrænset. De mange krav til sektoren i fremtiden gør dog, at behovet må være yderst relevant i den kommende tid.

”Når en sektor er under pres på indtægtssiden, som vi er lige nu med de lave renter, er det helt naturligt, at der også sker noget på konsolideringssiden” (Finans, 2020).

Udtalelsen kommer fra Lasse Nyby, administrerende direktør i Spar Nord. Netop Spar Nord, som i 2019 fremsatte købstilbud af Danske Andelskassers Bank, må derfor anses for at ville benytte opkøb som en del af strategien for at konsolidere sig og levere gode resultater i et fremtidigt marked.

Spar Nord er spændende at kigge på i et opkøbsøjemed, da de som det 5. største pengeinstitut i Danmark, må forventes at have den finansielle styrke til at foretage opkøb. Interessen har også tidligere været tilstede, blandt andet i forbindelse med Nørresundby Bank i 2014 og Danske Andelskassers Bank i 2019. Opkøb må anses som en vækststrategi Spar Nord ønsker at benytte.

Det er højaktuelt at kigge på forskellige vækststrategier for Spar Nord, og med baggrund i ovenstående vil perspektivet på opgaven blive at udvælge en bank med en profil, som kunne være et godt match for et opkøb. Et simuleret opkøb vil blive analyseret med henblik på at belyse overvejelserne og konsekvenserne såvel strategisk som økonomisk.

3. Problemformulering

Kan Spar Nord optimere deres forretning via. opkøb af et andet pengeinstitut, og hvilke økonomiske konsekvenser kan forventes, samt hvilke strategiske overvejelser bør de gøre sig herom?

- Udvælgelsesprocessen – Hvilket pengeinstitut vil være et godt match for Spar Nord?
- Hvilke afgørende regnskabsfaktorer har betydning for bankerne, og hvilke synergieffekter kan der opstå som følge af et opkøb?
- Hvordan vil et muligt opkøb påvirke bankens økonomiske performance?
- Hvordan ser kapitalforholdene ud hos de pågældende banker og en fremtidig bank?
- Hvordan vil værdiansættelsen se ud?
- Hvad skal salgsprisen være set fra begge bankers perspektiv, og hvordan ser værdien af den fremtidige bank ud?

4. Afgrænsning

Opgavens datagrundlag baseres på den viden og de markedsforhold, som har været gældende indtil marts 2020. Derved tages der forbehold for de uforudsete og markante begivenheder, som Coronakrisen har medført. De afledte markedseffekter heraf og det fremtidige ændrede risikobillede vil således ikke blive behandlet.

Opgavens hovedfokus baserer sig primært på de forretningsmæssige aspekter og sekundært på det strategiske. Derved vil de organisatoriske forhold og eventuelle udfordringer, som relaterer sig til et muligt opkøb, ikke blive behandlet i denne sammenhæng.

I forhold til analysen af de regnskabs- og kapitalmæssige forhold baseres opgavens data primært på de seneste 5 års historik (2015-2019). De fremtidige kapitalkrav anskues frem til og med år 2022. I analysedelene er det fravalgt at sammenligne Spar Nord og Vestjysk Bank med en relevant peer group. Dette gøres da opgaven ikke søger en vurdering af performance og kapitalforholdene i en relativ sammenhæng, men i stedet i optimeringsøjemed og i forhold til egne målsætninger.

Der er i analyserne af regnskaber holdt et fokus på performancedelen, balancesammensætningen og kapitalforholdene. Et andet relevant område at belyse ville være kvaliteten af aktiverne, primært kreditboniteten.

I analysedelen omkring opkøbet af Vestjysk Bank er engangsomkostninger og synergieffekterne ikke budgetteret på årlig basis over en given årrække. Disse effekter indregnes forsimplet med fuld effekt fra budgetperiodens start. Vedrørende synergieffekterne ved opkøb er der alene beregnet effekter på omkostningsbasen og således ingen indtægtssynergier. Dette er fravalgt, da sådanne synergier vurderes yderst vanskelige at forudse, og hvis de måtte være mulige at opnå, antages effekten på de samlede synergier at være marginal.

5. Metode

Følgende opgave er led i det afsluttende afhandlingsprojekt for uddannelsen HDFR på Aalborg universitet. Opgavens udformning og de værktøjer, der vil blive benyttet til besvarelse af problemformuleringen, er derfor præget af undervisningsmaterialet fra HDFR-studiets indhold og pensum.

Opgavens problemformulering og besvarelse baserer sig primært ud fra en økonomisk betragtning om, hvorvidt den givne forretningscase er meningsgivende eller ej. Derfor er opgavens datagrundlag i overvejende grad præget af kvantitativt og statistisk data fra primærkilder, eksempelvis årsrapporter og rapporter fra finanstilsynet. Der vil også forekomme viden, der baserer sig på sekundærkilder, eksempelvis nyhedsartikler. Datagrundlag som baseres på sekundærkilder, vil det blive behandlet med en objektiv tilgang til kildekritik. Opgaven ønskes at være præget af en høj reliabilitet, og data er efter bedste evne indhentet fra troværdige kilder, herunder videnskabelige bøger samt artikler, og fakta ønskes desuden understøttet af data fra andre kilder.

Opgaven er grundlæggende opstillet i 4 faser.

Opgavens første fase handler om identificeringen af den rette opkøbskandidat og en nærmere analyse af de organisatoriske forhold herom. For at kunne identificere hvilket pengeinstitut, der med fordel kan analyseres nærmere i et opkøbsøjemed, tager vi først et kig på Spar Nords historiske opkøbsforsøg. Dette giver et indtryk af, hvad der tidligere har været formål og motivation, og giver samtidigt information om, hvad der har været de udslagsgivende udfordringer, og som ultimativt afværgede opkøbsforsøgene.

Når den forventede rette opkøbskandidat er identificeret, udarbejdes en interessentanalyse af henholdsvis Spar Nord og kandidaten, for indledningsvis at kunne identificere eventuelle fordele og ulemper ved kandidatens interesser i forhold til Spar Nords.

Herefter overgår opgaven til anden fase, hvor vi vil foretage en økonomisk analyse af de to pengeinstitutter til sammenligning. Analysen skal, udover at belyse eventuelle forskelle, samtidigt bidrage til en nærmere be- eller afkræftelse af, hvorvidt opkøbskandidaten fortsat er et interessant emne. For at kunne vurdere de økonomiske

forhold vil der først foretages en regnskabsanalyse med fokus på bankens performance. Performance vurderes bl.a. ved brug af nøgletallene ROE, ROA og RORWA. Herudover undersøges pengeinstitutternes indtægts- og omkostningsstrukturer, deres omkostningseffektivitet og kapitalomkostninger – også udtrykt ved WACC – samt balancesammensætning.

Andet led af den økonomiske analyse vil fokusere på pengeinstitutternes kapitalforhold. Et emne der med tiden kun er blevet mere aktuelt i takt med de stigende krav til pengeinstitutternes økonomiske polstring.

Opgavens tredje fase starter med en værdiansættelse af pengeinstitutterne hver især. Forudsat, at det ud fra den indledende økonomiske analyse kan konkluderes, at opkøbskandidaten fortsat er interessant, er det nu væsentligt at se nærmere på både muligheder samt effekter af et eventuelt opkøb. Den indledende værdiansættelse er nødvendig for at kunne beregne, hvilke økonomiske effekter et opkøb ville have for Spar Nord.

Herefter vil der simuleres et forventet fusionsregnskab. Dette kræver en række forudsætninger for det fremtidige regnskab, der indledningsvis opstilles. Når forudsætninger og prissætning af opkøbet er på plads, vil der blive udarbejdet endnu en økonomisk analyse, som her tager udgangspunkt i det fremtidige regnskab. Fremgangsmetoden i form af en regnskabs- og kapitalforholdsanalyse med fokus på performancenøgletal, er tilsvarende opgavens anden fase, da de forventede fusionseffekter skal måles med Spar Nords eksisterende forhold.

Opgavens tredje fase afsluttes af en ny værdiansættelse for det fremtidige pengeinstitut efter opkøb med henblik på at få en indikation af, hvad den rette pris skal være.

Opgavens fjerde og sidste fase består af en diskussion samt konklusion, der endegyldigt skal lede frem til, hvorvidt det er hensigtsmæssigt at fortsætte opkøbsplanerne og i så fald under hvilke forudsætninger. Diskussionen vil desuden inkludere betragtninger om opkøbsstrategien, der netop for Spar Nord tidligere har været fejlslagen.

6. Historiske opkøbsforsøg for Spar Nord

6.1 "Den Nordjyske Bankkrig"

Problemformuleringen giver anledning til at undersøge nærmere, hvordan opkøb kan være en del af en fremtidig strategi for Spar Nord. Det er på den baggrund væsentligt at kigge nærmere ind i, hvordan Spar Nord tidligere har brugt eller forsøgt at bruge denne strategi til at opnå vækst. De tidligere opkøbssituationer analyseres med henblik på, om der er nogle gennemgående forhold, som er vigtige at tage højde for, når der udvælges et muligt nyt opkøbsemne og simuleres et nyt opkøb.

Det mest omfattende opkøb, som Spar Nord har været en del af i nyere tid, har været som del af den nordjyske bankkrig, hvor Nørresundby Bank var en opkøbsmulighed for flere andre banker (Florentsen et al., 2015). Selve opkøbet analyseres primært med henblik på, hvilke betydninger det kan få for Spar Nord i fremtiden. Spar Nord ejer i 2014, 55 % af aktierne i Nørresundby Bank. Aktieandelen giver Spar Nord en stor ejerandel, men set fra et corporate governance synspunkt, er der uhensigtsmæssige stemmeretsbegrænsninger ifølge vedtægterne. Stemmeretsbegrænsningen gør, at man får én stemme for én aktie, men en aktionær kan maksimalt have 11 stemmer. Netop denne stemmeretsbegrænsning kommer til at få stor betydning i det senere opkøbsforløb. I oktober 2014 starter forhandlingerne for Nordjyske Bank med Nørresundby Bank omkring et opkøb. Det igangsætter Spar Nords overvejelser, som følge af et købstilbud af Nørresundby Bank til en pris svarende til 425 kr. pr. aktie. Det er i forvejen yderst usædvanligt, at Nordjyske Bank er interesseret i at opkøbe Nørresundby Bank, da den målt på egenkapital er væsentligt større (Florentsen et al., 2015). Det kommer dog senere i forløbet til at skinne klart igennem, at det er interessen for en lokalforankret bank, som har vækket Nørresundby Banks interesse. Enden på selve opkøbet bliver, at Nørresundby Banks bestyrelse kommer med anbefaling om, at aktionærerne skal acceptere Nordjyske Banks købstilbud. Anbefalingen kommer dog med nogle argumenter, som ikke økonomisk giver anledning til, at det er en god anbefaling. Over 90 % accepterer tilbuddet, og derved bliver Nørresundby Bank opkøbt af Nordjyske Bank (Florentsen et al., 2015).

Nordjyske Bank bliver i købsprocessen støttet af Jyske Bank i form af garanti for tegning af kapitaludvidelse. Jyske Banks incitament er ikke økonomisk på kort sigt, da de ender med at tabe ca. 100 millioner. Omvendt stopper de Spar Nord i et opkøb,

som ville have konsekvenser for blandt andet Jyske Banks EDB-samarbejde med Bankdata. Yderligere får de også en stor ejerandel i Nordjyske Bank, som kan give fremtidige forretningsmuligheder (Florentsen et al., 2015).

Spar Nord går fra den nordjyske bankkrig uden at få opkøbt en bank. De får dog en økonomisk gevinst på ca. 400 millioner for salget af aktierne. Deres købstilbud af Nørresundby Bank opfattes som fjendtligt, og det koster på deres image. Det kan give konsekvenser for de fremtidige muligheder for opkøb, at de har et mislykket opkøbsforsøg med fra tidligere. Det giver Spar Nord noget erfaring, som de kan bruge til et fremtidigt opkøb. Det er blandt andet vigtigt, at man har corporate governance strukturen i opkøbsmuligheden klarlagt, hvor blandt andet stemmeretsbegrænsning her får stor betydning. Derudover kan det også være væsentligt at finde ud af, hvilke andre interessenter, der kunne sætte en stopper for et opkøb, som Jyske Bank bidrog til i dette tilfælde.

6.2 Købsforsøget af Danske Andelskassers Bank

Spar Nord har ligeledes i løbet af 2019 fremsat købstilbud på Danske Andelskassers Bank. Det skete, da Spar Nord nærmede sig en aktieandel på 33 %, som ifølge lov om kapitalmarkeder §44 betyder, at de skal fremsætte købstilbud (Bekendtgørelse k. , 2019). Selve opkøbsprocessen var ikke ligeså kompliceret, som i det tidligere forsøg i 2014, fordi de ikke var ligeså mange interessenter. Ligeledes havde Danske Andelskassers Bank ikke nogen interesse i at blive opkøbt, og som det står i deres vedtægter kan ingen aktionær afgive stemme for mere end 1 % af den samlede aktiekapital, hvilket gør det svært at gennemføre opkøbet (Danske Andelskassers Bank, 2020). Det stod klart efter at de kort tid efter tilbuddet melder ud at 46,2 % af stemmerne har tilkendegivet, at de ikke ønsker at acceptere Spar Nords købstilbud (Politiken, 2019). Danske Andelskassers Bank rejser ligeledes kapital udefra for at økonomisk at kunne afværge et købstilbud (Finans, 2019b).

Argumentationen går blandt på, at de ikke ønsker massefyringer og nedlæggelse af filialer. Det har ifølge Spar Nord ikke været et tema i forbindelse med købstilbuddet, og de bliver igen mødt af en argumentation, som ikke beror på det økonomiske. Stemmeretshaverne i Danske Andelskassers Bank efterlader et indtryk af at vægte stakeholder-værdierne højere end profitmaksimering.

Spar Nord skal altså også have med i overvejelserne omkring et fremtidigt opkøb, at det skal være et pengeinstitut, som vægter shareholder-værdierne over stakeholder, hvilket vil kræve at der ikke er vedtægtsbestemmelser som modarbejder dette.

7. Udvælgelsesprocessen – at finde den rette kandidat

At beslutte sig for at opkøbe et andet pengeinstitut er en stor og svær beslutning. At beslutte hvilket pengeinstitut man ønsker at opkøbe, er en mindst ligeså stor, svær og udfordrende beslutning.

I udvælgelsesprocessen er det nødvendigt at opstille en række kandidatkriterier, for på forhånd at definere hvilke potentielle pengeinstitutter, der kunne være interessante. På baggrund af kriterierne kan der hurtigt dannes en kandidatliste, som der efterfølgende skal sorteres i. Typisk består kriterierne – dog ikke begrænset – af følgende:

- Størrelse målt på aktiver (balance)
- Geografi
- Kreditkvaliteten af udlånsporteføljen
- Sammensætningen af aktiverne
- Likviditet
- Kundesegmenter og marked
- Markedsposition (kan måles/vurderes på en række forskellige faktorer)
- Kapitalstruktur og styrke
- Kvaliteten og omfanget af værdikæden

Et af de første og mest væsentlige forhold at identificere er størrelsesforholdet. Hvor stort eller hvor småt et pengeinstitut er interessant ift. opkøb, og hvordan størrelsen måles. På baggrund af en analyse af Gupta og Misra (2007) af ca. 500 amerikanske bankfusioner viste det sig, at det gennemsnitlige forhold mellem markedsværdien af egenkapitalen mellem det opkøbte, og det opkøbende selskab var ca. 0,22. Der bliver altså oftest, ud fra en gennemsnitsbetragtning, opkøbt pengeinstitutter, der er betydeligt mindre – i et størrelsesforhold ca. 1:5 – end sig selv. Det giver mening ud fra en betragtning om, at opkøb er yderst kapitalkrævende, og det ville kræve yderligere og meget ekstern finansiering at opkøbe et pengeinstitut, der er tæt på egen størrelse. Det var eksempelvis også tilfældet, da Nordjyske Bank ønskede at opkøbe Nørresundby Bank, hvor den opkøbende bank faktisk var mindre målt på markedsværdien af aktiekapitalen end den opkøbte bank (Florentsen et al., 2015). Her var det nødvendigt med finansiering via Jyske Bank i form af en aktieudvidelse. Det

kan lade sig gøre at foretage et opkøb med sådanne forhold, men det er en noget tungere og mere risikabel strategi.

Med baggrund i størrelsesforholdet blandt historiske opkøb tages der i denne udvælgelsesproces udgangspunkt i gennemsnitsbetragtningen omkring 22 % af Spar Nords egenkapital. Det forekommer højst usandsynligt og yderst begrænset målsøgning at forsøge at finde et pengeinstitut med nøjagtigt dette forhold, og derudover er kriteriet ikke enestående for udvælgelsesprocessen. Derfor søges der indledningsvis ud fra en ramme, som ud fra en risikobetragtning er fastsat, fra 15 – 35 %. Hvis nødvendigt kan og vil rammen senere indskrænkes, hvis kandidatlisten viser sig for omfattende. Til en start danner dette altså basis for første udkast til kandidatlisten.

For at undersøge hvilke pengeinstitutter, der ligger indenfor den nævnte ramme, indledes søgningen med udgangspunkt i finanstilsynets størrelsesgruppering (2020). Størrelsesgrupperingen består af 6 grupper, hvoraf gruppe 5 og 6 er særlige kategoriseringer grundet deres specielle tilhørsforhold til det danske pengeinstitutmarked. Gruppe 5 er en oversigt over udenlandske pengeinstitutter med filialer i Danmark og gruppe 6 er Færøske banker. I nedenstående figur vises en kort oversigt over, hvordan de danske pengeinstitutter placeres fra henholdsvis gruppe 1 til 4.

Figur 1: Finanstilsynets gruppeinddeling af Danske pengeinstitutter

Gruppe 1	Arb. Kapital over 75 mia. kr.
Gruppe 2	Arb. Kapital over 12 mia. kr
Gruppe 3	Arb. Kapital over 750 mio. kr.
Gruppe 4	Arb. Kapital under 750 mio. kr.

Kilde: Egen tilvirkning pba. finanstilsynets opgørelser.

Spar Nord tilhører gruppe 1, dog som det mindste pengeinstitut i gruppen af i alt 5 pengeinstitutter.

Selvom udvælgelsesmetoden baserer sig på forhold vedrørende pengeinstitutternes egenkapital, vurderes det dog alligevel hensigtsmæssigt at indlede søgning via Finanstilsynets størrelsesgrupperinger baseret på arbejdende kapital, idet der er nødvendig sammenhæng mellem den arbejdende kapital og egenkapitalen – dog ikke nødvendigvis i samme rangorden pengeinstitutterne imellem.

Nedenstående figur viser alle pengeinstitutterne i gruppe 2 og deres egenkapital målt mod Spar Nords. Nøgletal tager udgangspunkt i regnskabsåret 2018.

Tabel 1: Opkøbskandidater målt på egenkapital.

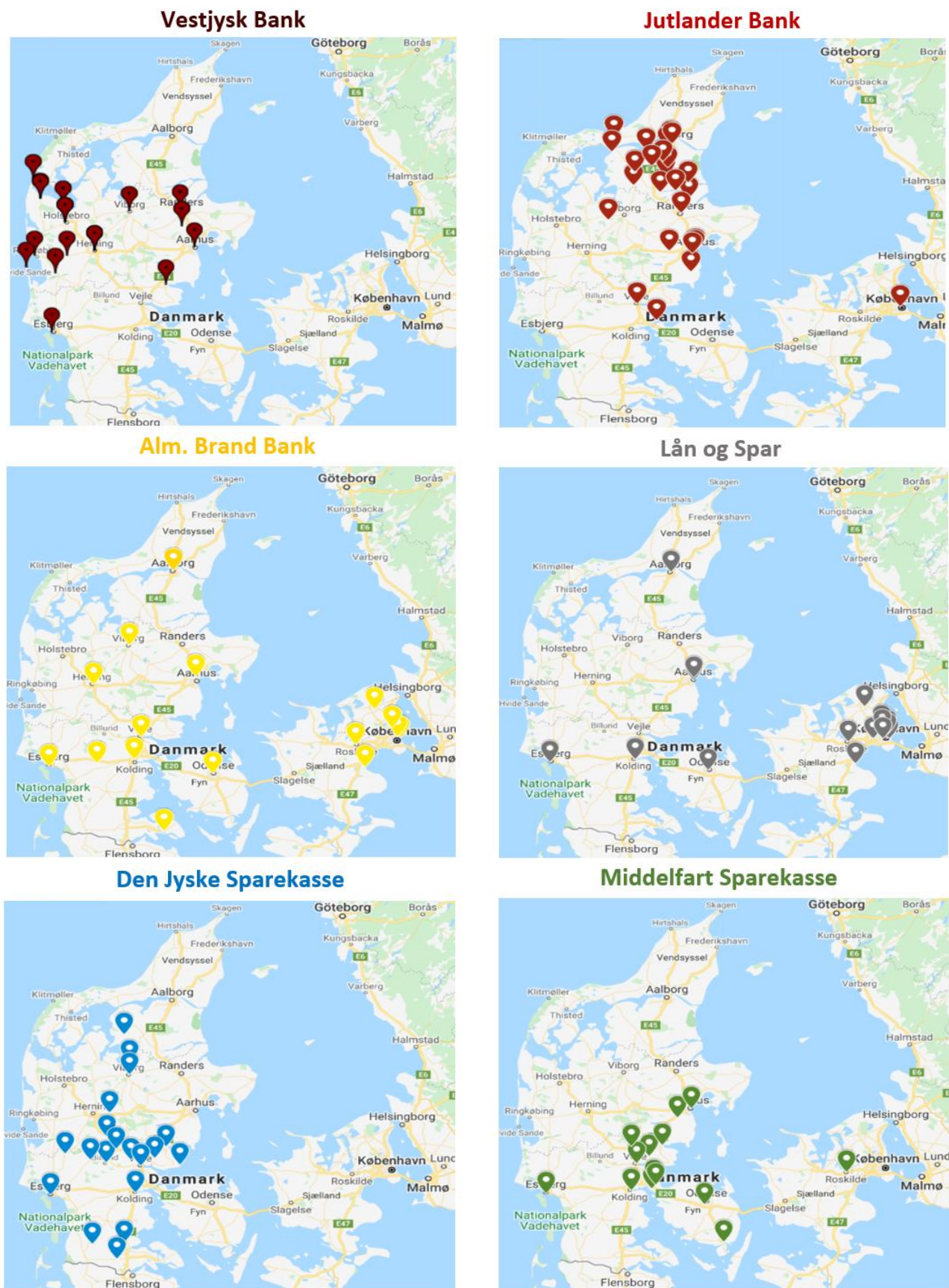
	Egenkapital - 2018 (mio. kr.)	
Spar Nord (benchmark)	kr. 8.380	100% af benchmark
Ringkjøbing Landbobank	kr. 7.189	86%
Arbejdernes Landsbank	kr. 6.873	82%
Sparekassen Kronjylland	kr. 3.903	47%
Sparekassen Vendsyssel	kr. 3.088	37%
Sparekassen Sjælland-Fyn	kr. 3.083	37%
Jutlander Bank	kr. 2.912	35%
Vestjysk Bank	kr. 2.589	31%
Alm. Brand Bank	kr. 1.984	24%
Lån og Spar	kr. 1.781	21%
Den Jyske Sparekasse	kr. 1.616	19%
Middelfart Sparekasse	kr. 1.233	15%

Kilde: Egen tilvirkning pba. årsrapporter for inkluderede/nævnte pengeinstitutter 2019.

Inddelingen af gruppe 2 pengeinstitutter, målt på egenkapital, viser seks potentielle kandidater indenfor rammen på 15 – 35 %. Heraf rammer 2 pengeinstitutter yderpolerne; Jutlander Bank med 35 % og Middelfart Sparekasse med 15 %. De resterende fire pengeinstitutter er jævnlige fordelt fra 19 til 31 % af Spar Nords egenkapital.

For at sortere yderligere i de nu seks opkøbskandidater ses der nærmere på geografien og potentialet i markedsområderne matchet mod Spar Nords. Idet strategien går på at købe sig til vækst og markedsandele, er det væsentligt, at det opkøbte pengeinstitut enten kan bidrage i forhold til omkostningsoptimering – det kunne være, at opkøbet tillod geografiske synergieffekter, hvor der samtidigt med den delvise overtagelse af et eksisterende markedsområde kunne optimeres omkostningsmæssigt i form af sammenlægning af tætbeliggende afdelinger. Alternativt og/eller samtidigt giver opkøb muligheden for en hurtig markedspenetrering af et nyt markedsområde. Mulighederne herfor undersøges nærmere ved at vurdere på geografien.

Figur 2: Filialoversigt over opkøbskandidaterne



Ovenstående illustrationer kortlægger placeringen af alle de seks kandidaters fysiske filialer, og det giver samtidigt indblik i deres primære markedsområde. Selvom det er muligt at operere i et bestemt markedsområde uden en fysisk filial, giver geografien alligevel en god indikation af, hvor pengeinstituttet har sin oprindelse, og formentligt også har sit primære markedskendskab og ekspertise.

- **Vestjysk Bank**, som navnet ligeledes indikerer, har primært sine afdelinger placeret omkring Vest- og Midtjylland.
- **Jutlander Bank** er primært baseret ud fra Nordjylland, dog med enkelte udstikkende afdelinger omkring de større byer som Aarhus, København og én enkelt afdeling i Vejle.
- **Alm. Brand (Bank)** er jævnt fordelt på tværs af landet – dette pengeinstitut skiller sig ud ved, at afdelingerne er såkaldte 'rådgivningscentre' hvor koncernen har samlet alle sine tre uafhængige funktioner: Bank, forsikring og pension.
- **Lån og Spar** opererer primært omkring hovedstadsområdet, dog også ligesom Jutlander Bank med enkelte udstikkende afdelinger omkring de større byer i Jylland samt i Odense.
- **Den Jyske Sparekasse** har alene sine afdelinger i Jylland, med de primære beliggenheder omkring Midtjylland og Syddanmark.
- **Middelfart Sparekasse**, der også som navnet klart indikerer, har sin primære base om området omkring Middelfart, dog med nogle afdelinger udenfor det primære markedsområde i henholdsvis Esbjerg, Aarhus, Odense, Svendborg og Roskilde.

Det ses ikke kun på egenkapitalens størrelse, at Spar Nord er et betydeligt større pengeinstitut end de 6 kandidater. Samme billede findes, når der sammenlignes med antallet af filialer. I nedenstående illustration ses Spar Nords afdelinger i Danmark.

Spar Nord udspringer oprindeligt af markedsområdet omkring Nordjylland, men det er dog ikke helt så tydeligt længere. Mange afdelinger er siden blevet åbnet på tværs af landet, og banken er stærkt repræsenteret i alle de større byer i Midtjylland, området omkring Middelfart/Syddanmark, på Fyn og også omkring de større byer på Sjælland, inkl. hovedstadsområdet.

Figur 3: Filialoversigt for Spar Nord



Det bemærkes, at det samtidigt er tydeligt, hvor Spar Nord er mindst repræsenteret på Danmarks-kortet. I dele af området omkring Vestjylland, primært mod Syd, findes der kun få afdelinger, og de eksisterende ligger i nogle af områdets større byer; Holstebro, Herning og Esbjerg.

For at tage flere markedsandele i nuværende markedsområde vil opkøb umiddelbart ikke være den rette strategi for Spar Nord. I et sådant tilfælde kunne det muligvis være særligt interessant for Spar Nord at se nærmere på de områder, hvor de endnu ikke selv er betydeligt repræsenteret. Under denne præmis ville et pengeinstitut som Vestjysk Bank, der både har sit primære markedsområde i Vestjylland og er kraftigst repræsenteret i området, være oplagt at undersøge yderligere.

Som det indledningsvis blev beskrevet, er Spar Nord tidligere blevet bremset i opkøbsforsøg grundet stemmeretsbegrænsningerne jf. vedtægterne i det pengeinstitut, som de ønskede at opkøbe. Det er derfor nærliggende i udvælgelsesprocessen at se nærmere på de juridiske muligheder eller forhindringer ift. stemmerettigheder, der måtte være ved opkøbet af én af de seks kandidater. Politisk er stemmeretsbegrænsninger i øvrigt et område, som har fået øget opmærksomhed, og som EU ikke finder optimale i børsnoterede virksomheder. Emnet/problematikken går under navnet "One-share-one-vote", og er indenfor

corporate governance også et område med stigende opmærksomhed (Khachaturyan, 2006). I nedenstående skema ses en oversigt over stemmeretsreglerne for hver af de seks pengeinstitutter.

Figur 4: Stemmerettigheder for opkøbskandidaterne

Vestjysk Bank	1 aktie giver 1 stemme. Ingen stemmeretsbegrænsninger
Jutlander Bank	Jutlander Bank har et ejerloft, hvilket betyder at hvis en aktionær opnår mere end 5 % af bankens samlede aktiekapital, så kræves bestyrelsens godkendelse. Nominelt aktiebeløb på 10 kr. giver 1 stemme. Stemmeretsbegrænsning på stemmer svarende til 5 % af den samlede aktiekapital. Dermed vil eventuelle aktionærer med beholdning på mere end 5 % - selv efter bestyrelsens godkendelse – dog ikke være bedre stillet ift. stemmerettighederne
Alm. Brand (Bank)	Aktiebeløb på 1.000 kr. giver 1 stemme. Ingen stemmeretsbegrænsninger
Lån og Spar	Lån og Spar har ligeledes et ejerloft på 15 % - erhvervelse af aktier udover denne grænse kræver selskabets samtykke. Hvert aktiebeløb på 100 kr. giver 1 stemme. Dog ligeledes stemmeretsbegrænsninger, svarende til stemmer svarende til 15 % af den samlede aktiekapital
Den Jyske Sparekasse	Aktiebeløb på 10 kr. giver 1 stemme. Ingen stemmeretsbegrænsninger
Middelfart Sparekasse	For hver 1.000 kr. indbetalt garantkapital gives 1 stemme. Stemmeretsbegrænsning på maksimalt 20 stemmer

Kilde: Egen tilvirkning pba. seneste vedtægter for inkluderede/nævnte pengeinstitutter

Af de i alt seks kandidater er kun tre uden stemmeretsbegrænsninger; Vestjysk Bank, Alm. Brand (Bank) og Den Jyske Sparekasse.

Ud af de resterende tre kandidater vurderes Vestjysk Bank at være det mest interessante emne at fortsætte med. Det er der flere årsager til.

Det vurderes, at Alm. Brand (Bank) vil være for kompleks en organisation at gå ind i – hvis et opkøb i det hele taget ville være en mulighed. Alm. Brand (Bank) er en del af en større koncern, der individuelt også beskæftiger sig med forsikringer og pension. En stor del af konkurrencefaktoren for netop dette pengeinstitut er sammenspillet mellem de tre individuelle funktioner, der er del af et samlet pakke- og værditilbud. Det ville forventeligt ikke give meget merværdi at adskille den ene del og placere den under Spar Nord. Derudover er Alm. Brand placeret færrest steder af de tre resterende kandidater, og alle steder er i det samme markedsområde som Spar Nord. Der kan altså på forhånd sættes spørgsmålstegn ved om Alm. Brand (Bank) vil have interesse i det – dog uden at have set regnskabstal m.v. Komplexiteten af den samlede organisation og markedsområderne gør således Alm. Brand (Bank) til en uinteressant opkøbsmulighed.

Den Jyske Sparekasse er interessante, og de har mange faktorer, der gør dem til et muligt emne for opkøb, ligesom Vestjysk Bank. Den Jyske Sparekasse har dog ligesom Alm. Brand (Bank) et overlap i de samme markedsområder som Spar Nord. Det i sig selv gør dem ikke direkte til et uinteressant opkøbsemne, men der vurderes umiddelbart at være mere potentiale for at 'købe sig til vækst' ved at købe sig ind i et nyt markedsområde. Det vurderes, at Spar Nord har de nødvendige midler til selv at tage markedsandele i de områder, hvor Den Jyske Sparekasse allerede har filialer. Dernæst kommer betragtningen, at Vestjysk Bank er et større pengeinstitut sammenlignet med Den Jyske Sparekasse. Det gør analysen mere interessant og brugbar i fremtiden, selv hvis opkøbet af Vestjysk Bank ikke konkluderes at være hensigtsmæssigt. Dette henset til nødvendig kapital til opkøb og altså 'købekraft'.

Samlet set vurderes det, at Vestjysk Bank er det mest interessante opkøbsemne. Det vurderes pba. størrelse, markedsområde og stemmeretsregler. Den kommende analyse vil forsøge at konkludere på, om det reelt er hensigtsmæssigt målt på en række af de andre faktorer, som er beskrevet indledende i dette afsnit.

8. Interessentanalyser

For at kunne danne et udgangspunkt for en sammenligning af både Vestjysk Bank og Spar Nords virke, mål og afgørende magtbalancer vil der i det efterfølgende afsnit blive lavet en interessentanalyse af dem begge. Analysen skal medvirke til at danne overblik over de mange interessenter, der findes, og hvilken tilgang de har til deres interessentskab, samt hvor magtfulde de er (Bakka & Fivesdal, 2019, s. 20-21). Analysen udarbejdes med fokus på det mulige opkøb samt de forskellige interessenters påvirkning heraf. Der holdes fokus på de primære interessenter i forhold til opkøbsscenariet, og som er interessante i corporate governance sammenhæng. Analysen er derved ikke udtømmende og inddrager ikke alle interessenter.

8.1 Spar Nord

8.1.1 Kunder

Spar Nord har samlet 391.000 kunder, som tilsammen har et forretningsomfang på 269,9 mia. kr. i alt. Af bankens samlede krediteksponering udgøres ca. 55 % af erhverv og ca. 45 % af privat. Målt på antallet af kunder har Spar Nord i Nordjylland en markedsandel på 32 %, mens det på landsplan er 4 % (Spar Nord, 2019a). Spar Nords kunder vil ved et opkøb umiddelbart ikke mærke nogen forskel, og de vil forventeligt blot se positivt på at deres bank, specielt uden for Nordjylland, vil få en endnu stærkere geografisk dækning. Kundernes betydning i forhold til et opkøb vurderes for Spar Nords vedkommende at være meget begrænsede. De har lille påvirkningsmulighed på beslutningen og meget begrænset magt og indflydelse.

8.1.2 Medarbejdere

Der er ultimo 2019 ansat 1.549 i Spar Nord, heraf 1.020 i de lokale filialer, og de resterende på specialist og centrale funktioner i Aalborg (Spar Nord, 2019a). Med henblik på et muligt opkøbsscenarie må der grundet synergieffekter forventes at ske en samlet reduktion i medarbejderantallet. Historisk kan vi se, at antallet af ansatte i de danske pengeinstitutter falder, samtidigt med antallet af pengeinstitutter og filialer falder (Finans Danmark, 2019). Medarbejderne som gruppe har stor betydning og derved også indflydelse på, om et opkøb kan blive en succes. Det kan forventes, at der er en begrænset medvirken fra medarbejderne, da et opkøb typisk vil betyde mulige filiallukninger, samt mange centrale funktioner vil være dobbelt besat. Det gør

sig især gældende for hovedkontoret i Aalborg, hvor der må forventes en vis sammenlægning af funktioner med Vestjysk Bank. Medarbejderne vurderes at have en væsentlig magt/indflydelse, også i kraft af deres repræsentation i bestyrelsen.

8.1.3 Ledelsen

Bestyrelsen er bankens overordnede ledelsesorgan. De er, jf. Lov om finansiel virksomhed §70, ansvarlige for bankens forretningsmodel, risikoappetit og politikker og udsteder instrukser til direktionen. I Spar Nord er der aktuelt seks medlemmer valgt på generalforsamling og tre medarbejdervalgte. Samlet er der fire kvinder og fem mænd. Formanden er Kjeld Johannsen, der kommer med en ledelsesmæssig baggrund som direktør i Danish Crown. Næstformand, Per Nikolaj Bukh, som er Ph.D og professor ved Aalborg Universitet må ventes at bidrage med en mere akademisk tilgang (Spar Nord, 2019a). De seks aktionærvalegte medlemmer må antages af have en klar shareholderorienteret tilgang til deres ledelse af banken, mens de medarbejdervalgte skal trække ledelsen i modsat retning, og de har således en mere stakeholderorienteret tilgang, med medarbejderne som primær interessent. Jf. bankens vedtægter er bestyrelsen jf. § 3 bemyndiget til at udvide aktiekapitalen med nominelt 246.005.052 kr. svarende til 24.600.505 styk aktier, svarende til en udvidelse på præcis 20 % af den nuværende aktiekapital. Derved vil et større opkøbsforsøg forventeligt skulle beslattes på en ekstraordinær generalforsamling.

Den daglige ledelse af banken udføres af direktionen i henhold til bestyrelsens instrukser. Den består i dag af Lasse Nyby, John Lundsgaard og Lars Møller, der tilsammen har 65 års erfaring i bankens direktion. Direktionen er fastløns ansatte og har således ikke indarbejdet incitamentsbaserede lønpakker, såsom bonusordninger, optionsprogrammer og lignende (Bestyrelse, Spar Nord, 2019). Ledelsen i form af direktion og bestyrelse vurderes at have stor og afgørende indflydelse på beslutningen om opkøb. De vurderes i øvrigt for Spar Nords vedkommende at have stor interesse i et opkøb.

8.1.4 Aktionærerne

Spar Nord Bank havde ultimo 2019 ca. 98.000 aktionærer. De 10 største aktionærer besad tilsammen ca. 52 % af aktiekapitalen. Ca. 68 % af kapitalen ejes af fonde og institutionelle investorer samt andre storaktionærer, mens 32 % af kapitalen kan henføres til aktionærer, som hver især havde færre end 20.000 aktier. Geografisk er aktiekapitalen fordelt med 71 % på danske hænder, og 29 % ejet af udenlandske investorer. Banken har to aktionærer, som har meddelt, at de besidder mere end 5 % aktiekapitalen. Spar Nord Fonden er største aktionær med en ejerandel på 18,9 %. Næststørst er Nykredit Realkredit A/S med en ejerandel på 11,4 % (Spar Nord, 2019a) (Spar Nord, 2020b). Det kan således aflæses, at der alene er to aktionærer med mere end 5 % ejerskab, og som tilsammen udgør 30,3 % af ejerandelene. Ejer fordelingen er således bredt funderet. Aktionærer, der har mere end 20.000 aktier, (svarende til aktuel værdi pr. 7.2.2020 på ca. 1,3 mio. kr.) har én direkte stemmeret på generalforsamlingen. Aktionærer med mindre end 20.000 styk har forholdsmæssig stemmeret i deres aktionærkreds til valg af delegerede til generalforsamlingen. Man har i banken således en stemmeretsbegrænsning ved maks. 20.000 styk, hvorved Nykredit med 11,4 % ejerskab principielt ikke har mere magt end en privat aktionær med en beholdning til en værdi af ca. 1,3 mio. kr. Spar Nord er således blandt de 86 % af de danske børsnoterede banker, der har stemmeretsbegrænsninger, hvilket er markant anderledes i forhold til alle øvrige erhvervsgrupper i Danmark, hvor andelen blot er 2 % (Bechmann & Raaballe, 2010). Forholdet, om at ejerandele og bestemmelse ikke følges ad, medfølger, at der ikke forekommer shareholder-demokrati og således en skævvridning af magtforholdet mellem de store og mindre aktionærer. Dog har de to aktionærer, Nykredit og Spar Nord Fonden, i kraft af et ejerskab over 5 % rettighed til kunne indkalde til en ekstraordinær generalforsamling, og derved har de en større magt end øvrige aktionærer i forhold til at sætte et bestemt emne på dagsordenen.

8.1.4.1 Spar Nord Fonden og Nykredit

Spar Nord Fondens ejerskab stammer tilbage fra, da Sparekassen Nordjylland tilbage i 1990 gik fra at være sparekasse til at blive en børsnoteret bank. Den "herreløse" sparekasses kapital blev således samlet i fonden, der i dag drives efter følgende formål:

"Videreføre Sparekassen Nordjyllands virksomhed gennem Spar Nord Bank A/S og herunder at virke til gavn for almennyttige og velgørende formål efter bestyrelsens frie skøn" (Jørgensen, 2007).

Fondens formål kan derved tolkes således, at den ønsker at medvirke til fortsat at tjene penge og videreføre en stærk forretning nu og i fremtiden. Overskuddet fra fondens ejerskab skal så tilgodese almennyttige og velgørende formål.

Nykredit koncernen ejes primært af Forenet Kredit med en ejerandel på 78,9 %. Foreningen er kundejet af Nykredit og Totalkredits kunder. Foreningens mission lyder

"Vi er foreningen bag Nykredit og Totalkredit. Vi arbejder for at sikre boligejerne stabile boliglån i hele landet – både nu og i fremtiden" (Forenet Kredit, 2020).

Foreningens ønske med ejerskabet skal således medvirke til, at der fortsat er gode belåningsmuligheder, hvilket kan opnås via en stærk og solid forretning. Overskuddet vil fra foreningen ultimativt tilfalde kunderne.

Overordnet må aktionærernes tilgang til et muligt opkøb vurderes at være styret af en shareholderorienteret tilgang. De har stor magt, omend den kan ligge skævt fordelt, samt stor indflydelse på beslutninger.

8.2 Vestjysk Bank

8.2.1 Aktionærer

Banken har en aktiekapital på 896 mio. kr. fordelt på 37.000 forskellige aktionærer. Heraf er en række storaktionærer:

- AP Pension Livsforsikringsselskab ml. 20 - 25 %
- Nykredit Realkredit A/S ml. 10 - 15 %
- Aktieselskabet Arbejdernes Landsbank ml. 25 – 33,33 %

I forhold til eventuelle opkøbsmuligheder er det væsentligt og interessant og se nærmere på Vestjysk Banks storaktionærer. AP Pension er et kundeejet pensionsselskab og deres formål med et betydeligt ejerskab af Vestjysk Bank må derfor alt andet lige betragtes som en shareholderorienteret investering (AP Pension, 2020).

Nykredit er i forrige afsnit blevet beskrevet som interessant. Der er altså tale om et aktionæroverlap mellem Spar Nord og Vestjysk Bank.

Arbejdernes Landsbank er et ikke-børsnoteret aktieselskab. Det er muligt at blive aktionær, hvis ikke man tilhører en udvalgt gruppe personer eller organisationer, hovedsageligt med tilknytning til fagforbund. De primære aktionærer er som følgende (Arbejdernes Landsbank, 2020):

- Aktieandel mere end 20 %
 - 3F
- Aktieandel mere end 5 %, men mindre end 20 %
 - Dansk Metalarbejderforbund
 - HK/Danmark
 - Fødevareforbundet NNF
 - FOA

Betydningen af ovennævnte interessenter i forhold til et opkøbsscenario og deres konkrete indflydelse herpå vil senere i opgaven blive diskuteret nærmere.

Hver aktie i Vestjysk Bank giver 1 stemme. Der er ingen stemmeretsbegrænsninger. Samlet set sidder bankens tre storaktionærer således på over halvdelen af

stemmerettighederne. Sådanne stemmeforhold, især taget de samlede stemmerettigheder blandt de tre storaktionærer i betragtning, medfører, at der må forventes et shareholderorienteret demokrati i tråd med "one-share-one-vote" tilgangen. Derfor må det også forventes, at godkendelsen af et opkøb fra aktionærernes side i Vestjysk Bank i høj grad vil være præget af samme tilgang – et fornuftigt shareholder-resultat. Denne interessentgruppe har stor magt og påvirkningsevne på opkøbsmulighederne.

8.2.2 Ledelse

Vestjysk Banks bestyrelse består af i alt otte medlemmer, hvoraf tre er medarbejdervalgte. Formanden for bestyrelsen er Vagn Thorsager, der er forhenværende administrerende bankdirektør i Aarhus lokalbank, der senere efter fusionering, blev til Vestjysk Bank. Næstformand er direktør, Lars Holst, og øvrige bestyrelsesmedlemmer er direktør, Bent Simonsen, direktør, Bolette van Ingen Bro, direktør, Claus Okholm, og chief commercial advisor, Karina Boldsen. Fordelt på de seks bestyrelsesmedlemmer besidder de i alt ca. 462,5 tusinde Vestjysk Bank aktier, mod den samlede aktieportefølje af godt 896 mio. stk. svarende til ca. 0,05 %.

De medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer er udviklingsmedarbejder, Jacob Møllgaard, erhvervsrådgiver, Martin Sand Thomsen og afdelingsdirektør, Palle Hoffmann. Fordelt på de 3 medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer besidder de i alt ca. 37,2 tusinde Vestjysk Bank aktier, svarende til ca. 0,004 % af den samlede aktieportefølje (Vestjysk Bank, 2019).

Bankens direktion består af administrerende bankdirektør, Jan Ulsø Madsen og bankdirektør, Michael Neland Petersen. De to direktionsmedlemmer har i alt ca. 113,3 tusinde Vestjysk Bank aktier, svarende til ca. 0,013 % af den samlede aktieportefølje. Både direktion og bestyrelse aflønnes fast og er ikke modtager af variabel løn, aktie- eller optionsordninger eller lignende (Vestjysk Bank, 2018).

Det kan dermed næppe siges, at hverken bestyrelse eller direktion personligt står til gevinst af shareholderorienterede tilgange. Det må dog forventes, ligesom det er tilfældet med Spar Nord, at bestyrelsens orienteringer er splittede. De seks aktionærvalgte bestyrelsesmedlemmer, med primære titler som direktører, forventes at have en shareholderorienteret tilgang til ledelse og driften af banken, hvorimod de

tre medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer modsat har en stakeholderorienteret tilgang.

Bankens samlede ledelse af bestyrelse og direktion har stor magt og påvirkningsevne på opkøbsmulighederne, da denne bevidst kan foretage foranstaltninger, der kan med- eller modvirke et opkøb. Dog skal det bemærkes, at ledelsen ultimativt er styret af bankens aktionærer – der som beskrevet ovenfor, primært forventes at have en shareholderorienteret tilgang til bankens drift og fremtid.

8.2.3 Kunder

Fordelt på Vestjysk Banks kunder, er der i et samlet forretningsomfang på ca. 39,5 mia. kr. Af den samlede krediteksponering er ca. 38 % fra private engagementer og 62 % fra erhvervsengagementer. Vestjysk Banks kunders reaktion på et opkøb kan være blandede. Det vil, som det opkøbte pengeinstitut, naturligvis føles som den største forandring, idet der for alle er tale om et ufrivilligt bankskifte. Uvisheden vil for nogle være en bekymringsfaktor, men for den almene kunde vil det store spørgsmål forventeligt være, om deres engagement – omend det er privat eller erhverv – vil forblive uændret, forbedret eller forringet efter et muligt opkøb af Spar Nord. Vestjysk Bank har sine rødder forankret i Vestjylland, og der kunne muligvis opstå en smule modstand mod forandring for visse kunder, der føler den lokale tilknytning til pengeinstituttet. Dog har Vestjysk Bank over en periode været godt i gang med at udforske andre geografiske områder landet over. Dette kunne ligeledes også observeres på afdelingskortet, hvor der nu også findes afdelinger i Viborg, Herning, Aarhus og Randers. Derfor kan der også sås tvivl ved, i hvilket omfang den lokale opvækst i Vestjylland spiller en rolle for bankens fremadrettede virke. Spar Nord skal naturligvis tage det til efterretning, hvis der kan fornemmes en risiko for kundeoprør mod fusionen. Det vurderes samlet set, at kunderne har en forholdsvis begrænset, men ikke uvæsentlig, indflydelse og påvirkningsmulighed.

8.2.4 Medarbejdere

Der er 362 heltidsmedarbejdere i Vestjysk Bank, og for hvad angår denne interessentgruppes forhold og interesse i opkøbsscenariet forventes effekten at være den samme som medarbejderne i Spar Nord. Dog vil det være forventeligt, at modstanden mod opkøbet kunne være større blandt Vestjysk Banks medarbejdere ift. Spar Nords. Risikoen for opsigelser ifm. filiallukninger eller sammenlægninger samt

dobbelt-funktioner i backoffice-funktionerne, forventes at være størst for medarbejderne i Vestjysk Bank. Det forventes, fordi Spar Nords opbygning og struktur ved et opkøb vil være den fortsættende, og dette gør automatisk de eksisterende medarbejdere i Spar Nord til de mest kvalificerede, når rollerne skal fordeles. Derudover vil der for de fortsættende medarbejdere fra Vestjysk Bank, vente den største forandring i forhold til systemer, arbejdsopgaver og kultur. Modstandsgraden mod dette afhænger naturligvis af tilfredshedsgraden af det eksisterende set-up, hvor nogle måske ville øjne muligheden for, at et opkøb kunne forbedre deres arbejdsmiljø. Det kan dog være svært at kommentere/konkludere på, ud fra en ekstern analyse og vurdering som denne. Medarbejderne vurderes at have begrænset vilje til at medvirke. De vurderes at have en ikke ubetydelig magt ift. beslutningen, idet tre af bestyrelsesmedlemmerne repræsenterer deres interesser.

8.3 Delkonklusion - Interessentanalyser

Interessentanalyserne har belyst de mest væsentlige interessenter at tage hensyn til i et opkøbsøjemed. De strategiske overvejelser omkring interessenterne og deres indflydelse vil senere i opgaven blive diskuteret yderligere. Dette især med henblik på eventuelle muligheder og udfordringer der kunne opstå som følge af disse, samt et kort forslag til en opkøbshandleplan for Spar Nord.

9. Regnskabsanalyse til sammenligning af de to banker

Denne del af opgaven vil søge at danne et sammenligningsgrundlag af de to bankers evne til at tjene penge på sin forretning. Analysen vil have fokus på de vigtigste drivers for indtjeningen, og derigennem forsøge at skabe et billede af hvori de mulige forskelligheder måtte findes. Dette vil være relevant i opkøbsøjemed for Spar Nord, og det er således baggrunden for denne sammenligning (se bilag 1 for detaljerede nøgletalsberegninger).

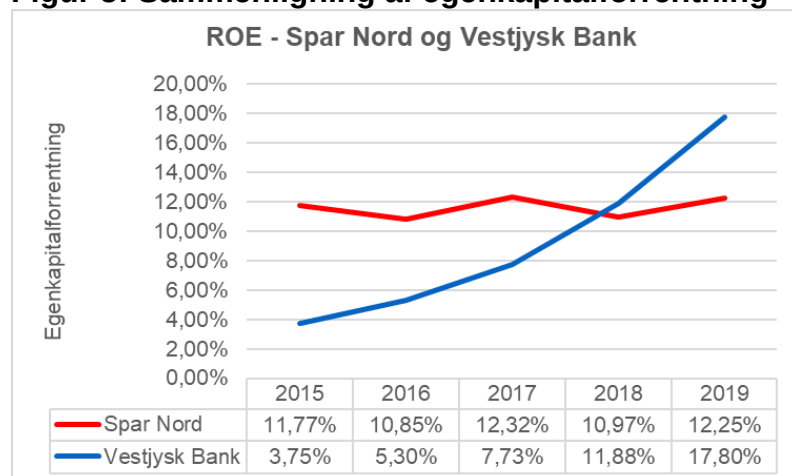
9.1 Nøgletallene ROE, ROA og RORWA

Et af de primære nøgletal, som analytikere ser på, er virksomhedens evne til at forrente sin egenkapital – benævnt ”return on equity” (ROE). Formlen er:

$$\text{ROE} = \frac{\text{resultat efter skat} - \text{udgifter til hybrid kernekapital}}{(\text{egenkapital primo} + \text{egenkapital ultimo}) * 0,5}$$

I følgende sammenligning er ROE beregnet efter fradrag af renter på hybrid kernekapital, da denne udgift ikke er udgiftsført i resultatopgørelserne (Christiansen et al., 2017, s. 451-465). Egenkapitalen er vægtet for året for at beregne forrentning af den gennemsnitlige kapital, som har været til stede for året.

Figur 5: Sammenligning af egenkapitalforrentning



Kilde: Egen tilvirkning pba. årsrapporter 2015-2019 fra Spar Nord og Vestjysk Bank.

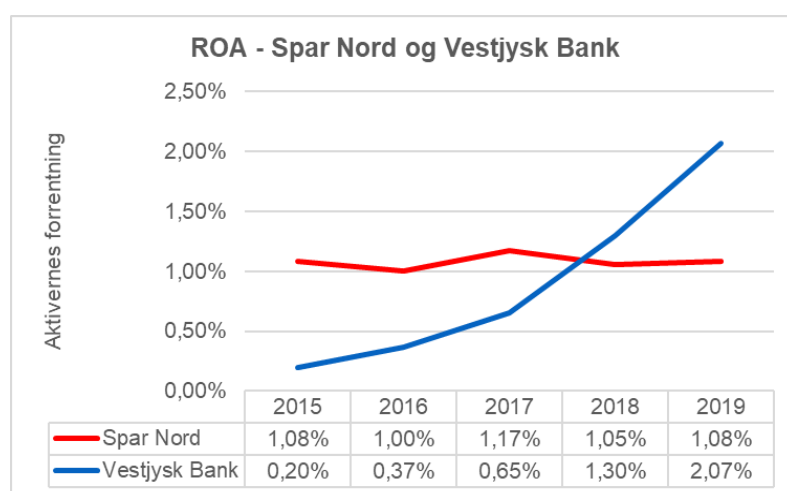
Af ovenstående figur fremgår en klar udvikling og forbedring hos Vestjysk Bank, som faktisk ender perioden væsentligt over Spar Nords niveau. Idet egenkapitalforrentning

har sin svaghed ved ikke at tage højde for niveauet af bankernes gearing og skatteforhold, vil der i denne sammenhæng ikke blive tolket yderligere på nøgletallet.

Et nøgletal, der synliggør rentabiliteten, men som renser for bankernes forskellige gearingsforhold, er "return on assets" (ROA). ROA fortæller om bankernes evne til at forrente de samlede aktiver via resultatet. Her er ROA beregnet ved følgende formel:

$$ROA = \frac{\text{resultat før skat} - \text{udgifter til hybrid kernekapital}}{(\text{aktiver primo} + \text{aktiver ultimo}) * 0,5}$$

Figur 6: Sammenligning af forrentning af de samlede aktiver



Kilde: Egen tilvirkning pba. årsrapporter 2015-2019 fra Spar Nord og Vestjysk Bank.

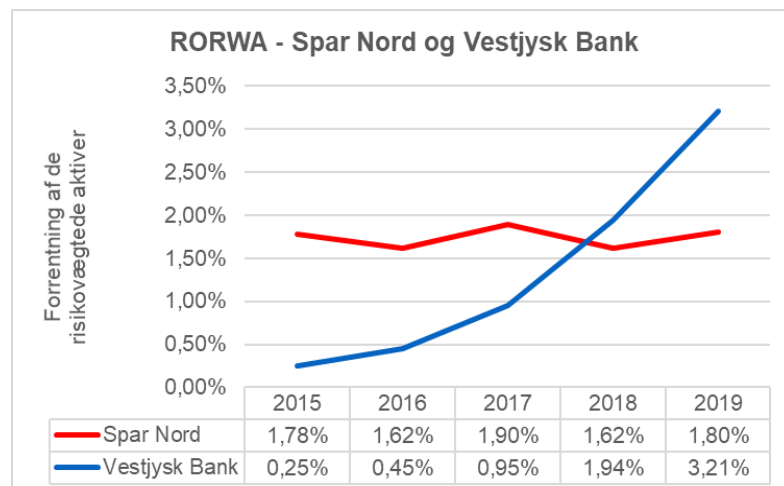
Billedet, fsva. de samlede aktiver, har samme mønster som ROE. Vestjysk Bank har således ikke opnået en mere rentabel forretning i slutningen af perioden ved blot at geare forretningen mere end Spar Nord. I analyseperioden har Vestjysk Bank forøget den egentlige kernekapitalprocent fra 7,89 % i 2015 til 17,56 % i 2019. Samtidig har Spar Nords stort set været uændret fra 14,35 % i 2015, til 14,64 % i 2019. Spar Nord har således samme rentabilitet af aktiverne i 2019 som i 2015, mens Vestjysk Bank oplever markant fremgang.

Et andet tal vi i denne opgave finder relevant, er at se på om forrentningen af de samlede aktiver er sket ved en højere risikotagning. Her vil vi se på et nøgletal, vi kalder "return on risk-weighted assets" (RORWA). Formlen er beregnet som følgende:

$$RORWA = \frac{\text{resultat før skat} - \text{udgifter til hybrid kernekapital}}{(\text{risikovægtede aktiver primo} + \text{risikovægtede aktiver ultimo}) * 0,5}$$

Idet begge banker aktuelt bruger de samme opgørelsesmetoder, giver nøgletallet et retvisende sammenligningsgrundlag¹ (Spar Nord, 2019a, s. 92) (Vestjysk Bank, 2019, s. 17-21).

Figur 7: Sammenligning af forrentning af de risikovægtede aktiver



Kilde: Egen tilvirkning pba. årsrapporter 2015-2019 fra Spar Nord og Vestjysk Bank.

Af RORWA for begge banker kan det aflæses, at niveauet ligger højere end ROA, og derved udledes at de risikovægtede aktiver ligger lavere end de samlede aktiver. I 2019 er forholdet mellem de risikovægtede aktiver i henholdsvis Spar Nord og Vestjysk Bank på 60 % og 65 %. Således bliver forskellen mindre mellem de to banker, når vi ser på den risikojusterede forrentning i forhold til forrentningen af de samlede aktiver.

9.2 Indtægts- og omkostningsstruktur

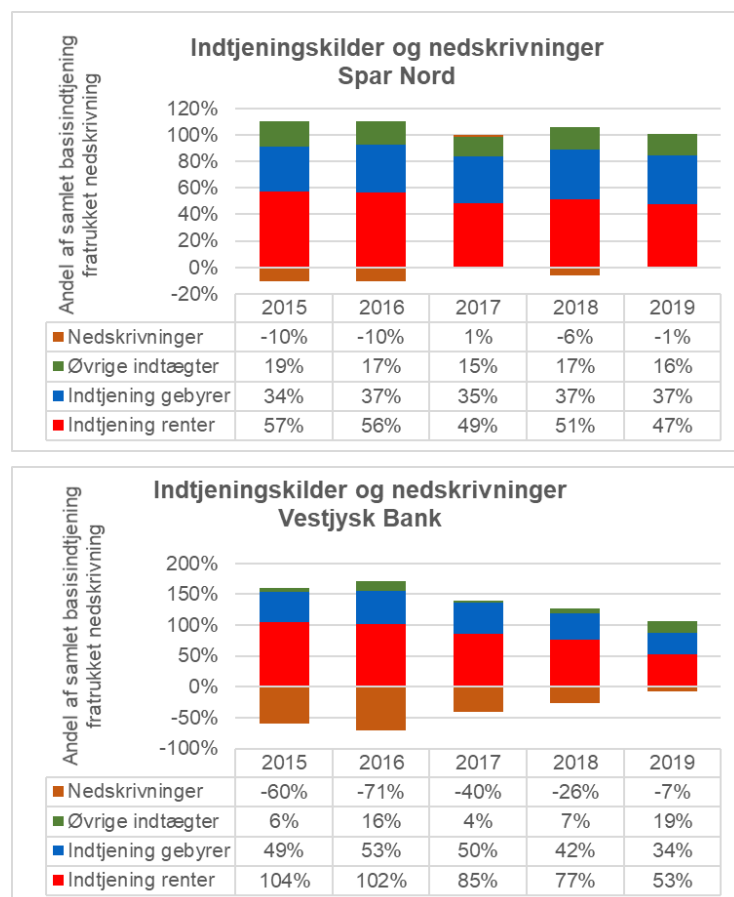
For at dykke dybere ned under ovenstående performancetal er det relevant at se, hvad der reelt er de underliggende drivers for indtjeningen, og hvordan denne har udviklet sig. Det samme gør sig gældende på omkostningssiden. I bankregnskaber er det afgørende at se på kerneforretningen, og den indtjening den kaster af sig.

Først analyseres her basisindtjeningen med fokus på den primære basisindtjening, nemlig rente- og gebyrindtægterne, men også udviklingen i "øvrige indtægter", som dækker over "kursreguleringer og udbytte" samt "andre indtægter".

¹ kreditrisiko: standardmetoden. Operationel risiko: basisindikatormetoden. Markedsrisiko: standardmetoden.

De primære indtægtskilder samt nedskrivninger vises nedenfor for at synliggøre udviklingen i de to banker for perioden:

Figur 8+9: Andele af den samlede basisindtjening fratrullet nedskrivninger



Kilde: Egen tilvirkning pba. årsrapporter 2015-2019 fra Spar Nord og Vestjysk Bank.

Ovenstående figur viser sammensætningen af indtjeningskilderne, og hvor stor en del de udgør i procent af de samlede indtægtskilder fratrullet nedskrivninger. De væsentligste drivers for bankerne er rente- og gebyrindtægter (rød og blå). For Spar Nord kan vi se, at disse holdes på et stabilt niveau over perioden, mens de for Vestjysk Bank er faldende. De mere flygtige indtægtskilder, som kan være af engangskarakter og markedsstyret fra bl.a. kursgevinster og udbytte (markeret ved grøn), stiger over perioden med 13 %-point for Vestjysk Bank, mens de for Spar Nord falder 3 %-point.

Kernen af basisindtjeningen belyses herefter. Den primære basisindtjening er her opgjort som nettorenteindtægter, samt nettogebyrer, fratrullet administrations- og personaleomkostninger pba. Finanstilsynets beregningsmetode (Finanstilsynet, 2018). Ved at indsnævre basisindtjeningen til disse parametre renses således for

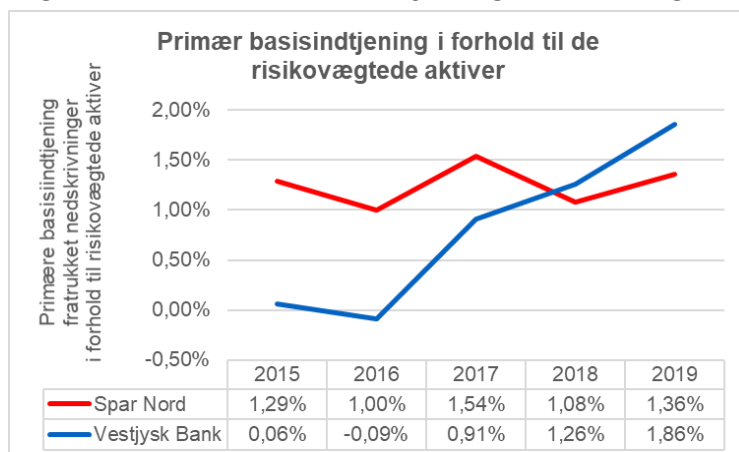
resultat af bankernes egne beholdninger af både obligationer og aktier, samt desuden indtægter fra salg af kapitalandele. Her kan eksempelvis nævnes Vestjysk Banks salg af kapitalandele i Spar Invest, som i 2019 udgjorde 142 mio. kr. (Vestjysk Bank, 2019), desuden Spar Nords indtægter fra salg af Valueinvest i 2018 med ca. 150 mio. kr. (Spar Nord, 2018) og også bankens indtægter fra resultater i Danske Andelskassers Bank, som i 2019 udgjorde 111 mio. kr. (Spar Nord, 2019a). Faktisk har disse indtægter isoleret set løftet ROA med henholdsvis 0,64 %-point for Vestjysk Bank i 2018, og 0,18 %-point for Spar Nord i 2019, og derfor er det interessant at udskille sådanne ekstraordinære poster.

Vi ønsker nu at se på den primære basisindtjening efter nedskrivninger og sætter tallet i et risikojusteret perspektiv ved følgende formel:

$$= \frac{\text{primær basisindtjening (rente-og gebyrindtægter) - nedskrivninger}}{(\text{risikovægtede aktiver primo} + \text{risikovægtede aktiver ultimo}) * 0,5}$$

På denne måde kan bankernes risikojusterede forretning af sine vigtigste indtægtskilder sammenlignes ved nedenstående figur.

Figur 10: Primær basisindtjening forrentning af risikovægtede aktiver.



Kilde: Egen tilvirkning pba. årsrapporter 2015-2019 fra Spar Nord og Vestjysk Bank.

Ved denne sammenligning fremgår det, at de to banker nærmer sig hinanden. Dog kan det aflæses, at Vestjysk Bank ikke alene har vundet en bedre performance ved posten "øvrige indtægter". De har formået at gøre kerneforretningen mere rentabel og med lavere tab.

Billedet på udviklingen for perioden kan også synliggøres via nedenstående tabeller, som viser den indekserede udvikling for begge banker for perioden 2015-2019. Her er de store poster fra resultatopgørelserne medtaget:

Tabel 2+3: Indekstal for udviklingen i de væsentligste poster

<i>Spar Nord (indeks)</i>	2015	2016	2017	2018	2019
Nettorenteindtægter	100,0	93,9	89,5	89,6	91,1
Nettogebyrindtægter	100,0	102,2	108,3	109,4	119,0
Primære basisindtægter i alt	100,0	97,0	96,6	97,0	101,5
Administrations- og personaleomk.	100,0	102,9	105,1	104,4	109,3
Primær basisindtjening	100,0	85,0	79,3	82,2	85,8
Øvrige indtægter	100,0	86,0	85,0	89,9	94,1
Nedskrivninger	100,0	92,7	-12,1	54,9	7,0
Resultat før skat	100,0	95,8	116,6	102,0	121,3

<i>Vestjysk Bank (indeks)</i>	2015	2016	2017	2018	2019
Nettorenteindtægter	100,0	92,3	89,0	85,1	79,2
Nettogebyrindtægter	100,0	102,2	111,0	97,4	108,0
Primære basisindtægter i alt	100,0	95,5	96,0	89,0	88,5
Administrations- og personaleomk.	100,0	88,7	88,6	84,4	89,4
Primær basisindtjening	100,0	105,6	107,2	95,9	87,0
Øvrige indtægter	100,0	243,6	84,5	159,3	540,6
Nedskrivninger	100,0	112,5	73,1	50,2	17,4
Resultat før skat	100,0	165,5	341,6	485,0	966,3

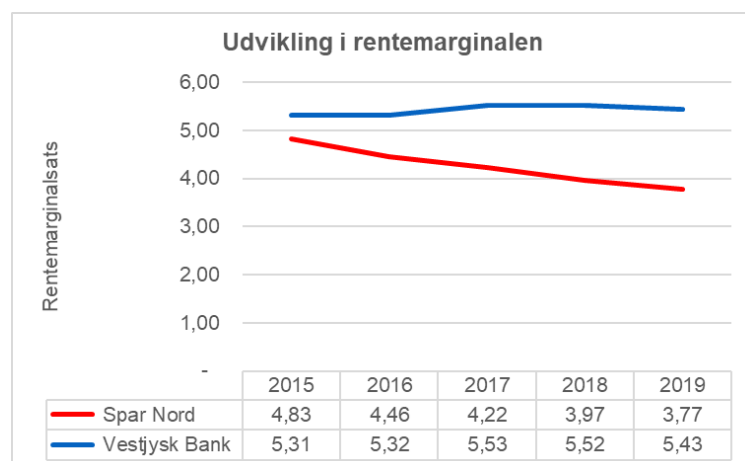
Kilde: Egen tilvirkning pba. årsrapporter 2015-2019 fra Spar Nord og Vestjysk Bank.

Af ovenstående indekssammenligning kan vi for begge banker se, at renteindtægterne er faldende. Dette er sket på trods af, at udlånsvolumen i Spar Nord er steget med 27 % for perioden, mens den hos Vestjysk Bank er faldet med 23 %. Således kan udredes et væsentligt fald i rentemarginalen hos Spar Nord. Gebyrerne er begge steder stigende. Disse to vigtige tal tilsammen har gjort, at Spar Nord har kunne holde et indeks lige over 100 for primære basisindtægter i alt, mens Vestjysk Banks falder til 88. Når vi omvendt ser på den primære basisindtjening efter omkostninger, ligger Vestjysk Bank her foran Spar Nord, hvilket er sket ved, at de har bragt omkostninger ned på indeks 89, mens Spar Nord er steget til 109. Dette skyldes primært udviklingen i medarbejderantallet, som i Spar Nord er gået fra 1.538 i 2015 til 1.549 i 2019, mens Vestjysk Bank har reduceret fra 500 i 2015, til 377 i 2019 svarende til en reduktion på ca. 25 %. For begge banker fremgår det af ovenstående tabeller, at årsagerne til deres løft i det endelige resultat findes i de øvrige indtægter og fald i nedskrivningerne. Af samme årsager kommer begge banker med lavere forventninger til deres resultat for

2020 ift. 2019, og de langsigtede budgetforventninger må således forventes lavere (Spar Nord, 2019a) (Vestjysk Bank, 2019).

Vi kan af figur 8 og 9 se, at renteindtægterne for 2019 udgør stort set samme andel af de samlede indtægter for begge banker. Her er det interessant at analysere dybere på bankernes indtjening fra henholdsvis udlån samt indlån, givet ved deres marginaler på disse. Den overordnede marginal, som bankerne ser på, er forskellen mellem deres indlån og udlån. Udviklingen i denne rentemarginal er angivet nedenfor.

Figur 11: Udvikling i bankernes rentemarginal



Kilde: Egen tilvirkning pba. årsrapporter 2015-2019 fra Spar Nord og Vestjysk Bank.

Udledningen omkring rentemarginalen fra analysen af indekstallene i tabel 2 og 3 bekræftes af ovenstående figur. Således ses det, at Vestjysk Bank reelt formår at øge sin marginal over perioden, mens den hos Spar Nord falder fra 4,83 % til 3,77 % over perioden. For Spar Nord skyldes dette et fald i udlånsrenten på 1,48 %-point samtidig med at indlånet kun er reduceret med 0,28 %-point i 2015 til et niveau på -0,15 % i 2019 (Spar Nord, 2019a).

Denne måde, som banker selv angiver deres marginaler på, mangler dog nuancer idet den ikke angiver mere præcist, hvad der isoleret set tjenes på henholdsvis indlån og udlån, idet størrelsesomfanget af disse ikke nødvendigvis er ens. Vi ønsker derfor en mere teoretisk belysning ved at se på bankernes ind- og udlånssatser sammenlignet med pengemarkedsrenten, som her er medtaget ved CIBOR3 (se bilag 2). Herved kan dækningsbidraget for udlån og indlån isoleres og sammenlignes. Her laves alene en sammenligning fra startåret og slutåret, dvs. 2015 og 2019.

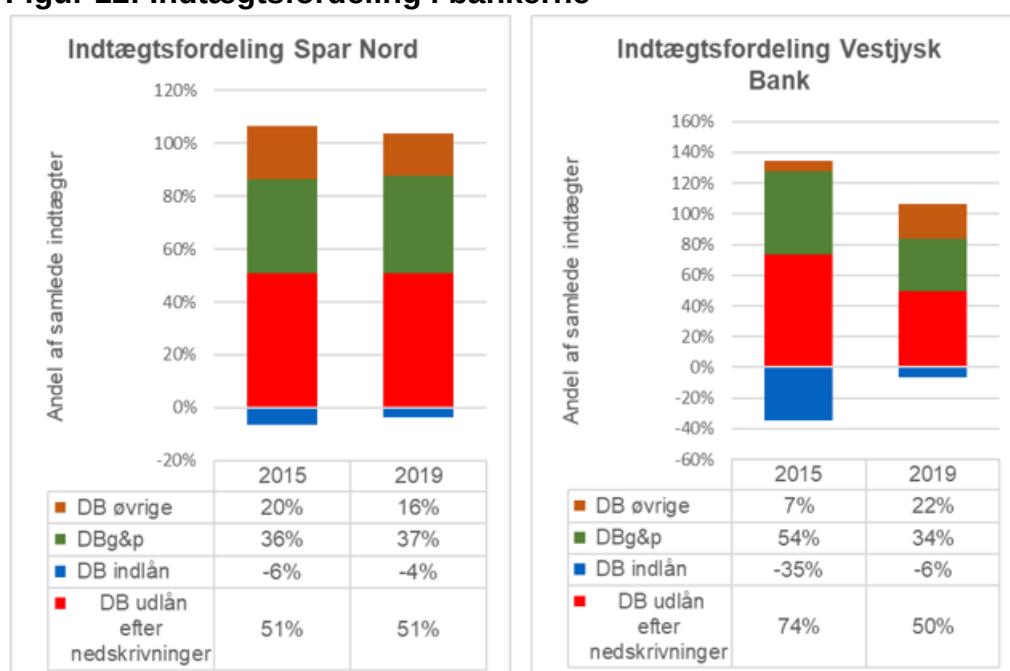
Formlen er hentet fra Raaballe, J. et al. (2014) og er følgende:

$$DB_{\text{udlån}} = \text{Udlåns marginal} * \text{gennemsnitligt udlån.}$$

(Hvor udlåns marginal = Rente_{udlån} – pengemarkedsrenten (CIBOR3)).

Dækningsbidrag fra udlån fratrækkes nedskrivninger, så vi får $DB_{\text{udlån}}$ efter nedskrivninger. Samme formel er beregnet for $DB_{\text{indlån}}$. Desuden ønsker vi at se på den samlede fordeling, når vi yderligere medtager dækningsbidrag fra gebyrer og øvrige indtægter. Her er $DB_{\text{G\&P}^2}$ beregnet ved at medtage netto gebyrindtægterne. $DB_{\text{øvrige}}$ er en residual af alle øvrige indtægter, som primært dækker over kursgevinster og indtægter fra aktier.

Figur 12: Indtægtsfordeling i bankerne



Kilde: Egen tilvirkning pba. årsrapporter 2015-2019 fra Spar Nord og Vestjysk Bank og med inspiration fra (Raaballe, J. et al., 2014).

Med udgangspunkt i ovenstående figurer kan det aflæses, at fordelingen for Spar Nords samlede dækningsbidrag ikke ændres betydeligt. Væsentligst er $DB_{\text{udlån}}$ med 51 % både i 2015 og 2019. Hos Vestjysk Bank er det markant at se, hvordan udviklingen i $DB_{\text{udlån}}$ og $DB_{\text{indlån}}$ udvikler sig. Et fald på 24 %-point i $DB_{\text{udlån}}$ opvejes af en bedring med 19 %-point på indlånsdelen. idet indlåns- udlåns ratio³ for Vestjysk Bank er 1,41, i 2019, har indlåns marginalen større betydning end udlåns marginalen for Vestjysk Bank. Samme indlån-/udlåns ratio er i Spar Nord for 2019 på 1,23. Samlet set er det

² $DB_{\text{G\&P}}$ = Dækningsbidrag af gebyrer og provisioner

³ Samlet indlån for året / samlet udlån ekskl. repo for året.

også iøjnefaldende, hvor store tab bankerne, og specielt Vestjysk Bank, har haft på indlån i 2015, og at det negative rentemiljø på pengemarkedet fortsat ikke er helt tilpasset til bankernes forretningsmodeller i 2019. Ultimo 2019 er indlånsrenten i henholdsvis Spar Nord og Vestjysk Bank på -0,15 % og 0,09 % (Spar Nord, 2019a) (Vestjysk Bank, 2019). Vestjysk Banks utilfredsstillende resultater fra 2015 og 2016 skyldes således foruden de høje nedskrivninger også deres højere kapitalomkostninger.

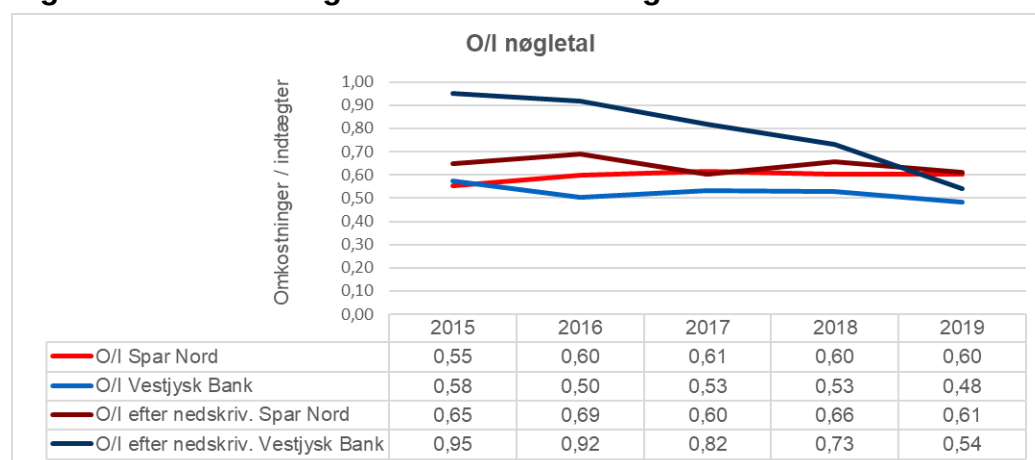
9.3 Omkostningseffektivitet

Et meget anvendt nøgletal til at måle og sammenligne bankers effektivitet er ved at se på, hvor store omkostninger der er pr. tjente krone. Nøgletallet hedder O/I og defineres som:

$$O/I = \frac{\text{Basisindtægter i alt}}{\text{Omkostninger i alt}}$$

$$\text{Hvor O/I efter nedskrivninger} = \frac{\text{Basisindtægter i alt}}{(\text{Omkostninger i alt} + \text{nedskrivninger})}$$

Figur 13: Omkostninger i forhold til indtægter



Kilde: Egen tilvirkning pba. årsrapporter 2015-2019 fra Spar Nord og Vestjysk Bank

Udviklingen i O/I tallene kan også udledes af indeksudviklingen fra tabel 2 og 3, hvor det også fremgår, at Spar Nord har holdt de samlede indtægter på et stabilt niveau, hvor de er steget med 8 mio. kr. over perioden, men grundet stigende omkostninger på 172 mio. kr. forringes forholdet således. Omvendt er udviklingen i Vestjysk Bank, hvor de samlede indtægter er steget 67 mio. kr., mens omkostningerne er faldet 60 mio. kr., hvilket løfter O/I med 10 basispunkter. Det er igen vigtigt at være opmærksom på, at O/I tallet ikke tager højde for ekstraordinære indtægtskilder som eks. Vestjysk

Banks salg af kapitalandele i Spar Invest i 2019, og Spar Nords salg af Value Invest i 2018.

Udviklingen er desuden belyst, når nedskrivninger medregnes. Dette giver et mere korrekt og risikojusteret forhold mellem omkostningerne og indtægterne. På grafen er det tydeligt, hvordan det store spænd mellem de to O/I nøgletal indsnævres hos Vestjysk Bank grundet det store fald i nedskrivningerne over perioden.

I 2019 ender Vestjysk Bank således med at være en mere omkostningseffektiv bank, både før og efter nedskrivninger end Spar Nord. Baggrunden vurderes primært at henledes til at Vestjysk Bank personalereduktioner, samt at de har en betydeligt større fortjeneste på den primære indtægtskilde, nemlig udlånene. Den højere pris kan historisk også begrundes i en større risiko (målt på nedskrivninger), og derved har Spar Nord i perioden til og med 2018 været mest effektive, når nedskrivningerne indregnes.

9.4 Kapitalomkostninger/WACC

For at analysere nærmere på de to bankers kapitalomkostninger, af deres samlede passiver, beregnes deres vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger, kaldet WACC (weighted average cost of capital). Parametrene til WACC er overordnet set, den forholdsmæssige pris på bankens egenkapital + prisen på bankens fremmedkapital. Denne pris afhænger af, hvilken pris man kan skaffe sin lånekapital til, samt hvilket afkastkrav aktionærerne vil kræve for egenkapitalen. Disse priser afhænger således meget af markedets og de øvrige finansieringskilders tiltro til banken, men også meget af hvilken pris banken betaler for sit indlån, som er den primære finansieringskilde i en bank.

Nedenfor følger WACC formelen:

$$WACC = K_w = K_d(1-T)L + K_e(1-L)$$

Hvor:

K_w = Den vejede gennemsnitlige omkostning for fremskaffelse af kapital

K_d = Udgifter til rentebærende forpligtelser

T = Skattesats i det pågældende år

L = Ratio of liabilities to assets

K_e = Prisen på egenkapitalen og udregnes på følgende måde: $K_e = r_f + b(r_m - r_f)$

r_f = Risikofri rente

b = Beta

r_m = Afkastkrav til banker

Første led af WACC er prisen på fremmedkapital. Denne del beregnes ved følgende:

$$\text{Udgifter til rentebærende forpligtelser} * (1-T) * L.$$

Andet led af WACC er prisen på egenkapitalen. Her er den anvendte metode CAPM, idet denne vurderes som værende bedst som sammenligningsgrundlag. CAPM beregnes på følgende måde:

$$\text{Afkastkrav (CAPM)} = \text{Risikofrie rente} + \text{beta} * (\text{markedets afkastkrav} - \text{den risikofrie rente}) \text{ (Christensen, 2014, s. 200-204).}$$

Den risikofrie rente fastsættes i denne sammenhæng til at være renten på en dansk 10-årig statsobligation (PWC, 2016). Risikofriheden kan dog diskuteres, idet der vil være en vis varighed på en 10-årig obligation. For hvert år er der taget den gennemsnitlige rente for året (se bilag 3).

Betaværdien benyttes til at beskrive den systematiske risiko på en investering. Således om investeringsobjektet (heri Spar Nord og Vestjysk Bank), har en højere (over 1) eller lavere (under 1) risiko end det sammenlignelige marked (Christensen, 2014, s. 140). Vi har fundet betaværdier for Spar Nord på 0,52 og Vestjysk Bank 0,23 på Reuters.com, men da vi ikke kender de bagvedliggende faktorer for disse, og i øvrigt vurderer tallene, som værende ikke retvisende, forkastes disse tal. I stedet benyttes egne antagelser. Idet betaværdien skal være udtryk for risikoen ift. dens benchmark, vil vi her antage at Spar Nord grundet deres soliditet, historiske regnskaber, og deres SIFI-kategorisering vil være mindre risikofyldt end Vestjysk Bank. Vi følger

Damodarans kategorisering for Spar Nord som kategoriseres "Small/regional banks Europe", hvor beta-værdien i gennemsnit er 0,98 (Damodaran, 2013, s. 13). For at synliggøre nuancen i risikoforskel på de to banker, sættes Vestjysk Bank 0,20 højere til 1,18.

Markedets risikopræmie benyttes igen med data fra Damodaran, som har beregnet en samlet risikopræmie for Danmark, som senest er opdateret i marts 2020 (Damodaran, 1998). Her er præmien beregnet til 5,20 %. Det vil sige denne del er udtryk for krav til markedsafkast, fratrukket den risikofri rente. Vi vælger at fastsætte samme risikopræmie for markedet for danske pengeinstitutter.

Nedenfor følger en sammenligning af WACC for de to banker set over perioden 2015-2019. En væsentlig faktor at inddrage i betragtningen af figur 14 på efterfølgende side, er L dvs. ratioen for fremmedkapital ift. samlede aktiver. Denne udvikling ses i denne tabel.

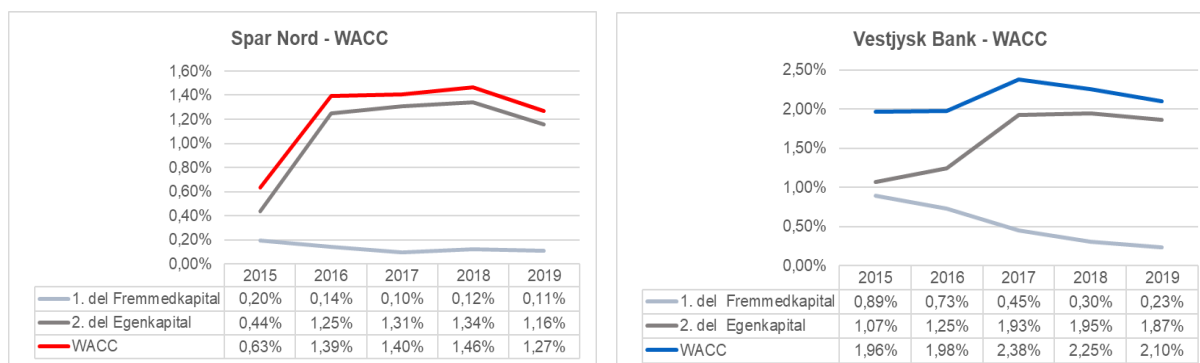
Tabel 4 – Ratio for fremmedkapital i forhold til samlede balance

	2015	2016	2017	2018	2019
L, Spar Nord	91%	73%	72%	72%	75%
L, Vestjysk Bank	81%	78%	66%	66%	63%

Kilde: Egen tilvirkning pba. årsrapporter 2015-2019 fra Spar Nord og Vestjysk Bank.

Her ses det tydeligt, at begge banker har konsolideret sig kraftigere, end de har forøget den samlede aktivmasse. Dette gør sig specielt gældende for Vestjysk Bank, hvor udviklingen går fra 81 % i 2015 til 63 % i 2019. Dette kan primært forklares med gode resultater i 2017-2019 og samtidig ingen udbyttebetalinger hvorved $ICGR = ROE$. Idet egenkapital er en dyrere finansieringskilde end fremmedkapitalen vil en lav andel af fremmedkapital (L) øge den samlede WACC. Se evt. yderligere opstilling af tallene vedrørende WACC formelen i bilag 4.

Figur 14: Vægtede kapitalomkostninger



Kilde: Egen tilvirkning pba. årsrapporter 2015-2019 fra Spar Nord og Vestjysk Bank.

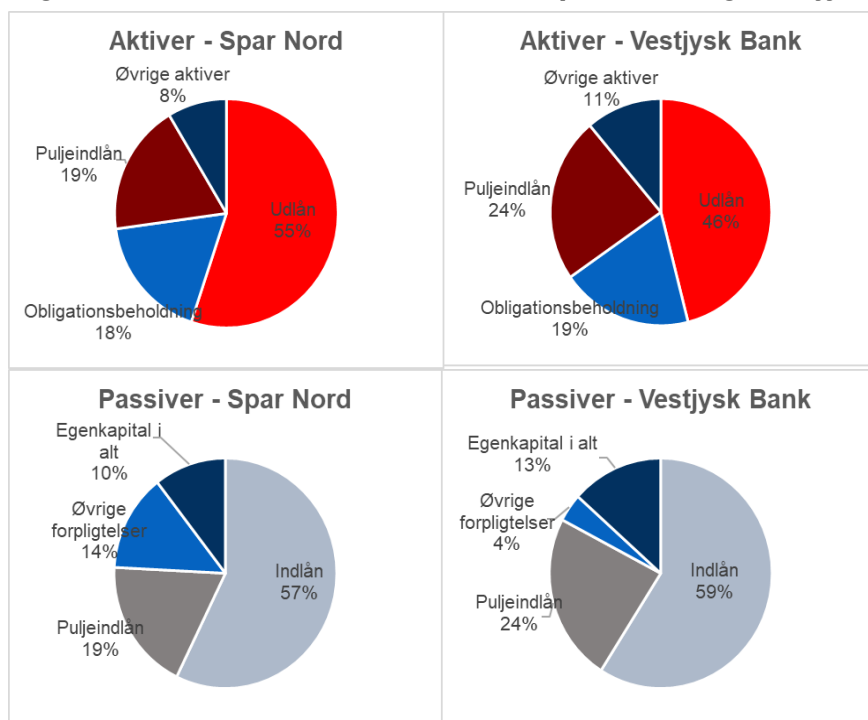
Af ovenstående figurer fremgår det, at Spar Nords samlede kapitalomkostninger ligger lavere over hele perioden. Forklaringen på stigningen i WACC hos Spar Nord i en periode, hvor den risikofrie rente har været faldende, kan alene forklares med ændringen i L, som er faldet 16 %-point. Spar Nords kapitalomkostninger i 2019, er 1,09 %-point lavere end Vestjysk Bank. Hvis man ser på den ikke-vægtede forskel i prisen på fremmedkapitalen er den 0,19 %-point lavere i Spar Nord (se bilag 4), hvilket svarer til en besparelse på 1,9 mio. kr. for hver milliard fremmedkapital. Det er i øvrigt interessant at, Vestjysk Bank har formået at nedbringe deres udgifter til fremmedkapitalen så markant, hvilket i stor grad forklares af deres kraftige reduktion af indlånsrenten over perioden.

De samlede lavere kapitalomkostninger giver Spar Nord en komparativ fordel ift. Vestjysk Bank. Alt andet lige, muliggør det at Spar Nord kan stille en lavere pris på sine udlån end Vestjysk Bank, da de samlede fundingomkostninger er lavere.

9.5 Balancesammensætning

I opkøbsøjemed vil det være væsentligt også at se nærmere på, hvordan de to bankers forretninger overordnet er sammensat, da det er med til at vise, hvilken forretningsmodel bankerne drives efter. Desuden vil mulige ligheder og forskelle tydeliggøres.

Figur 15: Balancestruktur 2019 for Spar Nord og Vestjysk Bank



Kilde: Egen tilvirkning pba. årsrapporter 2019 fra Spar Nord og Vestjysk Bank.

Ovenstående figur viser, at de to banker langt hen ad vejen har samme struktur. På aktivsiden udgør udlån en større del i Spar Nord end hos Vestjysk Bank. Omvendt er puljeandelen i Vestjysk Bank 5 %-point større. På passivsiden ses ca. samme niveau af indlån, og det fremgår i øvrigt, at Vestjysk Bank aktuelt har et væsentligt indlånsoverskud. Overordnet viser figuren, at de to bankers forretningsstruktur er ret ens. Herefter vil det være af relevans at se nærmere på, hvordan udlånsfordelingen differentierer sig mellem de to banker, da denne del udgør størstedelen af aktiverne.

Tabel 5: Branchefordeling af udlån 2019 for Spar Nord og Vestjysk Bank

<i>Udlånssammensætning 2019</i>	<i>Spar Nord</i>	<i>Vestjysk Bank</i>
Offentlige myndigheder	2%	0%
Landbrug, jagt og skovbrug	5%	15%
Fiskeri	0%	5%
Industri og råstof	5%	4%
Energiforsyning	3%	3%
Bygge- og anlæg	4%	4%
Handel	7%	6%
Transport, hotel og restaurant	4%	3%
Information og kommunikation	1%	0%
Finansiering og forsikring	6%	4%
Fast ejendom	12%	13%
Øvrige erhverv	6%	5%
Erhverv i alt	55%	62%
Privatkunder i alt	45%	38%

Kilde: Egen tilvirkning pba. Årsrapporter 2019 fra Spar Nord og Vestjysk Bank.

Tabellen viser, hvordan udlånsfordelingen ultimo 2019 ser ud i de to banker. Overordnet kan vi se, at erhvervsandelen i alt er størst i Vestjysk Bank. Den primære forskel på de to banker findes på landbrugseksponeringerne, hvor Vestjysk Bank ligger på 15 % mod Spar Nord på 5 %. Største branche i Spar Nord er fast ejendom, og for Vestjysk Bank er denne næststørst. Vi ved erfaringsmæssigt, at brancherne fast ejendom og landbrug har medført meget store nedskrivninger i branchen, og de vurderes i øvrigt at have været meget hårdt ramt af den seneste finanskrisen (Udvalget om finanskrisens årsager, 2013, s. 267-275). Dette bekræftes ved at se på de akkumulerede nedskrivninger, hvor de to brancher udgør 38 % i Spar Nord og 58 % i Vestjysk Bank. I denne sammenhæng vil det væsentlige for Spar Nord være at vurdere, hvorvidt man ønsker at udvide relativt markant på landbrugseksponeringerne ved et evt. opkøb.

9.6 Rentefølsomhedsanalyser

Rentefølsomhedsanalysen har til formål at vurdere på, hvordan pengeinstituttet tjener penge på rentestigninger eller rentefald. Analysen ser nærmere på forholdet mellem de aktiver og passiver, der er bundet op på renter – henholdsvis udlåns- og indlånsrenter.

Analysen bunder i tre nøgletal; GAP, Relativt GAP og Rentefølsomhed.

GAP viser den kontante forskel mellem de rentefølsomme aktiver og passiver. Er tallet positivt, er der flere rentefølsomme aktiver end passiver.

Det relative GAP viser i procent, hvor meget og hvordan renteindtægterne påvirkes ved markedsrentestigninger. Hvis det relative GAP er positivt, stiger renteindtægterne ved markedsrentestigninger. Hvis det relative GAP er negativt, falder renteindtægterne ved markedsrentestigninger. Analysen tager ikke højde for en differentieret rentefastsættelse på henholdsvis udlån som indlån, men den viser blot, hvorvidt det er rentefølsomme aktiver eller passiver, der påvirkes mest af generelle rentestigninger.

Rentefølsomheden er egentligt det samme som GAP, dog i stedet målt som forholdet mellem rentefølsomme aktiver og passiver, i stedet for den kontante forskel. Det giver et bedre sammenligningsgrundlag med andre pengeinstitutter, da det ikke viser sig i en kontant størrelse, der naturligvis vil variere meget fra pengeinstitut til pengeinstitut.

Hvis rentefølsomheden er 1, er pengeinstituttet neutralt rentefølsomt. Det er at bestræbe sig efter, da markedsrenten ikke er noget, der kan kontrolleres fra eget hus. Igen, hvis rentefølsomheden er positiv, vil pengeinstituttets samlede renteindtjening stige ved generelle rentestigninger.

Der kan være et indtjeningsmæssigt potentiale i at have en bestemt rentefølsomhed over/under 1, men i et sådant tilfælde er der naturligvis tale om spekulation i rentemarkedets udvikling, og det kan være risikabelt, da pengeinstituttet ikke kan påvirke udviklingen.

En rentefølsomhedsanalyse af henholdsvis Spar Nord og Vestjysk Bank kan bruges til at identificere, om der eventuelt kunne opstå synergieffekter af et opkøb, hvis rentefølsomhederne er modstridende og dermed kunne udligne hinanden.

Tabel 6: Rentefølsomhedsanalyse af Spar Nord

<i>Spar Nord</i>	<i>Beløb i mio. kr.</i>	2019	2018	2017
Rentefølsomme aktiver				
Tilgodehavender hos kreditinstitutter og centralbanker		kr. 1.588	kr. 1.400	kr. 1.437
Udlån og andre tilgodehavender		kr. 51.312	kr. 44.330	kr. 46.747
Obligationer		kr. 16.498	kr. 16.160	kr. 10.838
Rentefølsomme aktiver i alt		kr. 69.398	kr. 61.890	kr. 59.022
Rentefølsomme passiver				
Gæld til kreditinstitutter og centralbanker		kr. 4.062	kr. 2.466	kr. 1.964
Indlån og anden gæld		kr. 53.279	kr. 50.773	kr. 48.843
Efterstillede kapitalindskud		kr. 1.322	kr. 1.332	kr. 1.144
Obligationer		kr. 2.637	kr. 0	kr. 0
Rentefølsomme passiver i alt		kr. 61.300	kr. 54.571	kr. 51.951
Samlede Aktiver		kr. 93.113	kr. 82.793	kr. 80.367
GAP		kr. 8.098	kr. 7.319	kr. 7.071
Relativt GAP		8,70%	8,84%	8,80%
Rentefølsomhed (Interest Sensitivity)		1,13	1,13	1,14

Kilde: Egen tilvirkning pba. årsrapport 2019 fra Spar Nord

Tabel 7: Rentefølsomhedsanalyse af Vestjysk Bank

<i>Vestjysk Bank</i>	<i>Beløb i mio. kr.</i>	2019	2018	2017
Rentefølsomme aktiver				
Tilgodehavender hos kreditinstitutter og centralbanker		kr. 775	kr. 580	kr. 724
Udlån og andre tilgodehavender		kr. 10.221	kr. 10.797	kr. 11.628
Obligationer		kr. 4.268	kr. 3.533	kr. 3.292
Rentefølsomme aktiver i alt		kr. 15.264	kr. 14.910	kr. 15.644
Rentefølsomme passiver				
Gæld til kreditinstitutter og centralbanker		kr. 13	kr. 29	kr. 30
Indlån og anden gæld		kr. 13.042	kr. 12.902	kr. 13.505
Efterstillede kapitalindskud		kr. 347	kr. 372	kr. 372
Obligationer		kr. 0	kr. 0	kr. 0
Rentefølsomme passiver i alt		kr. 13.402	kr. 13.303	kr. 13.907
Samlede Aktiver		kr. 22.192	kr. 21.198	kr. 21.902
GAP		kr. 1.862	kr. 1.607	kr. 1.737
Relativt GAP		8,39%	7,58%	7,93%
Rentefølsomhed (Interest Sensitivity)		1,14	1,12	1,12

Kilde: Egen tilvirkning pba. årsrapport 2019 fra Vestjysk Bank

Som det ses af ovenstående nøgletal og figurer har både Spar Nord og Vestjysk Bank en positiv rentefølsomhed på ca. samme niveau. Spar Nord oplever en meget begrænset nedgang i rentefølsomheden mellem 2017 og 2019, hvorimod Vestjysk Bank oplever en meget begrænset stigning i rentefølsomheden. Ligeledes er det

relative GAP på ca. samme niveau med et gennemsnit på 8 – 9 % gennem den seneste 3-årige periode. Begge pengeinstitutter ville altså opleve gavn af markedsrentestigninger, og ift. et eventuelt opkøb vil der ikke være betydelige synergieffekter heraf – hvis målet altså er at bringe sig tættere på en neutral rentefølsomhed.

9.7 Delkonklusion – Regnskabsanalyse

For analyseperioden kan vi se at Spar Nord har haft en mere stabil indtjeningshistorik, hvor Vestjysk Bank specielt i årene 2015-2016 var meget tynget af store nedskrivninger. Vestjysk Bank har skåret betydeligt i deres omkostninger, primært via store medarbejderreduktioner og har i øvrigt en væsentligt højere prissætning på sine udlån. Dette gør, at de både målt på ROE, ROA og RORWA, performer bedre end Spar Nord i 2018-2019. Når vi ser nærmere på bankernes kilder til indtjening, forholder det sig ret ens. Dækningsbidraget fra indlån er for begge banker direkte tabsgivende. Målt på kapitalomkostninger via WACC ses det, at Spar Nord er billigere kapitaliseret, hvilket skyldes en højere gældsandel (større gearing), lavere pris på fremmedkapitalen (primært indlån), og at prisen for egenkapitalen vurderes lavere. Målt på balancesammensætning ses en meget sammenlignelig sammensætning. Væsentligste afvigelse ses på udlånene, hvor udlånene til landbrugssektoren fylder tre gange så meget hos Vestjysk Bank end hos Spar Nord.

Desuden viste en rentefølsomhedsanalyse at begge pengeinstitutter – og i ca. samme niveau – var aktivt/positivt rentefølsomme. Der er dermed i denne henseende ingen synergieffekter at spore ved et eventuelt opkøb, hvis der teoretisk set, bestræbes efter et neutralt rentefølsomhedsniveau.

10. Kapitalforholdsanalyse

Kapitalforholdene hos Spar Nord og Vestjysk Bank vurderes med henblik på den gældende lovgivning på området. Analysen vil tage udgangspunkt i de nuværende kapitalforhold i de 2 banker, og der sammenholdes blot med andre pengeinstitutter for at finde grundlag for denne rette pris på kapitalen.

Spar Nord og Vestjysk Bank skal begge forholde sig til deres kapital, og det er blevet en stor del af at drive bank. Det fremgår af Lov om finansiel virksomhed § 124, at bestyrelsen og direktion skal sikre, at der er tilstrækkeligt kapital (Bekendtgørelse k. , 2019). Der er altså som udgangspunkt ikke fastsat nogle klare retningslinjer for, hvor meget og hvilken sammensætning af kapital den pågældende bank skal have. Det er dog reguleret af national lovgivning, EU-direktiver samt Basel forslag, som vurderer om kapitalen er tilstrækkelig. Blandt andet er CRD IV blevet indfaset i perioden 2014 til 2019, og vurdering af kapitalforhold tager altså udgangspunkt i fuldt indfasede krav (Europa-parlamentet, 2013).

Derudover vurderes kapital også i forhold til NEP-kravene, som er under indfasning, og skal være fuldt indfaset senest i år 2022 (Finanstilsynet, 2019a).

Kapitalkrav er indført for at sikre, at pengeinstitutterne har den nødvendige kapital for at drive forretningen, samt sikre at pengeinstitutterne konsolideres til eventuelle ændringer i økonomien eller økonomiske kriser (Christiansen et al., 2017, s. 238-248). Et pengeinstitut har forskellige risici ved at drive bank såsom operationelle risici, markedsrisiko og kreditrisiko. Alle de forskellige risici giver den samlede risikoeksponering, og derudfra fastlægges hvor meget kapital det enkelte pengeinstitut skal lægge til side. Kapital bliver altså målt som en procentsats af den samlede risikoeksponering. Jf. CRD IV skal et pengeinstituts kapital bestå af søjle 1 krav, som er 8 %. Derefter søjle 2 krav som er individuelt fastsat og består af individuelt solvenstillæg, tillæg af kapitalbuffere, herunder kapitalbevaringsbuffere, kontracyklisk buffer, systemisk buffer og SIFI-tillæg (Andresen, 2017, s. 341-353). Da en stor del af kapitalkravene er individuelt fastsat, er der altså forskellige krav fra bank til bank.

Der er forskellige typer af kapital for et pengeinstitut, som har forskellige egenskaber, pris og lignende. De tre væsentlige for at leve op til blandt andet CRD IV er:

1. CET 1 – Egentlig kernekapital som er egenkapital
2. Tier 1 – Hybrid kernekapital, som er fastsat ud fra 16 krav.
3. Tier 2 – Supplerende kapital

Der er nogle klare regler for, hvordan sammensætningen af kapital skal være. Ud af solvenskravet på 8 % + individuelt tillæg skal fordelingen være følgende:

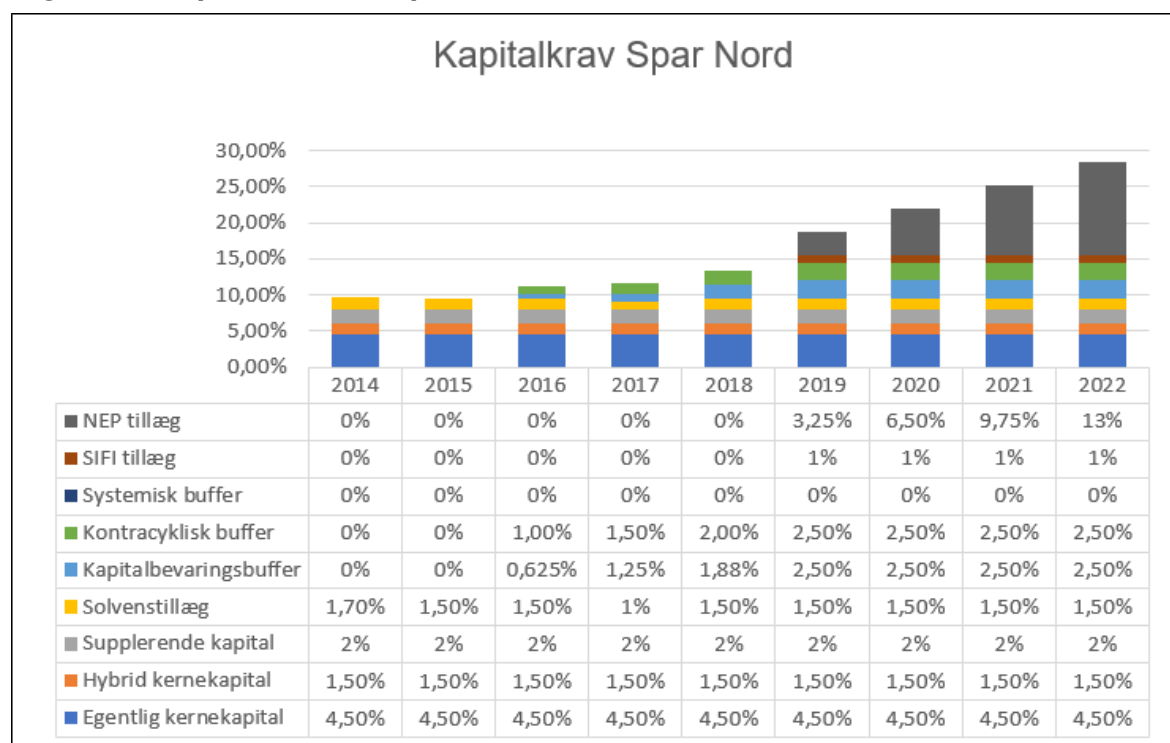
- Egentlig kernekapital for 56,25 %
- Hybrid kernekapital for 18,75 %
- Supplerende kapital minimum 25 %

Kapitalbevaringsbuffer, kontracykliskbuffer og SIFI-tillæg skal bestå af CET 1 kapital, altså egentlig egenkapital.

Sammensætningen af kapital er afgørende for et pengeinstitut (Andresen, 2017, s. 163-170). CET 1 kapital er altid den bedste kapital, derefter følger hybrid kernekapital og til sidst supplerende kapital. Under normale omstændigheder er prisen således også derefter, hvor den egentlige egenkapital er den dyreste. På den baggrund kan man altså ved at sammensætte kapitalen hensigtsmæssigt spare på udgifterne til kapitalen. I kapitalsammensætning kan bedre kapitaltype også altid erstatte dårligere kapital. Eksempelvis hvis et pengeinstitut ikke har noget supplerende kapital, kræver det blot, at de har mere hybrid- eller egentlig kernekapital.

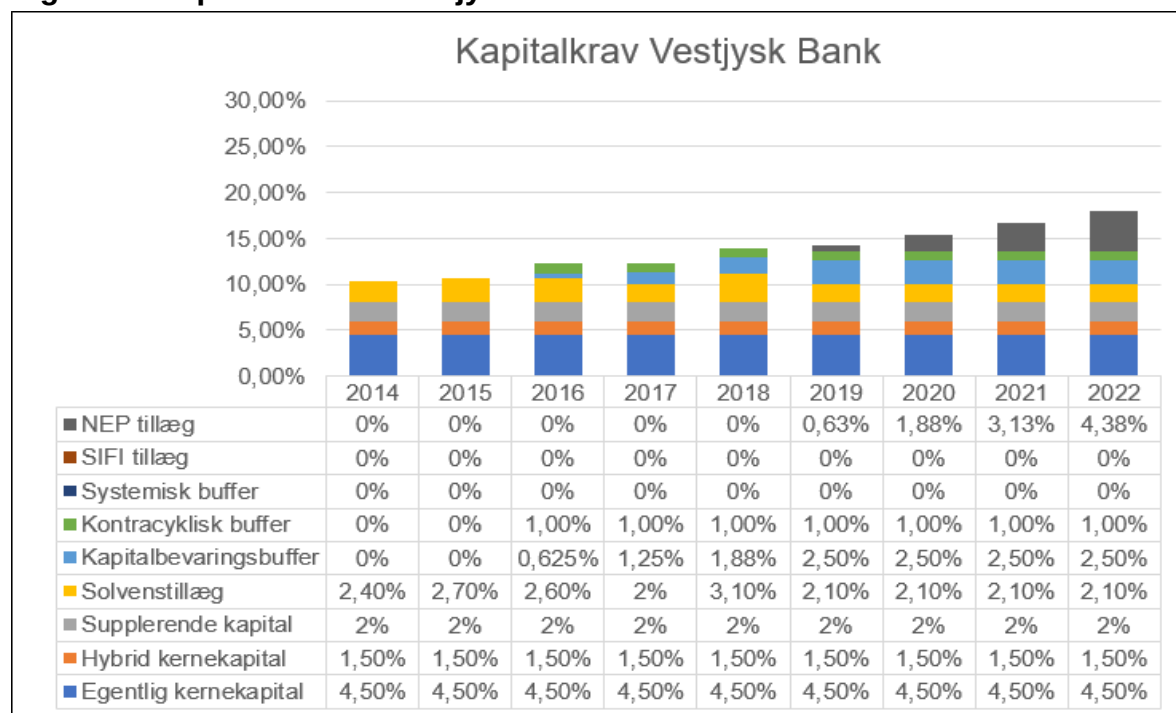
Nedenstående viser det pågældende krav for henholdsvis Spar Nord og Vestjysk Bank.

Figur 16: Kapitalkrav for Spar Nord



Kilde: Egen tilvirkning pba. Spar Nords årsrapporter (Spar Nord, 2019b)

Figur 17: Kapitalkrav for Vestjysk Bank



Kilde: Egen tilvirkning pba. Vestjysk Bank Årsrapporter (Vestjysk Bank, 2019)

Her klarlægges Spar Nord og Vestjysk Banks nuværende kapitalgrundlag primært i forhold til Tier 1 og Tier 2 kapitalen. Der kigges ikke yderligere på tidligere års kapital, da det ikke vurderes relevant. Der analyseres blot senere på om den samlede kapitaldækning er tilstrækkelig eller ikke.

10.1 Oversigt over gældende kapital – Spar Nord

Spar Nords primære kapital består af den egentlige egenkapital. Denne kapital dækker i 2019 for 14,6 % af den samlede risikoeksponering i banken. Som bilag 6 viser er det med Spar Nords resultater også lykkedes at konsolidere sig yderligere på den egentlige egenkapital i perioden fra 2016 frem til 2019. Konsolideringen er sket, selvom der er i perioden betalt udbytte til aktionærerne.

Den næste del af nuværende kapital er den hybride kernekapital. Der er udstedt følgende (Spar Nord, 2020a):

- Udstedt juni 2015 med 400 mio. kr. med en call dato d. 10.06.2020. Renten på kapitalen er 6,052 %.
- Udstedt december 2016 med 450 mio. kr. med en call dato d. 06.12.2021. Renten på denne del af kapitalen er 5,5 %.

Spar Nord har også udstedet supplerende kapital (Spar Nord, 2020a):

- Udstedt november 2018 med 350 mio. kr. med en call dato d. 29.07.2024. Renten er Cibor6 plus 240 basispoint.
- Udstedt november 2018 med 150 mio. kr. med en call dato d. 29.05.2024. Renten er Cibor6 plus 240 basispoint.
- Udstedt juni 2018 med 400 mio. kr. med den første call dato 19.06.2023. Renten er 2,53 %.
- Udstedt oktober 2017 600 mio. SEK med den første call dato 18.10.2022. Renten er 3 måneders STIBOR plus 250 basispoint i SEK

10.2 Oversigt over gældende kapital - Vestjysk Bank

Vestjysk Banks kapital består primært af egentlig kernekapital. Deres egentlige kernekapitalprocent ligger på 17,56 % af risikoeksponeringen. Vestjysk Bank er lykkedes med at konsolidere sig i alle årene fra 2015 til 2019 undtaget 2017. Egenkapital har altså været stigende i perioden. Det er også væsentligt at bemærke, at Vestjysk Bank ikke har udbetalt udbytte.

Vestjysk Banks hybride kernekapital er udstedt i august 2017 med 155 mio. kr. (Vestjysk Bank, 2020). Der er en call dato d. 16. august 2022. Renten på kapital er 8,5 %.

Den supplerende kapital er udstedt på 2 forskellige tidspunkter (Vestjysk Bank, 2020).

- Udstedt august 2017 med 225 mio. kr. med første call dato d. 16. august 2022. Renten er 6,5 %.
- Udstedt august 2019 med 125 mio. kr. med første call dato d. 28. august 2024. Renten er 3,75 %.

Vestjysk Bank laver i 2019 omfattende kapitalindfrielse, hvor der indfries for 150 mio. kr. Tier 2 samt 75 mio. kr. Tier 1 kapital. I bankens årsrapport oplyser de, at det giver en årlig besparelse på 10 mio. kr. (Vestjysk Bank, 2019).

10.3 Vurdering af kapital i perioden 2015 – 2019 for Spar Nord og Vestjysk Bank

Vestjysk Bank har i perioden før 2017 været omfattet af statslig kapital for at sikre, at banken ikke gik konkurs. Det vises også af deres kapitalgrundlag. Her har de i 2015 og 2016 blot lige haft tilstrækkelig kapital til at leve op til de gældende regler. Det betyder altså, at de haft en overdækning på henholdsvis 1,79 % og 0,74 % (se bilag 5). Det er altså meget snævert i forhold til kravene, og det kunne få store konsekvenser hvis der eksempelvis havde været lidt større risikoeksponeringer eller tab end forventet.

I 2017 kommer Vestjysk Bank tilbage på rette kurs, hvor staten også sælger ud af deres aktieposition i banken. De laver en aktieemission, som gør, at deres egenkapital igen kommer op på et højt niveau. Der blev ligeledes udstedt hybrid kernekapital og supplerende kapital samt indfriet den statslige kapital. Aktieemissionen tilførte netto 716 mio. kr. i egenkapital (Vestjysk Bank, 2017).

Det giver en direkte positiv indvirkning på bankens samlede kapitaldækning. Allerede i 2017 resulterer det i en kapitaloverdækning på 6,93 %, hvilket er et fornuftigt niveau. Det sker ligeledes, fordi de mindsker deres risikoeksponeringer. Årene efter ligger kapitalniveauet også højt med en overdækning i 2018 på 5,73 %, og i 2019 med 7,46 % (se bilag 5). Overdækningen gør, at man er sikker på at leve op til kapitalkravene. Omvendt betyder det også, at man har mere kapital, end hvad der lovgivningsmæssigt kræves af Vestjysk Bank. Som det fremgår af udregning med en overdækning på 7,46 % i 2019 består det af ekstra egenkapital. Det er en forholdsvis stor overdækning af den dyreste kapitaltype. Her kunne det være relevant i en fremtidig opkøbssituation at kigge på, om der kan ændres på denne struktur.

Spar Nords kapitalgrundlag ligger i perioden fra 2015 til 2019 på et forholdsvis stabilt niveau. Risikoeksponeringen stiger løbende i forbindelse med væksten i banken. Stigningen svarer til 3,3 % årligt og går fra et niveau i 2015 på 46.500 kr. til 55.963 mio. kr. i 2019. Udviklingen i egenkapitalen viser, at de største ændringer kommer ved at der leveres positive resultater, som primært benyttes til konsolidering af egenkapitalen. Fra 2016 og frem er der uændrede forhold på den hybride kernekapital. Der bliver i 2018 udstedt yderligere supplerende kapital, men det påvirker ikke den samlede dækning nævneværdigt. Det betyder, at Spar Nord i hele perioden har tilfredsstillende kapitalgrundlag set i forhold til kapitalkravene, som Spar Nord er underlagt.

Overdækningen af kapital er i 2015 på 7,49 %. Selve overdækningsprocenten falder i perioden frem til 2019 (se bilag 6). Selvom der er en mindre overdækning, er der i 2019 fortsat en overdækning på 3,97 %, svarende til 2.221 mio. kr., og det vurderes bestemt som tilstrækkelig komfortbuffer. Samlet set vurderes Spar Nords kapitalgrundlag altså som tilstrækkeligt og på et fornuftigt niveau.

Udover ovenstående kapitalgrundlag er krav til nedskrivningsegne passiver (NEP) også startet indfasning i løbet af 2019. Det betyder, at Spar Nord i 2019 skulle have minimum 3,25 % i NEP. Til det formål har Spar Nord i november 2019 udstedt svarede til 2,6 mia. kr. i henholdsvis 1.750 mio. DKK og 1.250 mio. SEK. NEP er en helt anden form for kapital, og det indfases løbende, hvorfor det her er valgt at holde i en vurdering for sig (Spar Nord, 2020a).

Pris for Spar Nords NEP obligationer:

- SEK 1.250 mio. Løbetid på 4 år, mulighed for førtidsindfrielse efter 3 år, renten er 3M STIBOR + 105 basispoint
- DKK 1.350 mio. Løbetid på 6 år, mulighed for førtidsindfrielse efter 5 år, renten er 3M CIBOR + 100 basispoint
- DKK 400 mio. Løbetid på 6 år, mulighed for førtidsindfrielse efter 5 år, renten er fast på midswap + 85 basispoint

Vestjysk Bank er ikke et SIFI pengeinstitut, og de har derfor ikke samme NEP-krav som Spar Nord. De skal dog fortsat i 2019 have et NEP-tillæg på 0,625 % af de samlede risikoeksponeringer. Vestjysk Bank har ikke udstedt yderligere kapital til dette formål, da de har en stor nok overdækning på deres kapitalgrundlag i forvejen.

10.4 Delkonklusion - kapitalforholdsanalyse

Vurderingen af henholdsvis Vestjysk Bank og Spar Nord kapitalgrundlag set over perioden 2015-2019 er meget fornuftig, dog med undtagelse af Vestjysk Bank i årene 2015-2016. Begge banker har generelt set over hele perioden haft en tilstrækkeligt kapitalgrundlag i forhold til gældende krav. Begge har gjort sig forberedelser til de stigende kapitalkrav, og det ligger på et fornuftigt niveau. Begge banker har dog en større kapitaloverdækning end nødvendigt. Der kan altså optimeres på kapitalsammensætning for fremtiden, men ingen af bankerne har udfordring med at have kapital nok.

11. Værdiansættelse af Spar Nord og Vestjysk Bank

Vi ønsker at belyse de aktuelle værdisætninger af bankerne ud fra samme modeller. Dette danner grundlag for senere at se på, hvilken merværdi et muligt opkøb vil kunne genere ved at gennemføre samme værdisætning for den samlede bank. Vi vil beregne ud fra excess return model, og desuden forholde os til øvrige nøgletal herunder kurs/indre værdi, pris/indtjening og værdi jf. Gordons vækstformel.

11.1 Excess return model

Vi har valgt at benytte Damodarans, excess return model. Denne model tager udgangspunkt i værdien af den investerede kapital (egenkapitalen) og nutidsværdien af den fremtidige indtjening, som overstiger kostprisen for egenkapitalen (Damodaran, 2013, s. 10-14). Modellen er primært valgt med baggrund i følgende argumenter (Damodaran, 2013, s. 2-16) (Koller et al. , 2015, s. 612-616):

- Det frie cash flow er vanskeligt at opgøre i en finansiel virksomhed, og således bliver en værdiansættelse af det frie cash flow for de samlede passiver vanskelig at opgøre.
- Fremmedkapital i en finansiel virksomhed er ikke alene en finansieringskilde, men samtidig virksomhedens råvare, som i sig selv kan være værdiskabende ved placering i pengemarkedet af indlånene.
- Desuden pengeinstitutternes særlige krav til kapitalsammensætning, som skal overholdes, og som kan være væksthæmmende for bankerne.

Vi har i øvrigt valgt modellen, da den fokuserer på den forventede fremtidige indtjening og opdeles i en ekstraordinær vækstperiode, her 5 år, og en terminalperiode hvor vækstraten antages ikke at kunne være højere end samfundsøkonomiens generelle vækst (her antaget til 1,5 %, jf. (Danmarks Statistik, 2019)).

11.1.1 Spar Nord

Nogle af forudsætningerne vises øverst i tabellen, og de er baseret på vores egne budgetforudsætninger, hvor der er taget udgangspunkt i historikken samt bankens egne forventninger til fremtiden. Eksempelvis er målsætningen for ROE i perioden 2020-2022 på 7-9 % (Spar Nord, 2019a). Forudsætninger som følgende:

- Indtjening: Baseres på budgetforudsætninger jf. afsnit 12, som viser nettoresultat (efter skat og renter til hybrid kernekapital) på 583 mio. kr. svarende til ROE på 6,96 %.
- Indtjeningsvækst: Vi har i den 5-årige budgetperiode forudsat, at man kan øge sin indtjeningsevne med årligt 3 %, hvilket medfører, at der grundet en konsolidering på 60 % af det årlige overskud vil betyde faldende ROE.
- Terminalperioden: ROE på 6 % og væksten som nævnt på 1,5 %.
- Prisen for egenkapitalen: Baseres på CAPM og blev beregnet og beskrevet i afsnit 9.4. WACC til 4,90 %, herunder var markedets risikopræmie på 5,2 %.
- Initial investeringsbeløb: For at rense for den del af egenkapitalen som reelt er fremmedkapital, er der i modellen medtaget den egentlige kernekapital med initialt 8.380 mio. kr.

Tabel 8: Værdiansættelse af Spar Nord jf. excess return model

ROE =	6,96% Baseret på egne budgetforudsætninger, som viser nettoresultat for 2020 på 583 mio. kr.					
Retention Ratio =	60,00% Baseret på Spar Nord finansielle målsætning, udlodning 30-50 %					
Expected growth rate =	3,00% Baseret på egne forudsætninger					
Pris for egenkapital =	4,90% CAPM: $K_e = r(f) * \text{Beta} * (R(m) - R(f))$					
	2020	2021	2022	2023	2024	
	1	2	3	4	5	Terminal år
ROE efter skat og renter til hybrid kapital	583.000.000 kr.	600.490.000 kr.	618.504.700 kr.	637.059.841 kr.	656.171.636 kr.	599.465.053 kr.
- Pris for egenkapital (CAPM)	410.620.000 kr.	427.760.200 kr.	445.414.606 kr.	463.598.644 kr.	482.328.204 kr.	489.563.127 kr.
Overskydende indtjening	172.380.000 kr.	172.729.800 kr.	173.090.094 kr.	173.461.197 kr.	173.843.433 kr.	109.901.926 kr.
Terminal værdi af ROE-CAPM					3.232.409.599 kr.	
Akkumuleret pris for egenkapital	1,04900	1,10040	1,15432	1,21088	1,27022	
Nutidsværdi	164.327.931 kr.	156.969.868 kr.	149.949.751 kr.	143.251.898 kr.	2.681.633.765 kr.	
Startværdi egenkapital	8.380.000.000 kr.	8.729.800.000 kr.	9.090.094.000 kr.	9.461.196.820 kr.	9.843.432.725 kr.	9.991.084.215 kr.
Pris for egenkapital (CAPM) i %	4,90%	4,90%	4,90%	4,90%	4,90%	4,90%
Pris for egenkapital (CAPM)	410.620.000 kr.	427.760.200 kr.	445.414.606 kr.	463.598.644 kr.	482.328.204 kr.	489.563.127 kr.
ROE i %	6,96%	6,88%	6,80%	6,73%	6,67%	6,00%
ROE efter skat og renter til hybrid kapital	583.000.000 kr.	600.490.000 kr.	618.504.700 kr.	637.059.841 kr.	656.171.636 kr.	599.465.053 kr.
Udbyttebetaling i %	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%
Udbyttebetaling	233.200.000 kr.	240.196.000 kr.	247.401.880 kr.	254.823.936 kr.	262.468.654 kr.	
Indtjening til konsolidering	349.800.000 kr.	360.294.000 kr.	371.102.820 kr.	382.235.905 kr.	393.702.982 kr.	
Initial egenkapital =	8.380.000.000 kr.					
PV af ROE - CAPM =	3.296.133.214 kr.					
Værdi af virksomhed =	11.676.133.214 kr.					
Antal aktier =	123.002.526					
Værdi pr. aktie =	94,93 kr.					

Kilde: Egen tilvirkning pba. (Damodaran, 2013, s. 10-14) samt årsrapport 2019 fra Spar Nord.

I forhold til Spar Nords børskurs på 2. januar 2020 på kurs 65,8, værdiansætter modellen således Spar Nord 44 % højere end markedet. Modellen vurderes derved ikke at give et realistisk billede af værdien. De opstillede tal er baseret på forsimplede forudsætninger, og modellen er meget følsom for flere parametre, bl.a. kostprisen på egenkapitalen. Det må således kunne udledes, at markedets reelle risikopræmier til banksektoren reelt kan være højere, og at k_e (CAPM) således reelt er højere end i modellen. Et andet parameter, som er en forudsætning for modellen, (såfremt ROE er højere end CAPM) er at den indre værdi af egenkapital kan optages til K/I på 1 – dette forhold vurderes i øvrigt ikke at være tilstede på det aktuelle marked for bankaktier (Dinfo, 2020). Værdien af den overskydende indtjening tilbagediskonteres til år 0, med faktoren angivet ved K_e . Vi er i øvrigt opmærksomme på, at terminalperioden vægter meget tungt. Terminalperioden er meget følsom mellem spændet på k_e og vækstraten, idet terminalværdien beregnes som: *Overskydende indtjening / ($K_e - \text{vækstraten}$)*. Havde k_e været eks. været 7 % alene i terminalperioden, ville kursen være 64,20 kr.

11.1.2 Vestjysk Bank

For Vestjysk Bank benyttes samme model med følgende forudsætninger:

- Indtjening: ROE pba. egne budgetforudsætninger for år 2020, som viser nettoresultat (efter skat og renter til hybrid kernekapital) på 193 mio. kr. svarende til ROE på 7,68 %.
- Indtjeningsvækst: Vækstraten sættes til 2 %, hvilket begrundes med at banken har mindsket sine udlån og risikoeksponeringer over de seneste 5 år. Dette fald mere end opvejes dog af omkostningsoptimeringer. Herved anslås en vækst på 2 %.
- Terminalperioden: Samme som for Spar Nord dvs. ROE på 6 % og væksten på 1,5 %.
- Prisen for egenkapitalen: Baseres igen på CAPM som her er 5,94 %, se evt. afsnit 9.4 WACC.
- Initial investeringsbeløb: Medtaget den egentlige kernekapital med initialt 2.513 mio. kr.

Tabel 9: Værdiansættelse af Vestjysk Bank jf. excess return model

ROE = 7,68% Baseret på egne budgetforudsætninger, som viser nettoresultat for 2020 på 193 mio. kr. Retention Ratio = 100,00% Baseret på historiske konsolidering Expected growth rate = 2,00% Baseret på egne forudsætninger Pris for egenkapital = 5,94% CAPM: $Ke = r(f) * Beta * (R(m) - R(f))$						
	2020	2021	2022	2023	2024	
	1	2	3	4	5	Terminal år
ROE efter skat og renter til hybrid kap	193.000.000 kr.	196.860.000 kr.	200.797.200 kr.	204.813.144 kr.	208.909.407 kr.	201.485.844 kr.
- Pris for egenkapital (CAPM)	149.272.200 kr.	160.736.400 kr.	172.429.884 kr.	184.357.238 kr.	196.523.138 kr.	199.470.986 kr.
Overskydende indtjening	43.727.800 kr.	36.123.600 kr.	28.367.316 kr.	20.455.906 kr.	12.386.268 kr.	2.014.858 kr.
Terminal værdi af ROE-CAPM					45.379.695 kr.	
Akkumuleret pris for egenkapital	1,05940	1,12233	1,18899	1,25962	1,33444	
Nutidsværdi	41.276.005 kr.	32.186.302 kr.	23.858.237 kr.	16.239.732 kr.	43.288.464 kr.	
Startværdi egenkapital	2.513.000.000 kr.	2.706.000.000 kr.	2.902.860.000 kr.	3.103.657.200 kr.	3.308.470.344 kr.	3.358.097.399 kr.
Pris for egenkapital (CAPM) i %	5,94%	5,94%	5,94%	5,94%	5,94%	5,94%
Pris for egenkapital (CAPM)	149.272.200 kr.	160.736.400 kr.	172.429.884 kr.	184.357.238 kr.	196.523.138 kr.	199.470.986 kr.
ROE i %	7,68%	7,27%	6,92%	6,60%	6,31%	6,00%
ROE efter skat og renter til hybrid kap	193.000.000 kr.	196.860.000 kr.	200.797.200 kr.	204.813.144 kr.	208.909.407 kr.	201.485.844 kr.
Udbyttebetaling i %	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Udbyttebetaling	- kr.	- kr.	- kr.	- kr.	- kr.	
Indtjening til konsolidering	193.000.000 kr.	196.860.000 kr.	200.797.200 kr.	204.813.144 kr.	208.909.407 kr.	
Initial egenkapital =	2.513.000.000 kr.					
PV af ROE - CAPM =	156.848.740 kr.					
Værdi af virksomhed =	2.669.848.740 kr.					
Antal aktier =	895.981.517					
Værdi pr. aktie =	2,98 kr.					

Kilde: Egen tilvirkning pba. (Damodaran, 2013, s. 10-14) samt årsrapport 2019 fra Vestjysk Bank.

Her fremkommer, modsat Spar Nord, en værdiansættelse som ligger under markedskursen pr. 2 januar med en downside jf. modellen på -5,10 %. Merværdien er således markant lavere end hos Spar Nord, hvilket kan tolkes som, at Vestjysk Banks aktier i dag handles relativt dyrere end Spar Nords aktier.

11.2 Øvrige aktienøgletal

For at sammenligne bankerne og for at kunne sammenligne med vurderingerne fra ovenstående teoretiske model, som baserer sig på overskydende indtjening, opstilles her også kurs/indre værdi og pris/indtjeningstal. Vi har desuden valgt også at indregne Gordons vækstmodel for at have et andet teoretisk bud på værdisætningen af de to banker.

Gordons vækstformel er opstillet nedenfor (Damodaran, 2013, s. 6):

$$\text{Aktieværdi} = \frac{\text{indtjening pr. aktie} * \text{dividendeandel}}{(K_e * \text{stabil vækstrate})}$$

Denne model har jf. Damodaran (2013) to afgørende forudsætninger:

- Virksomheden er på et stabilt vækstniveau, som forventes at kunne fortsætte principielt uendeligt.
- Virksomheden udbetaler, hvad den maksimalt er i stand til i udbytte.

Forudsætning til beregning af kursen via Gordons vækstformel:

- Indtjening pr. aktie = budgetteret indtjening for 2020 / antal aktier.
Spar Nord = 5,13 kr. pr. aktie. Vestjysk Bank = 0,22 kr. pr. aktie.
- Væksten fastsættes, jf. tidligere til 1,5 %, dvs. samme vækst som samfundet generelt.
- ROE baseres på også budgetforventninger for 2020 på henholdsvis 6,96 % for Spar Nord, og 7,68 % for Vestjysk Bank.
- Dividendeandelen: $\text{dividendeandel} = 1 - (g + \text{buffer} / \text{ROE})$. Hvor væksten er fastsat til 1,5 %. Der indsættes en kapitalbuffer til konsolidering på 2 %.
Spar Nords dividendebetaling = 49 %. Vestjysk Bank dividendebetaling = 54 %.
- K_e er fastsat ifølge CAPM. Spar Nord 4,90 %. Vestjysk Bank 5,94 %.

Værdi Spar Nord og Vestjysk Bank:

$$\text{Spar Nord aktieværdi} = \frac{4,74 \text{ kr.} * 49 \%}{(4,90 \% * 1,50 \%)} = 70,34 \text{ kr. pr. aktie}$$

$$\text{Vestjysk Bank aktieværdi} = \frac{0,22 \text{ kr.} * 54 \%}{(5,94 \% * 1,50 \%)} = 2,68 \text{ kr. pr. aktie}$$

Som følge af både excess return model og Gordons vækstformel fremkommer højere kursværdier end de aktuelle værdier pr. 2. januar 2020 for Spar Nord. Ved excess return model findes en upside på 44 %, og Gordons vækstformel med en upside på 6,9 %. Omvendt ser billedet ud for Vestjysk Bank som, ud fra vores forudsætninger, reelt er prissat dyrere i markedet målt mod excess return model med 5,10 %, og 14,6 % målt ved Gordons vækstmodel.

Tabel 10: Aktienøgletal Spar Nord og Vestjysk Bank

	<i>Spar Nord</i>	<i>Vestjysk Bank</i>
Kurs pr. aktie	65,80	3,14
Indtjening pr. aktie (efter skat)	6,71	0,42
Pris/indtjening	9,81	7,45
Kurs /indre værdi	0,83	0,95
Kurs /indre værdi (CET1)	0,97	1,12

Kilde: Egen tilvirkning pba. årsrapporter 2019 fra Spar Nord og Vestjysk Bank.

En af forudsætningerne bag excess return model er, at virksomhedens værdi består overordnet af to dele: *indre værdi + nutidsværdien af indtjeningen i fremtiden* (Damodaran, 2013, s. 10-14). Det kan aflæses af tabel 10, at begge virksomheder handler til kurs/indre værdier under 1. Dette tal kan dog ikke stå alene, da den bogførte egenkapital i en finansiell virksomhed reelt også omfatter fremmedkapital i form af hybrid kernekapital. Kurs/indre værdi af den egentlige kernekapital (CET 1) er således et mere retvisende billede af nøgletallet. Her handler Spar Nord til 0,97, og Vestjysk Bank til 1,12. Kurs/indre værdi kan via excess return model tolkes ved, at Spar Nord forventes at tjene mindre, end hvad der svarer til prisen på egenkapitalen (således negativ excess return) med -3 %, og at Vestjysk Bank har en merværdi af excess return på 12 % i forhold til den egentlige kernekapital.

Tages der udgangspunkt i Spar Nord, kan det omvendt tolkes som, at der findes højere ROE (excess return) ift. prisen på egenkapitalen (k_e), men at markedet fastsætter værdien af den bogførte kernekapital til en lavere faktor end 1. Vi kan således ikke fastslå om forskellen mellem markedets værdisætning og modellens værdisætning, skal findes ved regulering af den indre værdi, eller at den fremtidige indtjening (ROE) reelt er lavere end k_e .

Da excess return model fremkommer med en værdi, som er 44 % højere end Spar Nords aktuelle kurs, vurderes det, at markedsrisikopræmien må antages reelt at være

højere end 5,20 %. Hvis man eksempelvis antog, at markedets aktuelle forventninger til Spar Nord, er identisk med dem, vi har opstillet i budgettet og modellen, kan den implicitte markedsrisikopræmie omregnes til 6,75 %.

Hvis vi ser på Gordons vækstmodel, forholder den sig ikke til den bogførte egenkapital, men i stedet til det frie cash flow, som genereres af egenkapitalen. Her vurderes alene værdien af indtjeningsevnen, hvilket kan sammenholdes med pris/indtjening, hvor Spar Nord pr. 2. januar handles til 9,84 kr. og Vestjysk Bank til 7,45 kr. Derved vil den potentielle upside jf. pris/indtjeningsnøgletallet være større hos Vestjysk Bank end Spar Nord. Dette nøgletal skal dog også korrigeres for risikoen udtrykt ved CAPM, hvilket gøres via Gordons vækstformel.

Omvendt kan forskellen i prissætningen af de to banker også diskuteres ud fra andre forventninger end disse, vi har beregnet i ovenstående beregninger. Det kan diskuteres, hvorvidt Vestjysk Bank reelt har været drevet af andre forventninger end blot deres egne budgettal, eksempelvis via opkøbsspekulationer fra investorerne – dette vil blive analyseret nærmere i det følgende afsnit.

11.3 Delkonklusion - Værdiansættelser

Ud fra en teoretisk tilgang findes det, at Spar Nord handles til en pris i dag (2. januar), som ligger markant under markedets prissætning. Aktien handles ift. excess return med en upside på ca. 44 % og ift. Gordons vækstmodel med en upside på ca. 7 %. Modsat finder vi, at Vestjysk Bank reelt prissættes lidt højere af markedet ift. de beregnede nøgletal, vi har opstillet. Således var værdien af aktien fastsat henholdsvis ca. 5 % lavere ved excess return model og ca. 14 % lavere ved Gordons vækstformel. Vi er opmærksomme på, at disse diskonteringsmodeller er meget følsomme overfor de indtastede parametre, men dog tegner de opstillede beregninger en tydelig forskel i bankernes prissætninger.

12. Forudsætninger for fremtidigt regnskab

Det følgende afsnit skal danne grundlag for det fremtidige budget ved gennemførelse af et opkøb af Vestjysk Bank. I afsnittet vil de mulige synergieffekter blive beregnet, og desuden vil alle de øvrige budgетtal blive gennemgået og beregnet.

12.1 Renteindtægter

Renteindtægterne for henholdsvis Spar Nord og Vestjysk Bank, for perioden 2015 til 2019, er her blevet indekseret frem til at give et forventet niveau for 2020 (se bilag 7).

12.2 Renteudgifter

Renteudgifterne for Spar Nord og Vestjysk Bank er blevet indekseret til et forventet resultat i 2020 for begge banker. I forbindelse med opkøbet af Vestjysk Bank er det muligt at optimere sammensætningen af kapital for den samlede bank. Det har ligeledes påvirket til lavere renteudgifter. Det bliver analyseret nærmere herunder

12.3 Renteudgifter til kapital

Vestjysk Bank har på nuværende tidspunkt udstedt dyrere kapital end Spar Nord. De har blandt andet udstedt hybrid kernekapital til en pris på 8,5 % for 155 mio. kr. Derudover har de udstedt supplerende kapital til 6,5 % for 225 mio. kr. Spar Nord har en hybrid kernekapital til 6,025 % i rente for 400 mio. kr.

Den samlede bank har overskydende kapital, og derfor kan der kigges ind i, hvordan kapitalsammensætningen kan optimeres. Dette kan gøres ved at indfri disse kapitaltyper, hvor de betaler en høj pris ift. markedet. Der gøres opmærksom på, at i praksis vil alle indfrielsestidspunkter af eksisterende kapital ikke kunne gennemføres allerede i 2020, da første indfrielsestidspunkt er i de efterfølgende år. Der regnes her med, at kapitalen indfries på nuværende tidspunkt for at kunne vurdere det fremtidige kapitalforhold på det grundlag.

Den nye sammensætning af kapitalgrundlaget betyder derfor, at den hybride kernekapital nedsættes med 555 mio. kr. Renteudgiften på hybrid kernekapital bliver samlet set 38,2 mio. kr. lavere⁴. Ligeledes indfries for 225 mio. kr. supplerende kapital

⁴ 25 mio. kr. + 13,175 mio. kr. = 38,175 mio. kr.

som giver en besparelse på 14,6 mio. kr. Det påvirker, at resultatopgørelse for den samlede bank opnår en besparelse på 14,6 mio. kr. i renteudgifter.

Samlet set giver kapitalomlægningen en besparelse på 52,8 mio. kr. årligt på fremmedkapitalen. Når man vælger at indfri eksisterende kapital, påvirker det de samlede kapitalforhold. Isoleret set giver det en kapitaloverdækning, som er 1,1 % mindre end tidligere. Det vil blive analyseret nærmere senere i opgaven, hvorvidt kapitalen er tilstrækkelig.

12.4 Gebyr- og provisionsindtægter

I vurderingen af et realistisk budget for gebyr og provisionsindtægterne for 2020, er der kigget nærmere på resultatet af tidligere års udvikling. Kigger vi på Spar Nord, har de løbende en positiv udvikling på ca. 20 mio. kr. hvert år. Denne udvikling tager et stort spring i 2019, hvor en stor del af gebyrindtægterne kommer fra de ekstraordinært mange lånekonverteringer i 2019 (Spar Nord, 2019a). Den effekt forventes ikke at komme i 2020, og vi fremskriver derfor år 2018 fra Spar Nord med 2×20 mio. kr., og ligger på niveauet 1.325 mio. kr.

Vestjysk Banks gebyr og provisionsindtægter udvikler sig proportionelt, og det vurderes derfor, at indekseringen giver en indikation om et fremtidigt niveau.

12.5 Kursreguleringer og udbytte

Kursreguleringerne og udbytte er fremskrevet efter indekstal for de seneste 5 regnskabsår. Der er dog i Vestjysk Bank foretaget et ekstraordinært salg af kapitalandele i 2019 i SparInvest. Det gør, at 2019 niveauet for kursreguleringer i Vestjysk Bank er meget højt. Indekseringen er derfor rensat for denne engangseffekt, da det ikke vurderes aktuelt, at denne kommer for fremtiden. Salget gav en indtægt på 142 mio. kr.

12.6 Øvrige indtægter

Øvrige indtægter er indekseret frem. Det ville dog betyde, at Vestjysk Bank ville have negative øvrige indtægter. Denne er derfor sat til 0.

12.7 Øvrige omkostninger og samlede besparelser

Som følge af opkøbet er én af de mest oplagte forretningspotentialer muligheden for besparelser eller omkostningsoptimering. Således muligheden for at opnå synergieffekter på omkostningsbasen.

Med udgangspunkt i "Den Nordjyske Bankkrig" og de forventede effekter heraf er der udledt et estimat for de forventede synergieffekter for, hvad angår direkte omkostningsbesparelser.

På fusionstidspunktet omkring 2014 mellem Nørresundby Bank og Nordjyske Bank var der en samlet medarbejderstab på 492 medarbejdere. Der havde i de forrige 2-3 regnskabsår inden fusionen været et gennemsnitligt fald i antal medarbejdere, samlet for de to banker på godt 3,1 % årligt. Denne faktor er vigtig ikke at undlade, da forholdet kan understøtte eller afvise teorien om muligheden for medarbejderreduktioner ved fusioner. Hvis der som følge af fusionen skete en lignende udvikling i antallet af medarbejdere ville, det alt andet lige, samtidigt kunne påstås, at en sådan udvikling var naturlig (oftest som følge af forbedrede IT-forhold og processer) og altså ikke en konkret effekt af fusionen.

I regnskabsåret 2016/17 i Nordjyske Bank (efter fusionen) var der 423 heltidsmedarbejdere. Det giver en samlet reduktion i antallet af medarbejdere på 69. Hvis det forventes, at den historiske udvikling i antallet af medarbejdere op til fusionen ville fortsætte uændret, uagtet fusionen, ville der i regnskabsåret 2016 (samlet for de to banker) være 462 medarbejdere. Det vurderes, alt andet lige, at effekterne af fusionen derfor måles som differencen mellem dette antal medarbejdere og det faktiske for 2016. Det giver en samlet medarbejderreduktion, som følge af synergieffekter, på 39 medarbejdere⁵, svarende til ca. 9 %.

I 2015 havde Vestjysk Bank 500 medarbejdere. Antallet af medarbejdere er siden faldet drastisk og i 2019 havde Vestjysk Bank 378 medarbejdere. Udviklingen sker primært i årene 2015-2018, da der mellem 2018 og 2019 kun reduceres med 7 medarbejdere. Noget kunne tyde på, at Vestjysk Bank i den nævnte periode har indført nogle omfattende strukturelle ændringer til organisationen, der har medført, at de har

⁵ 462 – 423 = 39 medarbejdere

kunne arbejde mere effektivt. Banken er ikke blevet mindre i perioden. En sådan udvikling kan ikke forventes fremadrettet og betegnes derfor som en ekstraordinær periode for hvad angår effektiviseringer og herunder antallet af medarbejdere. Samtidigt vurderes det, at det nuværende antal medarbejdere på 378, derfor er dét antal som Vestjysk Bank sigter efter at være på.

Af de i alt 378 medarbejdere i Vestjysk Bank i 2019 er ca. 216 ansat som rådgivere i filialerne. Dermed er de resterende 162 ansat i hovedkontoret og centrale support funktioner.

Da vi kiggede på fusionen mellem Nørresundby Bank og Nordjyske Bank, gav det mening at betragte det samlede antal medarbejdere som én enhed. Dette fordi bankerne, målt på antallet af medarbejdere, var lige store. Det er dog ikke helt så simpelt eller retvisende at følge samme model, når effekten skal forudses på et opkøb, hvori den opkøbende bank er mere end tre gange større end den opkøbte bank.

Derfor beregnes der på det samlede antal medarbejdere i umiddelbare 'dobbeltfunktioner'. Derved kan der optimeres på 378 medarbejdere fra Vestjysk Bank og 378 medarbejdere fra Spar Nord. Den konkrete fordeling af hvilke medarbejdere fra hvilken bank, der ville kunne frasorteres, behøver ikke være en lige fordeling mellem bankerne, men for hvad angår de forventede synergieffekter, betragtes stillingerne ens.

Det giver i alt 756 medarbejdere, hvoraf der med inspiration fra "Den Nordjyske Bankkrig" forventeligt ville kunne reduceres med 9 %. Det svarer til ca. 68 medarbejdere. Dette vurderes at være fundamentet for besparelser på medarbejderområdet, men dog ikke endelig konkluderet.

I Spar Nord sker der i perioden 2015 – 2019 mere eller mindre ingen ændringer til antallet af medarbejdere. Derfor vurderes der ikke at skulle indregnes en naturlig udvikling i antallet af medarbejdere, når forventningerne til slutresultatet efter opkøbet opgøres.

Synergieffekterne i form af sammenlægning af afdelinger, og effekten af en forventelig mere veletableret infrastruktur i Spar Nord, er de primære årsager til, at der kan optimeres på antallet af medarbejdere. Behovet for hovedkontorfunktioner fra Vestjysk

Bank ville forventeligt kunne reduceres betydeligt, da der grundet et mere omfattende set-up ville kunne betjenes flere opgaver pr. medarbejder. Derfor fastsættes det, at der af de 162 medarbejdere i Vestjysk Banks hovedkontor ville kunne reduceres med 35 %. Dette svarer til ca. 57 medarbejdere.

I forhold til antallet af rådgivere arbejdes der igen under en betragtning om et mere veletableret hovedkontor/back office i Spar Nord, der gør, at der pr. rådgiver kan håndteres både flere kunder og opgaver, sammenlignet med Vestjysk Bank. Af det samlede antal rådgivere på 216 i Vestjysk Bank, vurderes det, at der kan fjernes ca. 20 %. Dette svarer til ca. 43 medarbejdere.

Alt i alt kan der altså forventeligt spares ca. 100 medarbejdere af de i alt 756 medarbejdere, der måles på. Det svarer til ca. 13 % og vurderes at stemme afmålt overens med udgangspunktet inspireret af "Den Nordjyske Bankkrig", hvor reduktionen svarede til ca. 9 %. Forskellen på 4 %-point vurderes at være realistisk, fordi synergieffekterne forventes at være større da Spar Nord, som et betydeligt større pengeinstitut sammenlignet med Vestjysk Bank, har flere parametre hvor deres infrastruktur kan optimere på forholdene i Vestjysk Bank. Det vurderes ikke at være tilfældet med Nørresundby Bank og Nordjyske Bank, hvor bankerne kom med meget lignende størrelsesforhold, og der derfor i højere grad blot var tale om en decideret sammenlægning, der gav volumen og knap så meget optimering af processer m.v.

Besparelsen på 100 medarbejdere overføres til en beregning for at fastsætte den kontante effekt heraf. Spar Nord og Vestjysk Bank har ca. samme omkostninger pr. medarbejder til henholdsvis personale og administration. For de resterende medarbejdere, der overføres fra Vestjysk Bank til Spar Nord forventes der ikke at være noget at optimere på ift. omkostninger til disse. Da det endnu ikke er konkluderet, hvordan medarbejderreduktionen på 100 medarbejdere skal fordeles på de to banker, tages der udgangspunkt i den laveste sats for hvad angår personaleomkostninger, når besparelsen beregnes. Denne er at finde i Vestjysk Bank, hvor en medarbejder gennemsnitligt koster ca. 750.000 kr. årligt. Det giver en samlet besparelse på i alt ca. 75 mio. kr. årligt.

For hvad angår omkostninger til administration, forventes der umiddelbart at være besparelser på henholdsvis IT-omkostninger og lokaleomkostninger.

Selvom formålet med opkøbet af Vestjysk Bank er snarest at kunne indtræde i et forholdsvis nyt markedsområde for Spar Nord, er det ikke at undgå, at der vil være tale om dobbelt-repræsentation i nogle af de eksisterende markedsområder. Det giver anledning til optimering.

Der er forventeligt 8 filialer, der med fordel kunne ned/sammenlægges, alene baseret på den geografiske beliggenhed. Der er tale om afdelinger beliggende i Holstebro, Struer, Esbjerg, Herning, Viborg, Randers, Aarhus og Horsens. De samlede lokaleomkostninger i Vestjysk Bank udgør 11 mio. kr. og som følge af sammenlægningen af de 8 afdelinger, der udgør ca. halvdelen af alle Vestjysk Banks afdelinger, forventes der, at kunne spares 4 mio. kr. Der forventes ikke at ske en halvering af lokaleomkostningerne, da de fleste af disse formentlig bliver brugt på faciliteterne ved hovedkontoret i Lemvig.

Derudover forventes der at kunne spares på IT-omkostningerne pr. medarbejdere. IT-omkostningerne pr. medarbejder er ca. 80.000 kr. billigere i Spar Nord og ville potentielt kunne give besparelser på lidt over 20 mio. kr. Forudsætningen for netop denne besparelse er vanskelig at fastslå, idet der er en række faktorer, der spiller ind, som er svære at redegøre for. Først og fremmest er der spørgsmålet om, hvor mange medarbejdere, der fremadrettet kan spares 80.000 kr. i IT-omkostninger på. Det afhænger meget af fordelingen af de 100 medarbejdere, hvor der kan findes besparelser. Herudover er der spørgsmålet om det bagvedliggende regnskab for IT-omkostninger, eksempelvis hvor stor en andel, der er faste IT-omkostninger, og hvor mange der er bundet op på antal arbejdspladser m.v. Heri indgår eksempelvis licenser og omkostninger til hardware pr. arbejdsplads. Hvoraf faste udgifter kunne være serverplads, tilladelser m.v. Forventningen om besparelser for ca. 21 mio. kr. beror på, at der kan omkostningsoptimeres på ca. 250 medarbejdere.

Tabel 11: Forventede samlede besparelser

<i>Beløb i mio. kr.</i>	<i>Spar Nord</i>	<i>Vestjysk Bank</i>
Antal(heltids) medarbejdere	1.549	378
Balance	kr. 93.113,00	kr. 22.192,00
Omkostninger (personale)	kr. 1.218,00	I procent
Heraf Lønninger	kr. 975,00	80,0%
Heraf Pensioner	kr. 111,00	9,1%
Heraf Udgifter til social sikring	kr. 132,00	10,8%
Omkostninger (administration/drift)	kr. 796,00	I procent
Heraf IT-omkostninger	kr. 388,00	48,7%
Heraf Marketingomkostninger	kr. 79,00	9,9%
Heraf Lokaleomkostninger	kr. 58,00	7,3%
Heraf Personale- og rejseomkostninger	kr. 64,00	8,0%
Heraf Kontoromkostninger	kr. 16,00	2,0%
Heraf Øvrige administrationsomkostninger	kr. 105,00	13,2%
Personaleomkostninger pr.medarbejder	kr. 0,79	kr. 0,75
Administrationsomkostninger pr. medarbejder	kr. 0,51	kr. 0,51
Personale-/administrationsomkostninger pr. medarbejder i alt	kr. 1,30	kr. 1,26
IT-omkostninger pr. medarbejder	kr. 0,25	kr. 0,33
Besparelse ved medarbejderreduktion på 100	kr. 75,4	
Besparelse på husleje	kr. 4,0	
Besparelse på IT-omkostninger	kr. 20,6	
Besparelse på kapitalomkostninger	kr. 52,8	
Samlede besparelser	kr. 152,8	

Kilde: Egen tilvirkning pba. årsrapporter fra Vestjysk Bank og Spar Nord 2019

Alt i alt giver det samlede besparelser på 100 mio. kr. som følge af synergieffekter af opkøbet, hertil tillægges besparelserne til den fremtidige kapitalsammensætning som ventes at udgøre 52,8 mio. kr. og derved i alt 152,8 mio. kr. i årlige synergieffekter ift. omkostninger.

12.8 Nedskrivninger

Nedskrivningsniveauet har været meget svingende for de seneste 5 år. Den ekstraordinære situation med historisk lave nedskrivningsprocenter giver en positiv indvirkning på årets resultat. Vi forsøger dog at anskue nedskrivningerne over en længere periode. Teorien om, at der efter 7 gode år, følger 7 dårligere år, kan være med til at tegne et mere reelt billede af nedskrivningsprocenten (Pedersen, 2008). Der er for Vestjysk Bank og Spar Nord derfor kigget på nedskrivningsprocenten gennemsnitligt over de seneste 14 år. Det giver Vestjysk Bank en nedskrivningsprocent på 1,91 % og Spar Nord med 0,62 % (se bilag 9). Disse nedskrivningsprocenter er medregnet i det fremtidige budget for bankerne.

12.9 Skatteprocent

Skatteberegningen er blot beregnet ud fra den aktuelle sats for selskabsskat på 22 %.

12.10 Udbytte til aktionærer

Vestjysk Bank har i de seneste år ikke udbetalt udbytte. Spar Nord har haft en klar udbyttepolitik, og de har vedtaget, at de forventer at betale udbytte i niveauet 40 % af årets resultat, hvilket vi også indregner videre i opgaven.

12.11 Beregning af egenkapital og bytteforhold

Som følge af opkøbet bliver egenkapital nedbragt med 258 mio. samlet set. Nærmere detaljer herom gennemgås i efterfølgende afsnit 13.

12.12 Balancen

Som tidligere beregnet er der ændret kapitalsammensætningen herunder hybrid kernekapital, efterstillede kapitalindskud samt egenkapitalen i forbindelse med opkøbet og aktiebyt. Det er indregnet i balanceopgørelse for 2020 i den samlede bank. De øvrige aktiver og passiver er blevet indekseret frem til forventet niveau i 2020 (Se 7 bilag).

12.13 Engangsomkostninger

Opgaven har hidtil vist nogle eksempler på, hvordan Spar Nords opkøb af Vestjysk Bank kommer til at påvirke den økonomiske situation for den fremtidige bank. Der er primært blevet kigget på, hvilke vedvarende effekter, der vil være af opkøbet. Det er gjort for at vise, hvordan banken kommer til at performe og vise den økonomiske situation på længere sigt. Dette fokus er valgt for at vise, hvorvidt det kan skabe langvarig succes for Spar Nord. Med et opkøb af så stort et pengeinstitut som Vestjysk Bank, vil der helt åbenlyst også være nogle større omkostninger forbundet med selve opkøbet, og som er nødvendige for at kunne opnå de langvarige effekter.

Engangsomkostningerne vil i praksis ikke forventes at slå igennem i første regnskabsår. Dette er dog indregnet for at vise, hvilken effekt det vil have på regnskabet.

12.13.1 Afskedigelser

Som tidligere omtalt i opgaven vil der være nogle løbende besparelser på personaleomkostninger ifm. færre medarbejdere. Den tidligere analyse i afsnit 12.7 viste, at der vil kunne afskediges 100 medarbejdere i forbindelse med opkøbet. Det giver som vist en positiv effekt på lang sigt. Omvendt giver det også nogle udgifter som følge af at afskedige en medarbejder. Der er kigget på Spar Nords opkøb af Sparbank, der havde et lignende størrelsesforhold ift. Vestjysk Bank, tilbage i 2012 for at vurdere, hvilke omkostninger der medfølger ved en afskedigelse. På daværende tidspunkt afskediger den nye samlede bank 150 medarbejdere i forbindelse med opkøbet (Spar Nord, 2013). Spar Nord opgiver selv i en fondsbørsmeddelelse, at de har omkostninger i forbindelse med afskedigelserne på 47 mio. kr. (Spar Nord, 2012). Det svarer altså til 313 t.kr. pr. medarbejder. Spar Nords opkøb af Sparbank i forhold til afskedigelse af medarbejdere i henholdsvis backoffice og rådgivere forventes at være den samme, og der er på den baggrund taget udgangspunkt i samme omkostningsniveau. Omkostninger forventes at blive 31,3 mio. kr.

12.13.2 IT-omkostninger

Ved typiske virksomhedsopkøb vil der blive afholdt omkostninger til tilpasning af IT-systemer. Da Spar Nord og Vestjysk Bank bruger samme leverandør på IT-området, vurderes dette dog ikke som en afgørende faktor. Da Spar Nord opkøbte Sparbank brugte begge banker SDC som IT-udbyder. Selvom der ikke blev skiftet udbyder, afholdte Spar Nord alligevel en engangsomkostning på 9 millioner. Det kan blandt andet være for at få systemerne tilpasset Spar Nords samt for de nye medarbejdere over på Spar Nords licens. Det antages derfor, at der vil være lignende omkostninger ved købet af Vestjysk Bank. Der forventes engangsomkostninger på IT på 9 mio. kr.

12.13.3 Lokaleomkostninger

Analysen tidligere i opgaven viser, at der sker filiallukninger som følge af opkøbet. Den primære årsag er dobbeltfilialer, hvorfor der ikke i fremtiden kan blive nytte af lokalerne til andre formål. Det medfører nogle positive effekter på længere sigt, men på kort sigt vil der forventeligt være nogle omkostninger ved at lukke en filial ned. Der kan være nogle opsigelsesvilkår, ombygningsomkostninger eller lignende, som kan blive dyrt at komme ud af.

Da det ikke er tilgængeligt, hvilke aftaler der ligger for de omfattede filialer, tages der blot udgangspunkt i en omkostning pr. lukket filial for at give en indikation af niveauet. Det antages derfor, at det koster 1 mio. kr. at nedlukke en filial. Da den tidligere analyse for tilpasning af filialstrukturen viste, at der skal lukkes 8 afdelinger, bliver engangsomkostningen på 8 mio. kr.

12.13.4 Rådgiverhonorar

Forud for en beslutning omkring et opkøb af et anden pengeinstitut ligger der et meget omfattende analytisk arbejde. Dertil kommer der udgifter til uafhængige vurderingsfolk for at få vurderet virksomheder. Derudover kommer et omfattende juridisk arbejde for at finde ud af, hvordan de forskellige banker er stillet. Alt dette arbejde ligger før et opkøb, og da en stor del af dette arbejde udføres af advokatfirmaer, revisorer og konsulenthus bliver det omkostningstungt for banken. Der er igen kigget på Spar Nords opkøb af Sparbank for at få en indikation af niveauet. På daværende tidspunkt blev der brugt 14 mio. kr. på rådgiverhonorar. Det forventes derfor, at niveauet for omkostninger ved opkøbet vil være det samme. Der fastsættes derfor en samlet omkostning til rådgiverhonorar på 14 mio. kr.

12.13.5 Delkonklusion - engangsomkostninger

De samlede engangsomkostninger bliver alt i alt på 62,3 mio. kr. i forbindelse med opkøbet. Størstedelen af udgifterne vil komme til at ligge i opkøbsåret, men der vil også være nogle af udgifter, som først kommer det efterfølgende år. Der er for overblikkets skyld indregnet alle omkostningerne i opkøbsåret.

<i>Engangsomkostninger</i>	<i>mio. kr.</i>
Afskedigelser	31,3
IT-omkostninger	9
Lokaleomkostninger	8
Rådgiverhonorar	14
I alt	62,3

13. Købet af Vestjysk Bank

I det følgende afsnit vil vi beregne og opstille, hvordan selve købet skal gennemføres og til en pris, som er baseret på et empirisk grundlag fremfor en teoretisk beregnet værdisætning jf. tidligere afsnit. Prissætningen skal benyttes til at beregne, hvordan der skal ombyttes aktier og forventeligt afregnes et kontantbeløb, som vil reducere den samlede egenkapital i den fortsættende bank. Hvorvidt den fremstillede handelspris vurderes attraktiv for begge parter, vil blive diskuteret i opgavens afsluttende afsnit.

Vi ved historisk, at der ved bankfusioner og opkøb af andre banker, betales en merpris ift. den værdi som opkøbte bank har haft i et stand alone-scenarie. Dette kaldes for "bid premium" og fortæller således hvor høj en pris, der betales i forhold til kursen inden annoncering af opkøbet (Rezaee & Menon, 2011, s. 470). Formlen kan opsættes som følgende:

$$\text{Bid premium} = \frac{\text{Opkøbspris pr. aktie}}{\text{Pris pr. aktie før annoncering af opkøb}}$$

Bid premium, som er baseret på data fra 609 opkøb fra Zephyrs database, ligger i gennemsnit på ca. 23 % for perioden 2004-2012 (Gianfrate, G. et al., 2014, s. 145). Perioden fra 2004-2012 er det dog væsentligt at være opmærksom på den store konsolidering der skete efter krisen i 2008. I Danmark, blandt andre, var en stor del af konsolideringen i banksektoren drevet af finanskrisens følger (Udvalget om finanskrisens årsager, 2013). Der er således sket fusioner og opkøb som eneste løsningsmulighed, hvilket forventeligt har lagt en dæmper på bid premiums. Aktuelt vurderes det, at den fremtidige konsolidering i sektoren drives ud fra det synspunkt om at optimere rentabiliteten. Dette vil, alt andet lige, betyde højere præmier ift. efter-krise perioden (Nielsen & Ohnemus, 2018).

Hvis vi ser på et andet eksempel på et nyligt gennemført opkøb/fusion mellem Ringkjøbing Landbobank og Nordjyske Bank, skete dette med en bid premium på ca. 55 % (Euroinvestor, 2020).

Hvis man ser nærmere på Vestjysk Bank aktien, så er den i 2019 steget med 59,7 % mod et gennemsnit for sektoren på 7,6 % (FinansWatch, 2019a). En stor del af forklaringen skyldes opkøbsrygter fra Arbejdernes Landsbank, som flere analytikere mente var i færd med at udarbejde et købstilbud på Vestjysk Bank (Børsen, 2019b).

Den reelle bid premium vil derfor i denne opgave blive sløret af, at der allerede har været annonceret interesse for opkøb af Vestjysk Bank. Samme effekt fandt man bl.a. også tilbage i 2015, hvor Nordjyske Bank viste interesse for Nørresundby Bank, hvilket fik aktien til at stige markant (Florentsen et al., 2015).

I forhold til Vestjysk Banks kurs pr. 2. januar 2020 på 3,14, baseres opkøbet i denne fremstilling på en opkøbskurs til 4,40, svarende til en bid premium på ca. 40 % målt op imod markedskursen, eller svarende til præmie på samlet 1.129 mio. kr. Præmien er således skønsmæssigt fastsat pba. de historiske præmier i et bredt perspektiv for perioden 2004-2012. Desuden med udgangspunkt i et sammenligneligt opkøb foretaget af Ringkjøbing Landbobank af Nordjyske Bank, og slutteligt med korrektion for den allerede annoncerede opkøbsinteresse, som har fundet sted fra Arbejdernes Landsbank. Foruden selve opkøbsprisen skal der i opkøbssammenhæng tages hensyn til de forventede engangsomkostninger ved opkøbet, som blev opgjort til 62,3 mio. kr.

13.1 Bytteforhold

Værdien af det samlede vederlag for Vestjysk Banks aktionærer er fastsat til 3.942 mio. kr. (antal aktier * tilbudt pris på 4,4 kr.). Der ønskes et bytteforhold, som bevirker en minimal udhuling af egenkapitalen. Derved beregnes bytteforholdet som følgende: $65,8 / 4,4 = 14,98$. Derved ombyttes der 14:1 – det vil sige for hver 14 Vestjysk Bank aktier modtages én Spar Nord aktie. Desuden skal der afregnes kontant: $((3.942 \text{ mio. kr.} / 14,98) * 0,98)$, svarende til 0,29 kr. pr. aktie og i alt 258 mio. kr.

Spar Nord skal således udstede 55.994.073 stk. nye aktier $((3.942 \text{ mio. kr.} - 258 \text{ mio. kr.}) / 65,8)$. Det forudsættes således i denne sammenhæng, at Spar Nord ved emissionen kan tegne de nye aktier til samme kurs som de eksisterende aktier.

Tabel 12: Aktieombytning

	Kurs (pr. 2/1-2020)	Aktiestørrelse	Antal	Egenkapital (mio. kr.)	Markedsværdi (mio. kr.)	K/I
Spar Nord	65,8	10	123.002.526	9.761	8.094	0,83
Vestjysk Bank	3,14	1	895.981.517	2.956	2.813	0,95
Samlet			1.018.984.043	12.717	10.907	0,86
	Kurs (opkøb)					
Vestjysk Bank	4,4	1	895.981.517	2.956	3.942	1,33
	Kurs efter emission					
Samlet bank	65,8	10	178.996.599	12.717	12.036	0,95

Kilde: Egen tilvirkning pba. årsrapporter 2019 fra Spar Nord og Vestjysk Bank.

Samlet vil opkøbet således, isoleret set, reducere den samlede egenkapital med ca. 258 mio. kr.

Som det kan aflæses af modellen (forskel mellem Vestjysk Bank markedsværdi før og efter opkøb) er den samlede bid premium ved købet af Vestjysk Bank på 1.129 mio. kr. Hvorvidt denne pris vurderes attraktiv for både Spar Nord, og Vestjysk Banks aktionærer, vil blive diskuteret i opgavens afsluttende afsnit.

14. Fremtidig performance for Spar Nord efter gennemført opkøb af Vestjysk Bank

I det følgende afsnit ønskes de fremtidige nøgletal, der relaterer sig til Spar Nords performance, belyst. Der vil blive beregnet følgende nøgletal: ROE, ROA, RORWA, WACC og O/I. Disse tal sammenlignes med scenariet uden gennemførsel af et opkøb for begge banker. Tallene vil også blive sammenlignet med bankernes stand alone budgettal for at skabe et overblik over, hvilken performancemæssig betydning opkøbet vil have. Den samlede aktivsammensætning vil desuden blive opstillet for at synliggøre den fremtidige brancheeksponering af udlånsporteføljen.

14.1 Nøgletallene ROE, ROA og RORWA

Forrentningen af henholdsvis egenkapitalen, de samlede aktiver og de samlede risikovægtede aktiver vil her blive opstillet og kommenteret. Indtjeningen er som tidligere beregnet ved resultat efter skat og renter til hybrid kernekapital efter skat.

Tabel 13: Nøgletal ved opkøb

ROE	2019	2020E	Ændring ved opkøb
Spar Nord	12,25%	6,96%	1,29%
Vestjysk Bank	17,80%	7,68%	0,57%
Samlet bank	-	8,25%	-

ROA	2019	2020E	Ændring ved opkøb
Spar Nord	1,08%	0,59%	0,15%
Vestjysk Bank	2,07%	0,85%	-0,10%
Samlet bank	-	0,75%	-

RORWA	2019	2020E	Ændring ved opkøb
Spar Nord	1,80%	1,01%	0,25%
Vestjysk Bank	3,21%	1,40%	-0,14%
Samlet bank	-	1,26%	-

Kilde: Egen tilvirkning pba. årsrapport 2019 fra Spar Nord og Vestjysk Bank

Af ovenstående tabel vises effekten på nøgletallene for både Spar Nord og Vestjysk Bank, hvis de henholdsvis fortsætter hver for sig, hvilket medfører resultatforventningerne for 2020 (2020E), og hvis der gennemføres et opkøb vist som samlet bank. Alle tallene er uden hensyntagen til engangsomkostninger ifm. opkøbet – dette er gjort for at fokusere på de varige effekter ved opkøbet.

ROE vil forøges med 1,29 %-point for Spar Nord, og 0,57 %-point for Vestjysk Bank sammenlignet med, hvis der ikke gennemføres et opkøb. Forøgelsen kan forklares ved, at Spar Nord opnår en højere procentvis effekt, da Spar Nord for 2020 vil have en forventet gearing (aktiver/egenkapital) på ca. 11,7, mens effekten for Vestjysk Bank, alt andet lige, vil være mindre da deres forventede gearing for 2020 ligger på ca. 9,05. Den samlede banks gearing ventes at være ca. 11,02.

Ved ROA ses en effekt for Spar Nord på 0,15 %-point forbedring ved opkøb. Forholdet skyldes den stigende indtjening, og at man reelt køber denne forbedring - dels ved vundne synergieffekter, men primært ved at købe Vestjysk Bank, som forventes at forrente sine aktiver 0,26 %-point bedre i 2020 end Spar Nord. Vestjysk Bank vil opleve et fald på 0,10 %-point, hvilket kan forklares med, at deres aktivmasse udgør ca. 19 % af den samlede aktivmasse i den samlede bank – de løfter således den samlede bank mere, end de selv vil opleve at falde. Forklaringen på dette findes implicit i de opnåede synergieffekters betydning på nøgletallet.

For RORWA er det samme effekter som ved ROA, der gør sig gældende. Spar Nord vil stige 0,25 %-point ved opkøbet, mens Vestjysk Bank vil falde 0,14 %-point. Spar Nords samlede risikovægtede aktiver vil udgøre 81 % af de samlede risikovægtede aktiver, mens Vestjysk Banks vil udgøre 19 %. Indregnes den fremtidige IRB-metode for den samlede bank, bliver effekten på RORWA-tallet endnu større.

14.2 WACC for 2020 for begge banker og den samlede bank

Udviklingen i de samlede kapitalomkostninger vil være af meget stor betydning for, hvor effektivt bankerne kan drives. Tallet er med til at vise, hvor konkurrencedygtig en forretning man har mulighed for at drive. Udviklingen opstilles og kommenteres i det følgende afsnit.

Tabel 14: WACC ved opkøb

WACC		2019	2020E	Ændring ved opkøb
Spar Nord	Fremmedkapital	0,11%	0,10%	0,00%
	Egenkapital	1,22%	1,42%	0,15%
	Samlet WACC	1,33%	1,52%	0,15%
Vestjysk Bank	Fremmedkapital	0,23%	0,22%	-0,12%
	Egenkapital	2,19%	2,43%	-0,86%
	Samlet WACC	2,42%	2,65%	-0,98%
Samlet bank	Fremmedkapital	-	0,10%	-
	Egenkapital	-	1,57%	-
	Samlet WACC	-	1,67%	-

Kilde: Egen tilvirkning pba. årsrapport 2019 fra Spar Nord og Vestjysk Bank

Af tabellen ses det at WACC for begge bankers vedkommende vil være stigende til 2020E. Forklaringen findes alene ved udviklingen i omkostningerne til egenkapitalen, hvilket har baggrund i at begge banker øger deres relative egenkapitalandel årligt, hvilket medfører et lavere L (ratio of liabilities to assets). Ved opkøb fremgår det, at Spar Nords WACC vil stige 0,15 %-point, hvilket skyldes, at vi som nævnt tidligere har øget betaværdien så den fremtidige k_e afspejler en vægtet fordeling mellem Spar Nord og Vestjysk Bank individuelle K_e priser. Desuden gør det lavere L, sig også gældende. For Vestjysk Bank vil der opleves markant forbedring med 0,98 %-point, hvilket skyldes, at deres egenkapital vægter ca. 27 % af den samlede bank, og Vestjysk Bank får således glæde af Spar Nords 73 % af egenkapitalen, som er opgjort med en lavere K_e .

14.3 O/I for 2020 for begge banker og den samlede bank

Nedenfor er udviklingen over bankernes fremtidige forventede/budgetterede udvikling i omkostningseffektiviteten opstillet.

Tabel 15: O/I ved opkøb

O/I	2019	2020E	Ændring ved opkøb
O/I Spar Nord	0,60	0,64	-0,04
O/I efter nedskrivninger Spar Nord	0,61	0,75	-0,04
O/I Vestjysk Bank	0,48	0,55	0,05
O/I efter nedskrivninger Vestjysk Bank	0,54	0,70	0,01
O/I samlet bank	-	0,60	-
O/I efter nedskrivninger samlet bank	-	0,71	-

Kilde: Egen tilvirkning pba. årsrapport 2019 fra Spar Nord og Vestjysk Bank

Af tabellen fremgår det, at Vestjysk Bank isoleret forventes at være mere omkostningseffektiv end Spar Nord, også når nedskrivningerne indregnes. Betydningen ved et opkøb er igen synliggjort ved kolonnen yderst til højre. Af kolonnen fremgår det, at Spar Nord løftes, og at det vil være Vestjysk Bank, der bidrager til løftet. Spar Nords basisindtjening udgør ca. 78 %, mens Vestjysk Banks andel af den samlede banks basisindtjening udgør ca. 22 %. At O/I før nedskrivninger kan løftes i samme grad for Spar Nord, som faldet vil være for Vestjysk Bank, forklares ved de opnåede synergier.

For Spar Nords vedkommende vil man således skulle bruge 4 øre mindre pr. tjente krone. Spar Nord har selv fastsat en finansiell målsætning for 2020-2022 om en omkostningsprocent på 0,65 efter nedskrivninger (Spar Nord, 2019a). Ud fra de i opgaven beregnede budgetter opfyldes dette mål ikke, men et opkøb af Vestjysk Bank vil optimere nøgletallet betydeligt.

14.4 Udlånsfordeling for 2020 for begge banker og den samlede bank

Vi fandt i afsnit 9.5, at bankernes overordnede balancestruktur er meget ens. Deres væsentligste aktivklasse består for begge bankers vedkommende af udlån. Udlånene udgør 55 % af Spar Nords aktiver og 46 % af Vestjysk Banks aktiver. I udlånsfordelingen fandt vi nogle væsentlige forskelle i bankernes branchefordeling, og hvor stor en del de forskellige brancher udgør af deres samlede udlån. Denne sammensætning vil blive analyseret i det følgende afsnit for den samlede bank.

Tabel 16: Udlånssammensætning ved opkøb

Udlånssammensætning	Spar Nord	Vestjysk Bank	Samlet bank
Offentlige myndigheder	2%	0%	2%
Landbrug, jagt og skovbrug	5%	15%	6%
Fiskeri	0%	5%	1%
Industri og råstof	5%	4%	5%
Energiforsyning	3%	3%	3%
Bygge- og anlæg	4%	4%	4%
Handel	7%	6%	7%
Transport, hotel og restaurant	4%	3%	4%
Information og kommunikation	1%	0%	0%
Finansiering og forsikring	6%	4%	5%
Fast ejendom	12%	13%	12%
Øvrige erhverv	6%	5%	6%
Erhverv i alt	55%	62%	57%
Privatkunder i alt	45%	38%	43%

Kilde: Egen tilvirkning pba. årsrapport 2019 fra Spar Nord og Vestjysk Bank

I beregningen for den samlede bank vægtes Spar Nords udlån med 84 % og Vestjysk Bank med 16 %. Dette er med baggrund i deres samlede udlån for 2020 som andel af den samlede bank. Sammensætningen på tværs af brancherne baserer sig på regnskaber for 2019, idet der ikke er beregnet forecast for branchefordelingen for 2020.

Da Spar Nords udlån vægter 84 % af den samlede banks udlån, vil dette have stor effekt på, hvordan den samlede banks udlånsfordeling vil blive. Det er markant, hvordan udlånseksponeringen vil ændres for Vestjysk Bank. Den samlede bank vil ikke være at betegne som en decideret landbrugstung bank, idet sektoren i gennemsnit i 2017 lå på ca. 8 % landbrugsudlån for små- og mellemstore banker og 4 % for gruppe 1 bankerne (Danmarks Nationalbank, 2018). Vestjysk Bank vil overordnet opleve den største forskel på landbrugseksponeringen, som for deres vedkommende vil falde fra

15 % til 6 %, og desuden den overordnede fordeling mellem erhverv og privat hvor privatdelen vil fylde betydeligt mere.

14.5 Delkonklusion – fremtidig performance

Der tegner sig et overordnet billede af betydningen ved opkøbet for henholdsvis Spar Nord og Vestjysk Bank. Målt på indtjeningsmæssige performancetal som ROE, ROA og RORWA løftes Spar Nords nøgletal, mens det for Vestjysk Bank alene er ROE, der løftes hjulpet af en højere gearingseffekt. Effekten for Spar Nord vil være et løft på 1,29 %-point på ROE og 0,15 %-point på ROA. En stigning i den størrelsesorden vurderes at være af stor betydning for Spar Nord, og omregnet til procent svarer det til en stigning af eks. ROE på 18,5 %. Effekten opnås ved at købe Vestjysk Bank, som er mere omkostningseffektiv, målt ved O/I, og ved de samlede opnåede synergieffekter. Målt på kapitalomkostningerne finder vi, at Vestjysk Bank vil opnå store besparelser i forhold til sin kapital. Disse besparelser vil stille Vestjysk Bank stærkere i den fremtidige konkurrence på markedet. Set på den samlede banks udlånsfordeling vil den største effekt ske på den landbruget, hvor Spar Nord vil opleve en forøgelse på ca. 20 % ift. sit nuværende niveau. Vestjysk Banks vil dog falde markant, og den samlede banks fremtidige eksponering på området ventes at blive på niveau med sin peer group.

15. Kapitalforholdsanalyse fremtidig bank

Den fremtidige banks kapitalforhold er beregnet efter indfrielse af kapital, aktieombytning og øvrige synergieffekter som følge af opkøbet. Kapitalforholdene analyseres med henblik på at klarlægge, hvordan den samlede bank er stillet til fremtiden.

Den samlede banks kapitalsammensætning består fortsat både af hybrid kernekapital, supplerende kapital samt egentlig egenkapital. Som analyserne af kapitalforholdene hos Vestjysk Bank og Spar Nord for perioden 2015 – 2019 viste, har begge pengeinstitutter haft tilstrækkeligt med kapital for at leve op til de pågældende krav (Spar Nord, 2019b) (Vestjysk Bank, 2019). Det forventes, at den nye samlede bank efter opkøb vil fortsætte med at skulle leve op til Spar Nords krav ift. forskellige kapitaltillæg. Den samlede opgørelse viser, at der fortsat er tilstrækkeligt med kapital for at overholde gældende regler. Den største del af kapital består af egentlig egenkapital, hvilket også er med til at give overdækningen. Efter tidligere omtalte indfrielse fra fremmedkapital får den fremtidige bank en overdækning af kapital på 3,38 %, svarende til 2.421 mio. kr. se bilag 8. Dette niveau for overdækningen af kapital ligger på et fornuftigt niveau.

For at vurdere hvorvidt selve kapitalen er tilstrækkelig vurderes lignende bankers pris for deres fremmedkapital. Dette gøres da det af blandt andre Raaballe et al. (2017) vurderes at være klar sammenhæng mellem andelen af egenkapital og prisen på fremmedkapitalen (Raaballe, J. et al., 2017).

Der kigges i denne sammenhæng på Nykredit og Jyske Bank som nogle af de banker, som størrelsesmæssigt ligger på niveau med den nye samlede bank. Rentefaldene på pengemarkedet (se bilag 2) har haft en stor indvirkning på prisen på den kapital, som man som pengeinstitut har mulighed for at udstede. Der vurderes derfor på den senest udstedte kapital. Nykredit har senest i 2017 udstedt på supplerende kapital med en rente på 2,13 % (Nykredit, 2019). Jyske Bank har seneste udstedt supplerende kapital 2016 til 3,25 % i rente og supplerende kapital i 2019 til 2,25 % i rente (Jyske Bank, 2019).

På nuværende tidspunkt betaler Spar Nord en væsentligt højere pris for deres kapital, også selvom en del af kapitalen er med negativ rente. Det giver altså et udtryk for, at

samtidig med at renteniveauet er faldet, burde man også have en størrelse, hvorved det kunne forventes, at man kan presse priserne på kapitalen ned. Det typiske billede er, at jo større forhandlingskraft man har i form af en stor bank, jo bedre priser kan man få. Ud fra betragtningen om sammenhængen mellem egenkapital og prisen på fremmedkapital, kunne det dog indikere en lavere overdækning eller mere risikabelt kapitalgrundlag i Spar Nord end hos sammenligningsgrundlaget, Nykredit og Jyske Bank.

Ovenstående fandt, at den fremtidige bank har tilstrækkeligt med kapital i forhold til gældende regler. Der er dog nogle kapitalkrav for fremtiden, som der også skal tages højde for. Den største faktor her er de stingende krav til NEP-kapital.

For at kunne leve op til de kommende NEP-krav i 2020 for den samlede bank kræver det, at der bliver udstedt ny kapital. Kravet forventes at følge Spar Nords, som i 2020 er på niveauet 6,5 %. Det vil derved betyde, at der med den fremtidige risikoeksponering skal være et minimum på 4,7 mia. kr. i nedskrivningseggede passiver. Til det formål skal udstedes yderligere 2,1 mia. kr., og det må forventes at være i samme renteniveau som senest udstedt kapital for 1,35 mia. kr. med en rente som følger 3M CIBOR + 100 basispoint. Den fremtidige bank er således nødt til at udstede kapital og påtage sig denne yderligere omkostning. Det vil ligeledes gøre sig gældende for efterfølgende år, hvor NEP-kravet igen stiger. Omvendt er det en udgift som kommer for Spar Nord, uanset om de gennemfører opkøbet eller ikke.

15.1 Risikovægtede poster

Spar Nord er fra 2019 blevet et SIFI-pengeinstitut. Med udpegningen som SIFI-pengeinstitut følger øget kapitalkrav, men det giver også mulighed for at opgøre de risikovægtede poster efter andre metoder. Som en del af Basel II-reglerne får store kreditinstitutter netop mulighed for at beregne deres risikovægtede poster efter egne metoder. Det betyder, at Spar Nord har valgt at overgå til at opgøre kreditrisiko efter IRB-metoden, som har til formål at få den reelle risiko og opgjorte risiko til at passe sammen. Metoden har historisk set vist, at det bidrager til en betydelig nedbringelse af de opgjorte risikovægtede poster. Effekten af ændringerne har vist, at overgangen til IRB-metoden gør, at man gennemsnitligt har kunnet nedjustere de risikovægtede poster med 20 %. Det er netop denne nedgang, som eks. Sydbank havde (Kraka, 2013).

Det forventes ligeledes, at Spar Nord også efter opkøbet af Vestjysk Bank kan opnå samme ændring i opgørelsen. Det tager dog 3 år, før ændringen er fuldt implementeret, men her tages der udgangspunkt i, at ændringen er gennemført med fuld effekt fra start.

I opgørelsen af de risikovægtede poster for henholdsvis Spar Nord og Vestjysk Bank er der lavet et forecast på, hvordan udviklingen vil være frem til 2020.

Tabel 17: Forventet risikoeksponering i 2020 for Vestjysk Bank og Spar Nord

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
VB samlet risikoeksponering	16.739	16.066	14.969	14.223	14.316	13.832
VB samlet risikoeksponering indeks	100	96	89	85	86	83
SN samlet risikoeksponering	18.854	48.694	49.546	53.859	55.963	57.856
SN samlet risikoeksponering indeks	100	105	107	116	120	124
Samlet risikoeksponering	35.592	64.760	64.515	68.082	70.279	71.687

Kilde: Egen tilvirkning pba. årsrapporter fra Vestjysk Bank og Spar Nord

Som tabellen viser, vil der samlet efter opkøbet være risikovægtede poster for i alt 71.687 mio. Som tidligere belyst overgår banken til at opgøre risikoen ved IRB-metoden, og det forventes at have en effekt, hvor man vil kunne nedjustere til 80 % af den nuværende risikoeksponering.

Tabel 18: Effekter af overgang til IRB-metoden

	Standardmetoden	IRB (80%)
SN risikovægtede poster	57.856	46.284
VB risikovægtede poster	13.832	11.066
Samlet risikovægtede poster	71.687	57.350

Kilde: Egen tilvirkning pba. årsrapporter 2019 fra Vestjysk Bank og Spar Nord

Ved indregning af effekten ved benyttelse af IRB-metoden, vil de risikovægtede poster forventeligt kunne beregnes til 57.350 mio. for den fremtidige bank.

Isoleret set ville ændringen i opgørelsesmetoden betyde en positiv indvirkning på kapitalforholdene på 4,47 %-point. Der vil således ved denne ændring være en overdækning for den samlede bank på 7,85 %.

Den operationelle risiko beregnes for Spar Nord efter basisindikatormetoden. Ved metoden beregnes 15% af de seneste 3 års gennemsnit af nedenstående, herved fås

den samlede operationelle risiko ved at dividere basisindikatoren med søjle 1-kravet på 8% (Andresen, 2017, s. 231).

+ Renteindtægter
- Renteudgifter
+ Udbytte af aktier m.v.
+ Gebyrer og provisionsindtægter
- Afgivne gebyrer og provisioner
+/- kursreguleringer
+ Andre driftsindtægter
= Basisindikatoren

Vores analyse omkring synergieffekter ved Spar Nords opkøb af Vestjysk Bank går primært på, hvilke omkostningssynergier der vil opstå. Da disse ikke beregnes med i basisindikatormetoden, giver det ikke anledning til at vurdere yderligere på, hvorvidt det kan give en ændring i de samlede risikovægtede poster.

Markedsrisikoen er ligeledes en stor risikopost i den nye samlede bank. Der kigges dog ikke her nærmere på, hvilke ændringer der kan opstå i forbindelse med et opkøb. Det antages dog, at VaR for den samlede bank kan blive forbedret, da der kan skabes større diversifikation på tværs af aktivklasser (Andresen, 2017, s. 100-103).

Opgørelsen af de risikovægtede poster er blot for at belyse nogle af de ændringer og effekter, der også vil kunne følge af et opkøb. Det er ikke medregnet i fremtidige kapitalforhold samt vurdering af nøgletal, da opgaven tager udgangspunkt i at optimere Spar Nord ved et opkøb. Effekten af at overgå til IRB, hvor Spar Nord isoleret set kan nedbringe samlede risikovægtede poster med 11.571 mio., ville være kommet uanset.

15.2 Delkonklusion – Kapitalforholdsanalyse fremtidig bank

Den fremtidige banks kapitalforhold er også efter opkøbet tilstrækkelige. Der er fortsat en god overdækning på kapital, og analysen har vist, at der kan optimeres på kapitalsammensætningen. Der kan både indfries noget eksisterende kapital og udstedes ny kapital til lavere pris. Der er et behov for, at der for fremtiden skal udstedes yderligere NEP-kapital for at leve op til kravene.

Det blev yderligere analyseret, hvorvidt ændringer i metoden for risikoopgørelse kan få en betydning for fremtiden. Ved at overgå til IRB kan de risikovægtede poster nedsættes med 14.338 mio. kr., som betyder et mindre behov for kapital på 4,47 %. En stor del af denne ændring vil dog komme uanset om opkøbet gennemføres eller ej, hvorfor den ikke er medregnet i fremtidige synergieffekter.

16. Værdiansættelse af den samlede bank

Det følgende afsnit har til formål at beregne, hvorledes værdien af den samlede bank vil se ud efter et opkøb. Her vil tallene fra de to banker blive sammenlagt og værdien af de opnåede synergibesparelser, vil blive omsat til en merværdi. Afsnittet skal således via samme modeller som tidligere, afklare hvor meget merværdi opkøbet skaber for aktionærerne ud fra en teoretisk tilgang.

Den samlede bid premium ved købet af Vestjysk Bank var jf. afsnit 13, på 1.129 mio. kr. svarende til en merpris på 40 % til Vestjysk Banks aktionærer. Hvorvidt denne ekstra pris kan vurderes at være en god eller dårlig case for Spar Nords aktionærer, hviler på hvilke positive effekter opkøbet vil ventes at kaste af sig.

16.1 Excess return model

For at teste hvorvidt købet skaber merværdi, vil vi fastholde samme værdiansættelsesmodel som tidligere i form af excess return model. Modellen baseres nu på den samlede banks tal.

For den samlede bank, beregnes med følgende forudsætninger:

- Indtjening: ROE pba. egne budgetforudsætninger for år 2020 fra begge banker = 776 mio. kr. + ekstra indtjening via samlede synergier på 153 mio. kr. svarende til i alt 903 mio. kr. ROE derved 8,25 %
- Indtjeningsvækst: Vækstraten sættes til 2,25 %, hvilket begrundes med den forholdsommæssige indtjeningsvækst som Spar Nord vil kunne bidrage med på 3 %, da de har haft vækst i toplineposterne. Indtjeningsvækstbidraget fra Vestjysk Bank vurderes ikke at være tilstede, idet de har været drevet af besparelser, som nu allerede er indregnet i synergieffekterne og derved ikke medtages igen.
- Terminalperioden: ROE fastsat til 6 % + værdi af synergier med 153 mio. kr. svarende til ROE 7,15 %. Væksten i terminalperioden fastholdes ud fra samme samfundsforudsætninger, som tidligere, på 1,5 %.
- Prisen for egenkapitalen: Denne er beregnet som et vægtet forhold mellem Spar Nords K_e og Vestjysk Banks k_e , hvilket giver 5,14 %
- Initial investeringsbeløb: Denne er baseret på regnskabsbudgettet, hvor den egentlige kernekapital er opgjort til 10.951 mio. kr.

- De samlede engangsomkostninger på 62,3 mio. kr. udelades af selve modellen, da disse ikke er nærmere periodiseret. De vil i stedet blive fratrullet den endelige værdi.

Tabel 19: Værdiansættelse af den samlede bank jf. excess return model

ROE =	8,25% Baseret på egne forudsætninger, som viser nettoresultat for 2020 på 903 mio. kr.					
Retention Ratio =	60,00% Baseret på Spar Nord finansielle målsætning, udlodning 30-50 %					
Expected growth rate =	2,25% Baseret på egne forudsætninger					
Pris for egenkapital =	5,14% Vægtet pris af egenkapitalen fra de to banker					
	2020	2021	2022	2023	2024	
	1	2	3	4	5	Terminal år
ROE efter skat og renter til hybrid kap	903.000.000 kr.	923.317.500 kr.	944.092.144 kr.	965.334.217 kr.	987.054.237 kr.	956.419.981 kr.
- Pris for egenkapital (CAPM)	562.881.400 kr.	590.729.920 kr.	619.205.032 kr.	648.320.833 kr.	678.091.741 kr.	688.263.117 kr.
Overskydende indtjening	340.118.600 kr.	332.587.580 kr.	324.887.112 kr.	317.013.384 kr.	308.962.496 kr.	268.156.864 kr.
Terminal værdi af ROE-CAPM					7.366.946.810 kr.	
Akkumuleret pris for egenkapital	1,05140	1,10544	1,16226	1,22200	1,28481	
Nutidsværdi	323.491.155 kr.	300.863.901 kr.	279.530.091 kr.	259.421.345 kr.	5.974.340.504 kr.	
Startværdi egenkapital	10.951.000.000 kr.	11.492.800.000 kr.	12.046.790.500 kr.	12.613.245.786 kr.	13.192.446.316 kr.	13.390.333.011 kr.
Pris for egenkapital (CAPM) i %	5,14%	5,14%	5,14%	5,14%	5,14%	5,14%
Pris for egenkapital (CAPM)	562.881.400 kr.	590.729.920 kr.	619.205.032 kr.	648.320.833 kr.	678.091.741 kr.	688.263.117 kr.
ROE i %	8,25%	8,03%	7,84%	7,65%	7,48%	7,14%
ROE efter skat og renter til hybrid kap	903.000.000 kr.	923.317.500 kr.	944.092.144 kr.	965.334.217 kr.	987.054.237 kr.	956.419.981 kr.
Udbyttebetaling i %	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%
Udbyttebetaling	361.200.000 kr.	369.327.000 kr.	377.636.858 kr.	386.133.687 kr.	394.821.695 kr.	
Indtjening til konsolidering	541.800.000 kr.	553.990.500 kr.	566.455.286 kr.	579.200.530 kr.	592.232.542 kr.	
Initial egenkapital =	10.951.000.000 kr.		Spar Nord aktieværdi ved samme model		94,93 kr.	
PV af ROE - CAPM =	7.137.646.995 kr.		Samlet bank aktieværdi		100,71 kr.	
- Engangsomkostninger ved opkøb	62.300.000 kr.					
Værdi af virksomhed =	18.026.346.995 kr.		Upside		6,09%	
Antal aktier =	178.996.599					
Værdi pr. aktie =	100,71 kr.					

Kilde: Egen tilvirkning pba. (Damodaran, 2013, s. 10-14)

Af ovenstående beregning fremkommer en aktieværdi pr. aktie på 100,71 kr. Antallet af aktier er fundet ved: Spar Nord nuværende antal aktier + aktieudstedelse ved emission = 178.996.599 styk aktier.

Ved tidligere beregning af Spar Nord alene viste samme model en værdi på 94,93 kr. pr. aktie. Forskellen på den nye værdi pr. aktie og den tidligere er = 6,09 kr. pr. aktie.

Opstillet ved den samlede værdi af virksomhederne kan den samlede merværdiskabelse, sammenlignet med hver af bankernes stand alone-scenarier, opstilles ved nedenstående tabel:

Tabel 20: Værdiskabelse ved den samlede bank via excess return model

	Spar Nord	Vestjysk Bank	Ændring	Samlet bank
Initial egenkapital	8.380.000.000 kr.	2.513.000.000 kr.	58.000.000 kr.	10.951.000.000 kr.
PV af ROE - CAPM =	3.296.133.214 kr.	156.848.740 kr.	3.684.665.042 kr.	7.137.646.995 kr.
Værdi af virksomhed	11.676.133.214 kr.	2.669.848.740 kr.	3.680.365.042 kr.	18.026.346.995 kr.
Antal aktier	123.002.526	895.981.517	-839.987.444	178.996.599

Kilde: Egen tilvirkning.

Af tabellen vises den merværdi, som vi kan omsætte de samlede årlige synergibesparelser på 153 mio. kr. i forhold til Spar Nord og Vestjysk Bank hver for

sig. Således skabes en merværdi af excess return på ca. 3.685 mio. kr. før engangsomkostninger, hvilket ud fra en forsimplet teoretisk tilgang og jf. modellen kan konkluderes at være den merværdi, som skabes til aktionærerne ved opkøbet.

Korrektionen af egenkapitalen tillægges i denne sammenhæng ikke værdi, idet den alene er ændret grundet tekniske årsager ifm. opkøbet.

16.2 Gordons vækstformel

Værdisætning jf. excess return model ønskes igen understøttet ved hjælp af Gordons vækstformel. Her beregnes med samme forudsætninger som tidligere, blot med tallene for den samlede bank til brug for sammenligningen. Forudsætningerne fremgår nedenfor:

- Indtjening pr. aktie = 5,04 kr. Baseret på budget for år 2020 for den samlede bank.
- Dividendesats: Beregnet jf. tidligere udregning = $1 - (g + \text{buffer} / \text{ROE})$. Hvor væksten fortsat er 1,5 %. Der indsættes en kapitalbuffer til konsolidering på 2 %. Samlet bank dividendebetaling = 58 %.
- K_e er fastsat ifølge CAPM som en vægtet pris mellem Spar Nord på 4,90 % og Vestjysk Bank på 5,94 % = 5,14 %
- Engangsomkostninger ifm. opkøbet er ikke medtaget i formlen, og skal således igen fratrækkes. Omkostningerne svarer til en reduktion på 0,35 kr. pr. aktie.

$$\text{Samlet bank aktieværdi} = \frac{5,04 \text{ kr.} \cdot 58 \%}{(5,14 \% \cdot 1,50 \%)} - 0,35 \text{ kr.} = 80,65 \text{ kr. pr. aktie}$$

Hvis vi omregner de fundne aktieværdier jf. Gordons vækstformel, og omregner dem til samlede værdiansættelser hver for sig, kan værdien af de samlede synergieffekter beregnes som følgende:

Tabel 21: Værdiskabelse ved samlet bank ved Gordons vækstformel

	<i>Spar Nord</i>	<i>Vestjysk Bank</i>	<i>Ændring</i>	<i>Samlet bank</i>
Værdi pr. aktie	70,34 kr.	2,68 kr.		80,65 kr.
Antal aktier	123.002.526	895.981.517	-839.987.444	178.996.599
Værdi af virksomhed	8.651.997.679 kr.	2.401.230.466 kr.	3.382.847.565 kr.	14.436.075.709 kr.

Kilde: Egen tilvirkning.

Således kan vi se at der skabes en merværdi ifølge Gordons vækstformel, på i alt 3.382 mio. kr. Formlen værdiansætter den samlede bank til en kurs pr. aktie på 80,65 kr.

Hvorvidt kursen på 100,71 kr. jf. excess return model og 80,65 kr. jf. Gordons vækstformel vurderes at være korrekte, forholder vi os fortsat skeptiske overfor. Hvis man eksempelvis omregner den merværdi ved fusionen, som skabes ud fra excess return modellen, på 3.685 mio. kr. og sammenligner med den årlige gevinst herved, kan følgende multipel opstilles:

$$\text{merværdi jf. excess return model} / \text{årlige synergieffekter} = 3.685 \text{ mio. kr.} / 153 \text{ mio. kr.} = 24,08.$$

Det vil sige, at modellen reelt ganger den årlige gevinst med en faktor på ca. 24 gange, hvilket er en faktor der ligger betydeligt over de pris/indtjeningsfaktorer, som bankerne i øvrigt handles til jf. tabel 10. Samme faktor ved Gordons vækstformel er på 22,5 gange. Forholdet viser også, at modellerne reelt tilbagediskonterer nutidsværdien af synergieffekterne i for lang en fremtid med en for lav faktor. Igen en indikator for at K_e kan være fastsat for lavt, og at markedsrisikopræmien til banksektoren derved reelt er højere end 5,20 %.

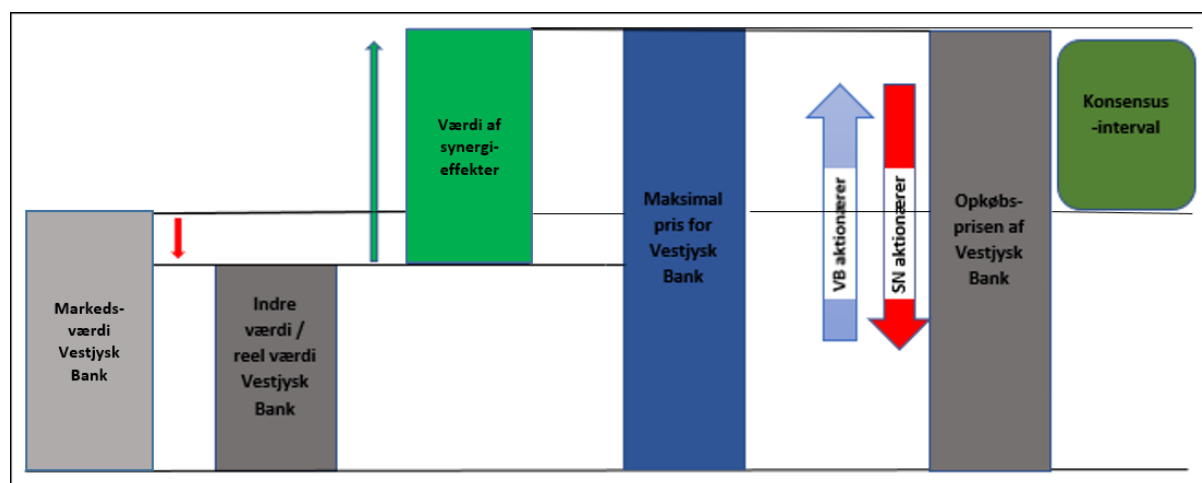
Omvendt må det dog være indiskutabelt, at der skabes en betydelig merværdi ved et sådan opkøb under de givne forudsætninger. Denne merværdi kommer således bankens aktionærer til gode og stiller dem styrket med hensyn opfyldelsen af de langsigtede afkastforventninger. Som nævnt vil vi afslutningsvis i opgaven diskutere nærmere, hvorvidt de fundne værdier og priser, vurderes attraktive set fra både Spar Nord og Vestjysk Banks side.

17. Diskussion

17.1 Den "rigtige" pris set fra både Spar Nord og Vestjysk Bank

Denne del af diskussionsafsnittet har til formål at se på hvilke faktorer, der skal tages højde for i forhold til prisen ved et muligt opkøb af Vestjysk Bank. Diskussionen vil tage udgangspunkt i de tidligere fundne værdiansættelser, og desuden i den fastlagte opkøbspris for Vestjysk Bank, som vi tidligere fastlagde. Tilgangen til opkøbet i denne del af diskussionen, baseres ud fra nogle forholdsvist rendyrkede shareholderbaserede tilgange og har således fokus på den økonomiske del af opkøbet.

Figur 18: De bagvedliggende faktorer ved valg af opkøbspris



Kilde: Egen tilvirkning med inspiration fra (Gianfrate, G. et al., 2014, s. 41).

Af ovenstående figur er det illustreret, hvilke faktorer der i corporate finance sammenhæng gør sig gældende og har afgørende betydning for et succesfuldt forløb ifm. et muligt opkøb. Af den første grå søjle finder vi Vestjysk Banks markedsværdi. Denne er opgjort pr. 2. januar 2020 til 2.813 mio. kr. Af den næste søjle har vi forsøgt at teste bankens reelle værdi (mørkegrå søjle), som jf. excess return model kunne beregnes til 2.670 mio. kr. og via Gordons vækstformel til 2.401 mio. kr. – derved en lavere værdi end Vestjysk Banks markedsværdi og således illustreret ved et fald i værdien.

Værdien af de samlede synergieffekter (grøn søjle) kunne ved årlige synergier på 153 mio. kr. medføre betydelige værdistigninger, da denne ekstra indtjening havde meget kraftig effekt på værdiansættelsen af den samlede bank. Ved hjælp af excess return model fandt vi en effekt på 3.685 mio. kr. og ved Gordons vækstformel på 3.382 mio.

kr. således markante stigninger, som vi dog fortsat forholder os skeptiske til. Omvendt fremgår det dog entydigt, at de årlige synergier vil have betydelig effekt på værdien.

Hvorvidt man når frem til den rette pris, der bør betales for de opnåede synergier, vil således blive en afvejning af muligheden for at købe "billig" vækst og afvejningen af at få sælgers accept. Dette område er synliggjort ved den mørkegrønne kasse, som vi har kaldt "konsensusinterval", hvilket er udtryk for det vindue, hvor køber og sælger ud fra en økonomisk betragtning kan nå til enighed. Sælger ønsker højest mulige pris og køber lavest mulige pris (illustreret ved de to modsatrettede pile, henholdsvis Vestjysk Banks og Spar Nords aktionærer).

Opgavens udgangspunkt var en opkøbspris på 40 % over markedskursen, svarende til kurs 4,4 hvilket værdiansætter Vestjysk Bank til en værdi på 3.942 mio. kr. Hertil skal Spar Nord tage højde for de engangsomkostninger, som vil være forbundet med opkøbet på 62,3 mio. kr. Denne omkostning kan forsimplet sammenlignes med en kurtagesats som ved aktiehandel. "Kurtagen" kan her omregnes til 1,58 % af købsprisen. Der skal desuden tages højde for usikkerheden i tallet.

Den helt store value driver i casen er de opnåede synergieffekter. Også disse bør betragtes med stor forsigtighed. Jf. Bechmann (2018), opnås de forventede omkostningssynergier kun i 36 % af de historiske opkøbstilfælde blandt børsnoterede virksomheder. Desuden findes der historisk set forskellige studier, som når frem til, at opkøb skaber mere værdi for den opkøbte virksomhed, end for den købende virksomhed. Denne historik viser, at den opkøbte virksomhed i gennemsnit oplever en værdistigning på ca. 30 % ved opkøb. Omvendt er der for den opkøbende virksomhed typisk ikke skabt noget afkast til aktionærerne ved et opkøb (Bechmann K. L., 2018). Faktisk kan der, historisk set ifl. Gup & Kolari (2005), ventes mindre fald i størrelsesorden 1-2 %.

Det vil betyde at vi forventet, ud fra det empiriske grundlag fundet via Bechmann samt Gup & Kolaris analyser, ikke vil skabe merværdi for Spar Nords aktionærer isoleret set ved gennemførsel af købet. Det vil således alene være Vestjysk Banks aktionærer, der opnår økonomisk gevinst ved transaktionen. En gevinst som for dem vil være 10 %-point over det historiske niveau, som Bechmann (2018) har fundet.

På den anden side kan der argumenteres for at den pris, som Spar Nord betaler på: *1.129 mio. kr. i bid premium ift. markedskursen + afholdelse af engangsomkostninger*

for 62,3 mio. kr. = 1.191,3 mio. kr. ligger langt under de værdier, som vi ved brug af værdiansættelsesmetoderne fandt frem til, at der skabes i samlet merværdi ved opkøbet. Således vil den teoretiske tilgang til opkøbet (baseret på excess return model og Gordons vækstformel) nå frem til, at Spar Nord køber Vestjysk Bank billigt, og derved vil handlen også tilgodese Spar Nords aktionærer – endda betydeligt.

Ud fra en teoretisk baseret tilgang og med udgangspunkt i den fundne værdi ved excess return for den samlede bank i tabel 20, vil Spar Nords aktiekurs, alt andet lige, stige med den værdi, man opnår fratrullet den pris, man betaler⁶. Gevinsten kan beregnes ved:

Spar Nord markedsværdi inden køb fratrullet bid premium og engangsomkostninger tillagt merværdi ved opkøbet jf. excess return model = 8.094 mio. kr. – 1.129 mio. kr. – 62,3 mio. kr. + 3.685 mio. kr. = 10.587 mio. kr.

Den samlede værdi for Spar Nords aktionærer kan derved omregnes til en aktieværdi grundet opkøbet på 10.587 mio. kr. fordelt på 123.002.526 stk. aktier giver således en aktiekurs på 86,07 kr. og således en opnået gevinst på 31 % målt imod markedskursen inden opkøbet.

17.2 Vestjysk Bank – salg til den rigtige pris

Hvorvidt en salgspris, som ligger 40 % over deres aktuelle markedskurs, (pr. 2. januar 2020) vurderes attraktivt for Vestjysk Banks aktionærer, kan betragtes forskelligt.

Vi fandt ved hjælp af værdiansættelsesmetoderne at Vestjysk Bank i dag, i modsætning til Spar Nord, handels til en kurs, som ligger over, hvad den teoretisk betragtet bør handles til. Dette er også synliggjort i figur 18, hvor vi kan se at markedsværdien er højere end den reelle/teoretiske værdi af banken. Vi fandt af Bechmanns (2018) analyser at opkøb historisk har givet en merværdi for det opkøbte selskabs aktionærer på 30 %, og jf. Gianfrate, G. et al. (2014) har den historiske bid premium ligget på i gennemsnit 23 %. I det perspektiv vurderes en merpris på 40 % at være attraktivt, specielt når det tages i betragtning, at bankens kurs allerede er blevet løftet i 2019 med 59,7 % mod banksektorens gennemsnit på 7,6 %. Dette løft begrundes primært med opkøbsrygterne fra Arbejdernes Landbank (Børsen, 2019b).

⁶ Baseret på markedsefficiens i den stærke form (Christensen, 2014, s. 32) og desuden forudsat Vestjysk Banks markedsværdi = fair value.

På den anden side fandt vi, at Nordjyske Bank i forbindelse med fusionen med Ringkjøbing Landbobank fik en pris / bid premium, som lå 55 % over kursen inden opkøbsrygterne. Ud fra det argument bør Vestjysk Bank omvendt forholde sig til, om man kan opnå en bedre pris ved salg til anden side.

Vestjysk Bank kan også overveje, om de er bedre stillet i et stand alone-scenarie. Vi fandt af performanceanalyserne for den fremtidige bank, at Vestjysk Bank vil opnå en bedre ROE ved opkøbet. Omvendt blev det også tydeliggjort, at dette primært kunne forklares ved en højere gearingseffekt, idet ROA reelt vil falde for Vestjysk Bank ved opkøbet. Det er således i høj grad Vestjysk Bank, der sammenholdt med de opnåede synergieffekter, er med til at gøre den samlede bank mere rentabel og omkostningseffektiv og på den måde skabe den samlede banks forbedrede performance.

Vores vurdering i denne opgave er dog, at prisen økonomisk set må forventes at kunne accepteres blandt Vestjysk Banks aktionærer. Prisen er 40 % over markedskursen, og markedskursen er reelt blevet løftet markant gennem hele 2019 ved opkøbsrygterne. Derved vurderes den reelle bid premium faktisk også at overgå den præmie, som eksempelvis Ringkjøbing Landbobank betalte for Nordjyske Bank.

17.3 Spar Nord – køb til den rigtige pris

Ved at betragte opkøbet både ud fra en empirisk tilgang og en teoretisk tilgang, når man frem til forskellige konklusioner på, hvorvidt opkøbet er et godt køb.

Teorien når frem til at opkøbet sker billigt og vil ud fra excess return model, alt andet lige, give Spar Nords aktionærer en værdistigning på 31 % blot ved gennemførsel af opkøbet under de givne forudsætninger.

Omvendt fortæller empirien, (Bechmann K. L., 2018) (Gianfrate, G. et al., 2014) at en merpris på 40 % ift. markedskursen, som allerede er blevet løftet i år 2019 af opkøbsrygter fra Arbejdernes Landsbank, kan synes dyrt.

Vælger man at betragte de opnåede værdier målt op mod den anvendte investering, kan forrentningen opgøres ved: *Opnåede synergieffekter 153 mio. kr. / (Merpris Vestjysk Bank 1.129 mio. kr. + engangsomkostninger 62,3 mio. kr.) = 12,85 %*. Vælger man at sammenligne dette resultat med ROE for Spar Nord, ligger tallet

markant over det forventede for 2020 på 6,96 %. Betragter man tallet under antagelse af, at investeringen som minimum skal give en forrentning på 9 % (svarende til toppen af intervallet for Spar Nords finansielle målsætning for ROE), vil det kunne bære en samlet investering på 1.696 mio. kr. Ud fra denne betragtning handles Vestjysk Bank derved billigt ved en investering på 1.191,3 mio. kr. inkl. engangsomkostninger. Omregnet til pris/indtjening svarer købet til en pris værdi på: $1.193,3 \text{ mio. kr.} / 153 \text{ mio. kr.} = 7,78 \text{ kr.}$

Efter vores vurdering skal man være påpasselig med for lange diskonteringer af de fremtidige synergieffekter, som eksempelvis findes via excess return model og Gordons vækstformel. En for lang fremdiskontering af investeringen mener vi er risikabelt, da bankmarkedet som helhed kan blive udfordret i fremtiden. Her bør der tages højde for øvrige udefrakommende risici som eksempelvis: negativt rentemiljø, disruption af sektoren grundet den teknologiske udvikling, flere reguleringskrav, øgede udgifter til compliance-området herunder hvidvask og evt. yderligere udefrakommende udfordringer.

At man betaler 7,78 kr. pr. opnået merindtjening som følge af synergieffekter, virker fortsat attraktivt, da der netop er tale om varig opnået merindtjening. Sammenligner man med Spar Nord i dag som helhed, handles aktien til pris/indtjening på 9,81 kr.

Vælger man omvendt ikke at gennemføre opkøbet, vil Spar Nords fremtidige performancetal blive udfordret. Et forventet ROE på 6,96 % viser tydeligt, at der ikke er udsigt til de samme rekordregnskaber som i de forgangne år. Der kan ikke forventes indtægter fra frasalg af kapitalandele, ekstraordinært høje kursgevinster, ekstraordinært høje gebyrindtægter som følge af konverteringsbølger og samtidig stort set ingen nedskrivninger. Fremskrives ROE yderligere frem i tiden, er det svært at forestille sig, at ROE vil skulle stige. Konsolideringen i banken sker i kraftigere grad, end man kan øge sin indtægtsbase og eksponeringer, hvorved det kan blive udfordrende at generere tilfredsstillende forretning, målt ved ROE, i fremtiden.

Ved opkøb af Vestjysk Bank købes en bank, som ud fra performancetallene er mere lønsom. Desuden vil investeringen ved opkøbet, ud fra en isoleret betragtning, løfte forrentningen med et bidrag på 12,85 %. Begge dele er med til at gøre, at den fremtidige ROE vil øges fra 6,96 % til 8,25 %, og ROA løftes fra 0,59 % til 0,75 %. En sådan stigning på 1,29 %-point i forrentning af egenkapitalen er af meget kraftig

betydning for investorerne, og det har således en stor betydning på værdien af den samlede bank i fremtiden.

17.4 Opmærksomhedspunkter og strategi

Uanset om der vurderes en fornuftig forretningscase ved opkøbet eller ej, er det nødvendigt, at der tages højde for eventuelle udfordringer, der kunne opstå som følge af en række af Vestjysk Banks interesser. Især Arbejdernes Landsbank bør nævnes som en afgørende brik i spillet om at realisere opkøbet. Ved udgangen af 2019 bekræftede Arbejdernes Landsbanks topchef, Gert Jonassen, at deres ejerandel nu var over 32 % og dermed nærmede sig et niveau, hvor der er krav om pligttilbud om opkøb. Hvis Arbejdernes Landsbank ikke ønsker opkøbet fra Spar Nord, er de dermed i en position, hvor de nærmest egenrådigt kan afværge opkøbsplanerne. Ifølge Vestjysk Banks vedtægter skal der et stemmeflertal på minimum 2/3 til en beslutning om at opløse banken, hvilket der reelt vil være tilfældet, hvis banken lod sig opkøbe af Spar Nord. Dermed ville det kræve opbakning fra samtlige andre aktionærer i Vestjysk Bank for at kunne trumfe beslutningen igennem, hvilket ikke vurderes realistisk.

Det foretrukne scenarie vil være, at alle storaktionærgrupper i Vestjysk Bank stemmer for opkøbet. Nykredit forventes at bakke op om opkøbsscenariet, hvis blot forretningscasen styrker deres egen position. Samme shareholderorienterede tilgang forventes af AP Pension, der forventeligt ikke har andre motiver i deres ejerskab end blot at medvirke til høje afkast til deres kunder (og samtidigt ejere).

Arbejdernes Landsbank vil også have interesse i at deltage i aktiviteter, der kan forbedre deres egen stilling og investering. For Spar Nord er der dog nogle politiske interesser, der er væsentlig at tage højde for. Bestyrelsesmedlem i Arbejdernes Landsbank, Lizette Risgaard, har tidligere udtalt i et interview med Finanswatch, at hun ikke mener, man bør købe Vestjysk Bank. Den officielle holdning fra hende er, at strategien med deres store ejerskab af Vestjysk Bank ikke er et opkøb, men at agere som en hjælpende hånd – naturligvis under forudsætning af, at det fortsat er en god investering for banken (FinansWatch, 2019b).

Selvom Lizette Risgaard ikke kan udtale sig på vegne af den resterende del af bestyrelsen og de øvrige ejere af Arbejdernes Landsbank, må opkøbsstrategien fra Spar Nord, som udgangspunkt, baseres på den information der for nuværende kendes

til. Derved at Arbejdernes Landsbank i udgangspunktet ikke har planer om et opkøb, men føler at deres ejerskab i Vestjysk Bank både handler om at agere hjælpende hånd, samtidigt med at være en fornuftig investering.

Investeringscasen har i denne opgave vist sig som værende fornuftig. Den forventede performance forbedres, og det vil påvirke storaktionærerne i Vestjysk Banks aktieandele positivt. Arbejdernes Landsbank har dog ikke samme klassiske shareholderorienterede tilgange som henholdsvis AP Pension og Nykredit forventeligt har.

De forventes i kraft af deres ejerkreds, som primært værende fagforbund eller aktionærer med tilknytning hertil, ikke at kunne lægge navn til at deltage i et opkøb, der kynisk afskeder lønmodtagere og effektiviserer markant, uanset pris. Derfor må det forventes at være nødvendigt for Spar Nord at tilgå opkøbet med en række tilrettede vilkår for alle interessenterne, herunder især medarbejdere, der udviser ansvarlighed og ordentlighed. Eksempelvis i form af naturlige medarbejderafgange, hvor der frivilligt tilbydes fratrædelsesordninger, eller afventes fratrædelser og pensioneringer – altså en form for ansættelsesstop de steder hvor det giver mening.

En anden udfordring for Spar Nord kan blive deres vedtægtsbestemmelser omkring stemmeretsbegrænsningen på maks. 20.000 aktier. Derved vil eks. Nykredit ikke få mere magt, selvom de ved et opkøb vil øge deres aktiepost markant i Spar Nord. Institutionelle investorer som eks. AP Pension kan også have en aversion til denne skæve magtfordeling, som netop ikke var til stede i Vestjysk Bank.

Branchen for pengeinstitutter er, som tidligere belyst, en meget reguleret branche, hvor der bliver stillet krav fra mange forskellige områder, bl.a. fordi det er en helt central funktion af vores samfund. Compliance er et udtryk, som i den grad har fundet sin vej til bankerne. Som en del af compliance sætter det enormt høje krav til at sikre, at alle områder inden for bankforretningen går efter reglementet. Som følge af det øgede fokus på compliance bruges der enormt mange, både økonomiske og menneskelige ressourcer, på at leve op til kravene. Det er krav, som fortsat bliver mere og mere komplekse. Det kræver en god struktur i virksomheden, stiller større krav til IT-systemer, datadisciplin og en masse andre områder. Det er selvsagt nemmere for en stor bank at finde ressourcer og udvikle systemer og procedurer, som kan håndtere

compliance-området. Det kan være en af årsagerne til, at udviklingen i antallet af pengeinstitutter i Danmark er gået fra 219 i år 1991 til 65 i 2018 (Finans Danmark, 2018). Selvom compliance-området blot er en af forklaringerne, bliver en bank af Vestjysk Banks størrelse nødt til at have øje for dette, når de beslutter sig for en fremtidig strategi.

Lykkes det for Spar Nord at udforme et veltilrettelagt tilbud til Vestjysk Banks aktionærer, vurderes muligheden for opkøbet realistisk. Det er afgørende at tilbuddet dels vurderes økonomisk attraktivt, og dels fra et politisk synspunkt vurderes attraktivt for Arbejdernes Landsbanks aktionærer.

18. Konklusion

Indledningsvis mener vi at have fundet klare tegn på, at Spar Nord ønsker at benytte sig af opkøb til at skabe vækst og værdi for aktionæerne. Spar Nord har historisk lykkedes og mislykkedes med opkøb i flere forskellige tilfælde.

På baggrund af Spar Nords tidligere mislykkedes erfaringer med opkøb, fandt vi ved hjælp af en trinvis analyse frem til at Vestjysk Bank som opkøbssemne. Primært grundet størrelsen, geografien og stemmeretsforholdene kunne Vestjysk Bank være et velbegrundet bud på en kandidat til et opkøb.

Interessentanalysens fokus har været på de primære interessenter i opkøbssammenhæng. Her vurderes aktionæerne i Vestjysk Bank at blive af helt afgørende betydning, hvor Arbejdernes Landsbank som største aktionær, stort set på egen hånd, vil kunne afgøre Vestjysk Banks fremtidige selvstændighed.

Af regnskabsanalysen for perioden 2015-2019 kan vi se, at Spar Nord har haft en stabil performance målt ved ROE, ROA og RORWA, mens Vestjysk Bank grundet omkostningsoptimering, markant fald i nedskrivninger og højere rentemarginal har formået at løfte deres performance markant over perioden, så de i dag performer bedre end Spar Nord. Ser vi på aktivsammensætningen i de to banker, er de meget ens, hvilket medfører samme renterisiko på aktiverne. Den samlede kapital er billigere i Spar Nord end Vestjysk Bank, hvor forskellen belyses ved brug af WACC.

Af kapitalkravsanalysen for begge banker findes det, at begge banker i dag overholder alle gældende krav jf. CRD-IV, og begge har solide kapitalbuffer over det krævede. Samtidig kan vi dog se at behovet for NEP-kapital vil være markant stigende frem mod år 2023.

Ved estimering af de økonomiske forhold ved opkøb af Vestjysk Bank findes årlige synergioptimeringer af omkostningerne for i alt 153 mio. kr. Effekten findes ved medarbejderreduktioner, reducere i filialnettet, IT-besparelser samt lavere kapitalomkostninger. Ved opkøbet vil der også være betydelige omkostninger af engangskaraktér, som medregnes i konsekvensvurderingerne.

Analysedelen omkring bankernes værdiansættelse fremkommer med forskellige resultater for de to banker. Værdiansættelsen er sket ved brug af Damodarans excess return model, og desuden understøttet af Gordons vækstformel og andre aktienøgletal.

Konklusionen pba. de teoretiske beregninger viser, at Spar Nord i dag handles under værdiansættelsen, mens Vestjysk Bank omvendt handles til en højere kurs end værdiansættelsen.

Vi har ud fra et empirisk grundlag fastsat opkøbsprisen af Vestjysk Bank til 40 % over den aktuelle markedskurs. Den reelle bid premium vurderes dog at være højere, da Vestjysk Banks aktiekurs allerede har oplevet markante stigninger i 2019 som følge af opkøbsrygter fra Arbejdernes Landsbank.

De økonomiske konsekvenser af opkøbet til den fastsatte pris vurderes for Spar Nord at være attraktive. De fremtidige performancenøgletal vil løftes betydeligt, hvilket også synes at være en nødvendighed for at kunne leve op til bankens egne finansielle målsætninger. Banken vil blive mere rentabel uden, at Spar Nord vil opleve betydelig forskel på deres balance- og udlånsfordelinger.

De fremtidige kapitalforhold vurderes fortsat tilstrækkelige, hvilket også baseres på forudsætningen om, at opkøbet sker ved at minimere den kontante afregning ved hjælp af aktieombytning og via. aktieemission. Ved den fremtidige overgang til IRB-metoden vil kapitalforholdene styrkes yderligere.

Den samlede værdiskabelse vil blive markant ved opkøbet. Ud fra samme beregningsprincipper som i analysen omkring værdiansættelse, finder vi, at der skabes betydelig merværdi. Denne merværdi vil teoretisk overgå den merpris, som betales for Vestjysk Bank. Vi finder dog modellernes output for optimistiske, men erklærer os dog enige i, at der skabes merværdi for Spar Nords aktionærer ved opkøbet. En merværdi som fortsat vil overstige den pris, som betales for Vestjysk Bank.

Hvorvidt Vestjysk Banks aktionærer vil medvirke til handlen, vurderes det, at Arbejdernes Landsbank med deres besiddelse på næsten 1/3 del af aktierne har helt afgørende betydning. De bliver således en nøgleaktør ift. handlen. Med baggrund i Arbejdernes Landsbanks ejerstruktur anbefales det at købstilbuddet, foruden prisen, også indeholder veltilrettelagte planer for især medarbejderreduktionen. De har selv udtalt, at deres ejerskab ikke er udtryk for ønske om overtagelse af banken. Formår Spar Nord at fremsætte et købstilbud som er acceptabelt for Arbejdernes Landsbank, vurderes det, at opkøbet vil kunne lykkes og blive en succes.

19. Figur- og tabeloversigt

19.1 Figurer

Figur 1: Finanstilsynets gruppeinddeling af Danske pengeinstitutter	s. 15
Figur 2: Filialoversigt over opkøbskandidaterne	s. 17
Figur 3: Filialoversigt for Spar Nord	s. 19
Figur 4: Stemmerettigheder for opkøbskandidaterne	s. 20
Figur 5: Sammenligning af egenkapitalforrentning	s. 30
Figur 6: Sammenligning af forrentning af de samlede aktiver	s. 31
Figur 7: Sammenligning af forrentning af de risikovægtede aktiver	s. 32
Figur 8+9: Andele af den samlede basisindtjening fratrukket nedskrivninger	s. 33
Figur 10: Primær basisindtjening forrentning af risikovægtede aktiver	s. 34
Figur 11: Udvikling i bankernes rentemarginal	s. 36
Figur 12: Indtægtsfordeling i bankerne	s. 37
Figur 13: Omkostninger i forhold til indtægter	s. 38
Figur 14: Vægtede kapitalomkostninger	s. 42
Figur 15: Balancestruktur 2019 for Spar Nord og Vestjysk Bank	s. 43
Figur 16: Kapitalkrav for Spar Nord	s. 50
Figur 17: Kapitalkrav for Vestjysk Bank	s. 50
Figur 18: De bagvedliggende faktorer ved valg af opkøbspris	s. 90

19.2 Tabeller

Tabel 1: Opkøbskandidater målt på egenkapital	s. 16
Tabel 2+3: Indekstal for udviklingen i de væsentligste poster	s. 35
Tabel 4 – Ratio for fremmedkapital i forhold til samlede balance	s. 41
Tabel 5: Branchefordeling af udlån 2019 for Spar Nord og Vestjysk Bank	s. 44
Tabel 6: Rentefølsomhedsanalyse af Spar Nord	s. 46
Tabel 7: Rentefølsomhedsanalyse af Vestjysk Bank	s. 46
Tabel 8: Værdiansættelse af Spar Nord jf. excess return model	s. 56
Tabel 9: Værdiansættelse af Vestjysk Bank jf. excess return model	s. 58
Tabel 10: Aktienøgletal Spar Nord og Vestjysk Bank	s. 60
Tabel 11: Forventede samlede besparelser	s. 67
Tabel 12: Aktieombytning	s. 73
Tabel 13: Nøgletal ved opkøb	s. 75
Tabel 14: WACC ved opkøb	s. 77
Tabel 15: O/I ved opkøb	s. 78
Tabel 16: Udlånssammensætning ved opkøb	s. 79
Tabel 17: Forventet risikoeksponering i 2020 for Vestjysk Bank og Spar Nord	s. 83
Tabel 18: Effekter af overgang til IRB-metoden	s. 83
Tabel 19: Værdiansættelse af den samlede bank jf. excess return model	s. 87
Tabel 20: Værdiskabelse ved den samlede bank via excess return model	s. 87
Tabel 21: Værdiskabelse ved samlet bank ved Gordons vækstformel	s. 88

20. Referencer

- Andersen, I. (2013). *Den skinbarlige virkelighed - Vidensproduktion i samfundsvidenskaberne* (5 udg.). Frederiksberg: Samfundslitteratur.
- Andresen, J. J. (2017). I *Finansiel risikostyring* (2. udg.). København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag.
- AP Pension. (2020). *www.appension.dk*. Hentet fra <https://www.appension.dk/Om-AP-Pension/AP-Pension/Om-AP-Pension>
- Arbejdernes Landsbank. (2020). *www.al-bank.dk*. Hentet fra <https://www.al-bank.dk/om-banken/fakta-og-historik/ejerforhold>
- Bakka, J., & Fivesdal, E. (2019). *Organisationsteori - Struktur, Kultur og Processer* (7 udg.). København: DJØF Forlag.
- Bechmann, K. L. (2018). Virksomhedsopkøb, børsnoteringer. *Finans/Invest*, 2018/2, 1-5, 11, 18.
- Bechmann, K. L., & Raaballe, J. (2010). Stemme- og ejerbegrænsninger i danske banker. *Finans/invest*(2010/3), 19-27.
- Bekendtgørelse. (2016). BEK nr 1026 af 30/06/2016. *Bekendtgørelse om ledelse og styring af pengeinstitutter m.fl.*
- Bekendtgørelse, k. (2019). *Bekendtgørelse af lov om kapitalmarkedet - LBK nr 931 af 06/09/2019.*
- Bestyrelse, Spar Nord. (april 2019). *Vederlagspolitik for Spar Nord Koncernen*. Hentet 8. februar 2020 fra https://media.sparnord.dk/com/organisation/corporate_governance/vederlagspolitikken-2019.pdf
- Børsen. (28. december 2019a). *Børsen*. Hentet fra www.borsen.dk: <https://borsen.dk/nyheder/generelt/aartiets-stoerste-erhvervsskandaler-bankkrak-boersbombe-og-hvidvask-5kmt>

- Børsen. (8. oktober 2019b). *Børsen*. Hentet 18. marts 2020 fra www.borsen.dk:
<https://borsen-dk.zorac.aub.aau.dk/nyheder/finans/opkobsspekulationer-gav-vildt-kurshop-til-vestjysk-bank-34mu4>
- Christensen, M. (2014). *Aktieinvestering - Teori og praktisk anvendelse* (4 udg.). København: Jurist- og økonomforbundets Forlag.
- Christiansen, H. B., Dolberg, S., Hove, S., Rostrup-Nielsen, P., & Stage, L. (2017). *Pengeinstitutter i Danmark - virksomhed og regulering* (1 udg.). København: Karnov Group.
- Damodaran, A. (1998). *www.people.stern.nyu.edu*. Hentet 29. februar 2020 fra Damodaran Online: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>
- Damodaran, A. (21. marts 2013). Valuing Financial Services Firms. *Journal of Financial Perspectives*(1), s. 1-16.
- Danmarks Nationalbank. (27. marts 2018). *www.nationalbanken.dk*. Hentet 29. marts 2020 fra
https://www.nationalbanken.dk/da/statistik/find_statistik/Documents/Balancestatistik%20for%20penge-%20og%20realkreditinstitutter/Bank%20og%20realkredit%20Balancer%2020180327.pdf
- Danmarks Statistik. (29. marts 2019). *www.dst.dk*. Hentet 7. marts 2020 fra
<https://www.dst.dk/da/Statistik/bagtal/2019/2019-03-29-faktaark-om-dansk-oekonomi>
- Danmarks Statistik. (2020). *Statbank*. Hentet 25. februar 2020 fra www.statbank.dk:
<https://www.statbank.dk/statbank5a/SelectVarVal/save selections.asp>
- Danske Andelskassers Bank. (2020). *investor.andelskassen.dk*. Hentet fra
<https://investor.andelskassen.dk/da/static-files/42842081-ebb5-47c5-b164-69f5c37be5a3>
- Dinfo. (2020). *www.dinfo.dk*. Hentet 24. april 2020 fra <https://dinfo.dk/danske-banker-en-undervurderet-investering/>
- Euroinvestor. (18. marts 2020). *www.euroinvestor.dk*. Hentet fra
<https://m.valutakurser.dk/instrument/nordjyske-bank-a-s/332807>

Europa-parlamentet. (2013). Forordning EU nr. 575/2013. *Europa-parlamentet og rådets forordning, CRD IV*.

Finans. (21. juni 2019a). *www.finans.dk*. Hentet fra <https://finans.dk/okonomi/ECE11476154/topoekonomer-lave-renter-er-kommet-for-at-blive/?ctxref=ext>

Finans. (2019b). *www.finans.dk*. Hentet fra Spar Nord er klar til lægge flere penge for konkurrent: <https://finans.dk/finans2/ECE11265667/spar-nord-er-klar-til-at-laegge-flere-penge-for-konkurrent/?ctxref=ext>

Finans. (2020). *www.finans.dk*. Hentet fra <https://finans.dk/finans2/ECE11868267/spar-nordtopchef-vi-har-aldrig-haft-en-bedre-kreditkvalitet-end-nu/?ctxref=ext>

Finans Danmark. (2018). *Institutter, filialer og ansatte*. Hentet fra <https://finansdanmark.dk/toerre-tal/institutter-filialer-ansatte/>

Finans Danmark. (2019). Hentet 8. februar 2020 fra *www.finansdanmark.dk*: <https://finansdanmark.dk/toerre-tal/fusioner/>

Finanstilsynet. (2018). *Markedsudvikling 2018, pengeinstitutter*. København: Finanstilsynet. Hentet fra <https://www.finanstilsynet.dk/Tal-og-Fakta/Markedsudvikling/Markedsudvikling/MU-penge-2018>

Finanstilsynet. (2019a). Hentet fra Spar Nord SIFI: <https://www.finanstilsynet.dk/Nyheder-og-Presse/Pressemeddelelser/2019/Spar-Nord-Sifi-030119>

Finanstilsynet. (2019b). *www.finanstilsynet.dk*. Hentet fra <https://www.finanstilsynet.dk/Tal-og-Fakta/Statistik/Noegletal>

FinansWatch. (30. december 2019a). *www.finanswatch.dk*. Hentet 18. marts 2020 fra <https://finanswatch-dk.zorac.aub.aau.dk/secure/Finansnyt/Pengeinstitutter/article11847757.ece>

FinansWatch. (14. juni 2019b). *www.finanswatch.dk*. Hentet 23. april 2020 fra https://finanswatch.dk/Finansnyt/Pengeinstitutter/Arbejdernes_Landsbank/article11444228.ece

- Florentsen, B. B., Møller, M., & Parum, C. (2015). Den nordjyske bankkrig. *Finans/Invest*(1), 5-12.
- Forenet Kredit. (2020). *www.forenetkredit.dk*. Hentet 9. februar 2020 fra <https://forenetkredit.dk/om-os/repraesentantskabet/>
- Gianfrate, G., Massari, M., & Zanetti, L. (2014). *The Valuation of Financial Companies : Tools and Techniques to Measure the Value of Banks, Insurance Companies and Other Financial Institutions*. New York: John Wiley & Sons Inc.
- Gup, B. E., & Kolari, J. W. (2005). *Commercial Banking - The management of risk* (3 udg.). Hoboken, USA: John Wiley & Sons, Inc.
- Jyske Bank. (2019). *Årsrapport 2019*. Hentet fra <https://www.jyskebank.dk/ir/regnskaber/regnskab/31276f7e-b71d-4b31-8f46-c56a77270a2c>
- Jørgensen, K. M. (2007). *Spar Nord Banks historie*. Aalborg Universitet. Aalborg: Institut for Uddannelse, Læring og Filosofi.
- Khachaturyan, A. (2006). *The One-Share-One-Vote Controversy*. Centre for European Policy Studies. Bruxelles: European Capital Markets Institute.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2015). *Measuring and managing the value of companies* (6 udg.). Hoboken, New Jersey, USA: John Wiley & Sons Inc.
- Kraka. (2013). *Store danske kreditinstitutters overgang til IRB-modeller*. Hentet fra http://kraka.org/sites/default/files/public/soerensen_r.l._karlsson_a.g._og_jensen_l._2013_stoerre_danske_kreditinstitutters_overgang_til_irb-modeller_effekt_paa_solvens.pdf
- Nielsen, C. Y., & Ohnemus, L. (2018). Etablering af mål for egenkapitalforrentning. *Finans/invest*, 21-26.
- Nykredit. (2019). *Årsrapport 2019*. Hentet fra https://www.nykredit.com/siteassets/ir/files/financial-reporting/financial-reports/nykredit/2019/nykredit_q4_19_2020-02-05_da.pdf

- Pedersen, M. M. (2008). *DJØF-forlag, konjunkturudsvings længde og styrke*. Hentet fra https://www.djoef-forlag.dk/openaccess/samf/samfdocs/2008/2008_5/samf_2008_5_4.pdf
- Politiken. (26. marts 2019). *www.politiken.dk*. Hentet fra <https://politiken.dk/oekonomi/virksomheder/art7108586/Spar-Nord-opgiver-opk%C3%B8b-af-Danske-Andelskassers-Bank>
- PWC. (februar 2016). *www.pwc.dk*. Hentet 1. marts 2020 fra <https://www.pwc.dk/da/publikationer/2016/prisfastsaettelse-paa-aktiemarkedet.pdf>
- Rezaee, Z., & Menon, R. (2011). *Financial Service Firms - Governance, Regulations, Valuations, Mergers, and Acquisitions* (3 udg.). New Jersey: John Wiley & Son Inc.
- Raaballe, J., Andersen, E. S., & Jacob, K. (2017). *Mere egenkapital i de store nordiske banker - hvad koster det for banken?* Hentet fra <http://finansinvest.dk/product/mere-egenkapital-de-store-nordiske-banker-hvad-koster-det-banken/>
- Raaballe, J., Jeppesen, M. H., & Sahin, S. (2014). Danske børsnoterede bankers indtægts- og omkostningsstruktur under forvandling. *FinansInvest*(4), 5-15.
- Spar Nord. (22. november 2012). *Spar Nord skærper strategi og gennemfører medarbejderreduktion*. Hentet fra https://media.sparnord.dk/com/investor/finansiel_kommunikation/fondsboersmeddelelser/2012/33.pdf
- Spar Nord. (2013). *Årsrapport 2012*. Aalborg: Spar Nord. Hentet fra <https://www.sparnord.com/investor-relations/finansiel-kommunikation/regnskab-risiko/2012/årsrapport-2012/>
- Spar Nord. (12. marts 2018). Selskabsmeddelelse nr. 2, 2018. 2018, Aalborg, Danmark. Hentet fra https://media.sparnord.dk/com/investor/finansiel_kommunikation/fondsboersmeddelelser/2018/spar_nord_saelger_aktier_i_valueinvest_asset_management.pdf

- Spar Nord. (2019a). *Årsrapport 2019*. Aalborg. Hentet fra <https://www.sparnord.com/investor-relations/finansiel-kommunikation/regnskab-risiko/2019/årsrapport-2019/>
- Spar Nord. (25. november 2019b). *Spar Nord*. Hentet fra [www.sparnord.dk: https://media.sparnord.dk/com/investor/finansiel_kommunikation/fondsboersmeddelelser/2019/nr-19.pdf](https://media.sparnord.dk/com/investor/finansiel_kommunikation/fondsboersmeddelelser/2019/nr-19.pdf)
- Spar Nord. (2020a). *Finansiel kommunikation Spar Nord*. Hentet fra <https://www.sparnord.com/investor-relations/finansiel-kommunikation/fondsboersmeddelelser/>
- Spar Nord. (2020b). *Spar Nord, Investor*. Hentet fra [www.sparnord.com: https://www.sparnord.com/investor-relations/#danmarks-mest-personlige-bank](https://www.sparnord.com/investor-relations/#danmarks-mest-personlige-bank)
- Udvalget om finanskrisens årsager, formand Jesper Rangvid. (2013). *Den Finansielle Krise i Danmark - årsager, konsekvenser og læring*. København: Erhvervs- og Vækstministeriet.
- Vestjysk Bank. (2017). *www.vestjyskbank.dk*. Hentet fra <https://www.vestjyskbank.dk/om-banken/nyheder/tilfredsstillende-udvikling-i-vestjysk-bank-i-2017?PID=20440&M=NewsV2&Action=1>
- Vestjysk Bank. (februar 2018). *www.vestjyskbank.dk*. Hentet fra <https://www.vestjyskbank.dk/Admin/Public/DWSDownload.aspx?File=%2FFiles%2FInvestor-relations%2FOrganisation%2FLoenpolitik-2018.pdf>
- Vestjysk Bank. (2019). *Årsrapport*. Lemvig: Vestjysk Bank A/S. Hentet fra <https://www.vestjyskbank.dk/investor-relations/rapporter>
- Vestjysk Bank. (2020). *Selskabsmeddelelser*. Hentet fra <https://www.vestjyskbank.dk/investor-relations/selskabsmeddelelser>

21. Bilag

Bilag 1 – nøgletalsberegninger:

ROE:

<i>Spar Nord (mio. kr.)</i>	<i>2014</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>	<i>2017</i>	<i>2018</i>	<i>2019</i>
Resultat efter skat		896	838	989	920	1.059
Renteudgift efter skat, til Hybrid		68	51	50	49	49
EK med hybrid	7.033	7.033	7.887	8.627	8.975	9.241
Vægtet		7.033	7.460	8.257	8.801	9.108
Hybrid		0	412	862	861	861
EK uden hybrid	7.033	7.033	7.475	7.765	8.114	8.380
Vægtet		7.033	7.254	7.620	7.940	8.247
ROE		11,77%	10,85%	12,32%	10,97%	12,25%

<i>Vestjysk Bank (mio. kr.)</i>	<i>2014</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>	<i>2017</i>	<i>2018</i>	<i>2019</i>
Resultat efter skat		49	80	163	296	478
Renteudgift efter skat, til Hybrid		7	7	20	20	19
EK med hybrid	1.362	1.865	1.949	2.515	2.589	2.956
Vægtet		1.613	1.907	2.232	2.552	2.772
Hybrid	436	536	537	230	230	155
EK uden hybrid	926	1.329	1.412	2.285	2.359	2.801
Vægtet		1.127	1.370	1.849	2.322	2.580
ROE		3,75%	5,30%	7,73%	11,88%	17,80%

Kilde: Egen tilvirkning pba. årsrapporter 2015-2019 fra Spar Nord og Vestjysk Bank.

ROA:

<i>Spar Nord (mio. kr.)</i>	<i>2014</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>	<i>2017</i>	<i>2018</i>	<i>2019</i>
Resultat efter skat		828	787	939	871	1.010
Aktiver	78.825	76.357	78.473	80.367	82.793	93.113
Vægtet		77.591	77.415	79.420	81.580	87.953
ROA		1,08%	1,00%	1,17%	1,05%	1,08%

<i>Vestjysk Bank (mio. kr.)</i>	<i>2014</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>	<i>2017</i>	<i>2018</i>	<i>2019</i>
Resultat efter skat		42	73	143	276	459
Aktiver	21.804	21.114	19.895	21.902	21.198	22.192
Vægtet		21.459	20.504	20.899	21.550	21.695
ROA		0,20%	0,37%	0,65%	1,30%	2,07%

Kilde: Egen tilvirkning pba. årsrapporter 2015-2019 fra Spar Nord og Vestjysk Bank.

RORWA:

<i>Spar Nord (mio. kr.)</i>	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Resultat efter skat		828	787	939	871	1010
Risikovægtede aktiver	44.231	46.500	48.694	49.546	53.859	55.963
Vægtet		45.366	47.597	49.120	51.703	54.911
RORWA		1,78%	1,62%	1,90%	1,62%	1,80%

<i>Vestjysk Bank (mio. kr.)</i>	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Resultat efter skat		42	73	143	276	459
Risikovægtede aktiver	15.138	16.739	16.066	14.969	14.223	14.316
Vægtet		15.938	16.403	15.518	14.596	14.270
RORWA		0,25%	0,45%	0,95%	1,94%	3,21%

Kilde: Egen tilvirkning pba. årsrapporter 2015-2019 fra Spar Nord og Vestjysk Bank.

O/I:

<i>Spar Nord (mio. kr.)</i>	2015	2016	2017	2018	2019
Basisindtægter	3.330	3.167	3.149	3.190	3.338
Omkostninger i alt	1.842	1.896	1.936	1.923	2.014
O/I	0,55	0,60	0,61	0,60	0,60
Nedskrivninger	315	292	-38	173	22
O/I efter nedskrivninger	0,65	0,69	0,60	0,66	0,61

<i>Vestjysk Bank (mio. kr.)</i>	2015	2016	2017	2018	2019
Basisindtægter	989	1.004	945	908	1.056
Omkostninger i alt	569	505	504	480	509
O/I	0,58	0,50	0,53	0,53	0,48
Nedskrivninger	370	416	270	186	64
O/I efter nedskrivninger	0,95	0,92	0,82	0,73	0,54

Kilde: Egen tilvirkning pba. årsrapporter 2015-2019 fra Spar Nord og Vestjysk Bank.

Bilag 2 – Pengemarkedsrenten angivet ved CIBOR 3:

2015M01	2015M02	2015M03	2015M04	2015M05	2015M06	2015M07	2015M08	2015M09	2015M10	2015M11	2015M12	Gns. 2015:
-0,11	-0,22	-0,16	-0,24	-0,21	-0,21	-0,10	-0,07	-0,05	-0,12	-0,16	-0,09	-0,15
2016M01	2016M02	2016M03	2016M04	2016M05	2016M06	2016M07	2016M08	2016M09	2016M10	2016M11	2016M12	Gns. 2016:
-0,07	-0,09	-0,08	-0,08	-0,11	-0,21	-0,19	-0,20	-0,19	-0,19	-0,18	-0,23	-0,15
2017M01	2017M02	2017M03	2017M04	2017M05	2017M06	2017M07	2017M08	2017M09	2017M10	2017M11	2017M12	Gns. 2017:
-0,24	-0,25	-0,26	-0,24	-0,26	-0,24	-0,25	-0,30	-0,31	-0,31	-0,30	-0,31	-0,27
2018M01	2018M02	2018M03	2018M04	2018M05	2018M06	2018M07	2018M08	2018M09	2018M10	2018M11	2018M12	Gns. 2018:
-0,31	-0,30	-0,30	-0,29	-0,30	-0,30	-0,30	-0,30	-0,30	-0,30	-0,30	-0,28	-0,30
2019M01	2019M02	2019M03	2019M04	2019M05	2019M06	2019M07	2019M08	2019M09	2019M10	2019M11	2019M12	Gns. 2019:
-0,31	-0,32	-0,32	-0,34	-0,34	-0,37	-0,40	-0,47	-0,41	-0,40	-0,40	-0,38	-0,37

Kilde: Egen tilvirkning pba. (Danmarks Statistik, 2020).

Bilag 3 – Den risikofrie rente angivet ved 10 årig statsobligation:

2015M01	2015M02	2015M03	2015M04	2015M05	2015M06	2015M07	2015M08	2015M09	2015M10	2015M11	2015M12	Gns. 2015:
0,2	0,12	0,15	0,26	0,41	0,73	0,58	0,66	0,56	0,81	0,71	0,92	0,51
2016M01	2016M02	2016M03	2016M04	2016M05	2016M06	2016M07	2016M08	2016M09	2016M10	2016M11	2016M12	Gns. 2016:
0,62	0,44	0,4	0,48	0,42	0,08	0,03	0	-0,07	0,24	0,34	0,3	0,27
2017M01	2017M02	2017M03	2017M04	2017M05	2017M06	2017M07	2017M08	2017M09	2017M10	2017M11	2017M12	Gns. 2017:
0,48	0,18	0,29	0,3	0,25	0,35	0,36	0,19	0,23	0,17	0,14	0,23	0,26
2018M01	2018M02	2018M03	2018M04	2018M05	2018M06	2018M07	2018M08	2018M09	2018M10	2018M11	2018M12	Gns. 2018:
0,69	0,72	0,53	0,57	0,38	0,32	0,33	0,34	0,39	0,33	0,26	0,21	0,42
2019M01	2019M02	2019M03	2019M04	2019M05	2019M06	2019M07	2019M08	2019M09	2019M10	2019M11	2019M12	Gns. 2019:
0,13	0,22	-0,02	0,07	-0,08	-0,26	-0,34	-0,69	-0,56	-0,33	-0,34	-0,21	-0,20

Kilde: Egen tilvirkning pba. (Danmarks Statistik, 2020)

Bilag 4 – WACC:

Spar Nord		2015	2016	2017	2018	2019
Aktiver/Passiver i alt		76.357,00	78.473,00	80.367,00	82.793,00	93.113,00
Egenkapital		7.033,00	7.475,00	7.765,00	8.114,00	8.380,00
Puljeordninger		0,00	13.380,00	14.541,00	15.423,00	14.772,00
Fremmedkapital		69.324,00	57.618,00	58.061,00	59.256,00	69.961,00
L (ratio of liabilities to asset)		90,79%	73,42%	72,24%	71,57%	75,14%
Renteudgifter		201,00	145,00	103,00	128,00	129,00
Skatteprocent		25,0%	24,5%	23,5%	22,0%	22,0%
Risikofri rente		0,51%	0,27%	0,26%	0,42%	-0,20%
Beta		0,98	0,98	0,98	0,98	0,98
Kd (omkostninger til fremmedkapital / egenkapital)		0,29%	0,25%	0,18%	0,22%	0,18%
Ke (omkostning af egenkapitalen)		5,61%	5,37%	5,36%	5,52%	4,90%
Km - rf (markedsrisikopræmie)		5,20%	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%
		2015	2016	2017	2018	2019
1. del	Fremmedkapital	0,20%	0,14%	0,10%	0,12%	0,11%
2. del	Egenkapital	0,52%	1,43%	1,49%	1,57%	1,22%
WACC		0,71%	1,57%	1,59%	1,69%	1,33%

Vestjysk Bank		2015	2016	2017	2018	2019
Aktiver/Passiver i alt		21.114,06	19.894,64	21.902,40	21.198,21	22.191,90
Egenkapital		1.864,76	1.949,35	2.515,33	2.588,82	2.956,17
Puljeordninger		2.108,60	2.411,82	4.890,17	4.681,41	5.232,98
Fremmedkapital		17.140,69	15.533,47	14.496,90	13.927,98	14.002,76
L (ratio of liabilities to asset)		81,18%	78,08%	66,19%	65,70%	63,10%
Renteudgifter		251,73	192,39	129,85	82,84	66,12
Skatteprocent		25,0%	24,5%	23,5%	22,0%	22,0%
Risikofri rente		0,51%	0,27%	0,26%	0,42%	-0,20%
Beta		1,18	1,18	1,18	1,18	1,18
Kd (omkostninger til fremmedkapital / egenkapital)		1,47%	1,24%	0,90%	0,59%	0,47%
Ke (omkostning af egenkapitalen)		6,65%	6,41%	6,40%	6,56%	5,94%
Km - rf (markedsrisikopræmie)		5,20%	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%
		2015	2016	2017	2018	2019
1. del	Fremmedkapital	0,89%	0,73%	0,45%	0,30%	0,23%
2. del	Egenkapital	1,25%	1,41%	2,16%	2,25%	2,19%
WACC		2,14%	2,14%	2,62%	2,55%	2,42%

Kilde: Egen tilvirkning pba. årsrapporter 2015-2019 fra Spar Nord og Vestjysk Bank.

Bilag 5 – Kapitalforhold Vestjysk Bank

<i>Kapitalgrundlag (tal i mio. DKK)</i>	<i>2.015</i>	<i>2.016</i>	<i>2.017</i>	<i>2.018</i>	<i>2.019</i>
Egenkapital	1.329	1.412	2.285	2.359	2.801
- Hybrid kernekapital (2017-2018)	0	0	0	0	0
- Fradrag for sum af kap.andele	0	0	0	57	200
- Effekt ved IFRS9	0	0	0	0	0
- Foreslået udbytte	0	0	0	0	0
- Øvrige fradrag	9	7	6	61	88
Egentlig kernekapital	1.320	1.405	2.280	2.240	2.514
Hybrid kernekapital (fratrullet egne obl.)	436	387	230	230	155
Øvrige fradrag	0	0	0	0	0
Kernekapital	1.756	1.792	2.510	2.470	2.669
Efterstillede kapitalindskud (supplerende kapital)	335	291	362	333	347
Øvrige fradrag	0	0	0	0	0
Kapitalgrundlag	2.091	2.083	2.871	2.803	3.016

<i>Vægtede risikoeksponeringer (tal i mio. DKK)</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>	<i>2017</i>	<i>2018</i>	<i>2019</i>
- Kreditrisiko	14.142	13.674	12.734	12.124	11.684
- Markedsrisiko	464	421	381	272	861
- Operationel risiko	2.132	1.972	1.854	1.828	1.771
Den samlede risikoeksponering	16.739	16.066	14.969	14.223	14.316

	<i>2015</i>	<i>2016</i>	<i>2017</i>	<i>2018</i>	<i>2019</i>
Samlet behov EK	6,02%	7,59%	7,88%	9,12%	9,18%
Samlet behov HK	2,01%	1,99%	1,88%	2,08%	1,89%
Samlet behov SK	2,68%	2,65%	2,50%	2,78%	2,53%
Over/underskud EK	1,87%	1,16%	7,35%	6,63%	8,38%
Over/underskud HK	0,60%	0,42%	-0,34%	-0,46%	-0,81%
Over/underskud SK	-0,67%	-0,84%	-0,08%	-0,44%	-0,10%
Over/underskud samlet	1,79%	0,74%	6,93%	5,73%	7,46%

Kilde: Egen tilvirkning pba. årsrapporter 2015-2019 fra Vestjysk Bank.

Bilag 6 – Kapitalforhold Spar Nord

<i>Kapitalgrundlag (tal i mio. DKK)</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>	<i>2017</i>	<i>2018</i>	<i>2019</i>
Egenkapital	7.887	8.627	8.975	9.241	9.761
Hybrid kernekapital	412	862	861	861	860
Fradrag for sum af kap.andele < 10 %	161	240	331	376	205
Fradrag for sum af kap.andele > 10 %	0	0	0	35	71
Foreslået udbytte	377	615	431	431	431
Øvrige fradrag	264	245	229	-11	2
Egentlig kernekapital	6.673	6.665	7.123	7.549	8.192
Hybrid kernekapital (fratrullet egne obl.)	393	843	843	843	843
Øvrige fradrag	121	80	41	5	3
Kernekapital	6.945	7.428	7.925	8.387	9.032
Efterstillede kapitalindskud	1.078	1.080	1.133	1.314	1.308
Øvrige fradrag	121	80	41	10	5
Kapitalgrundlag	7.902	8.428	9.017	9.691	10.335

<i>Vægtede risikoeksponeringer (tal i mio. DKK)</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>	<i>2017</i>	<i>2018</i>	<i>2019</i>
- Kreditrisiko	36.550	39.494	40.658	44.029	47.068
- Markedsrisiko	4.163	3.538	3.196	4.125	3.340
- Operationel risiko	5.787	5.662	5.692	5.705	5.555
Den samlede risikoeksponering	46.500	48.694	49.546	53.859	55.963

	<i>2015</i>	<i>2016</i>	<i>2017</i>	<i>2018</i>	<i>2019</i>
Samlet behov EK	5,34%	6,97%	7,81%	9,22%	10,34%
Samlet behov HK	1,78%	1,78%	1,69%	1,78%	1,78%
Samlet behov SK	2,38%	2,38%	2,25%	2,38%	2,38%
Over/underskud EK	9,01%	6,72%	6,56%	4,80%	4,29%
Over/underskud HK	-1,20%	-0,21%	-0,07%	-0,23%	-0,28%
Over/underskud SK	-0,32%	-0,32%	-0,05%	0,05%	-0,05%
Over/underskud samlet	7,49%	6,18%	6,45%	4,62%	3,97%

Kilde: Egen tilvirkning pba. årsrapporter 2015-2019 fra Spar Nord.

Bilag 7 – Indeksering for Vestjysk Bank og Spar Nord

Vestjysk Bank

Nedenstående tabeller er fremvist med indekstal. Året "2020A" er angivet med det forventede indekstal for 2020 omregnet til absolutte (A) tal i mio. kr.

<i>Vestjysk Bank</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>	<i>2017</i>	<i>2018</i>	<i>2019</i>	<i>2020</i>	<i>2020A</i>
Renteindtægter	100	88	77	69	63	55	492
Renteudgifter	100	76	45	26	19	3	8
Nettorenteindtægter							483
Ubytte af aktier mv.	100	141	169	498	1.211	1.433	34
Gebyr- og provisionsindtægter	100	102	109	96	107	108	368
Afgivne gebyr- og provisionsindtægter	100	101	94	80	99	99	34
Nettogebyrindtægter							334
Kursreguleringer og udbytte	100	391	140	208	258	290	48
Øvrige indtægter	100	139	31	82	12	-6	-1
Basisindtægter							898
Personaleomkostninger	100	95	94	92	93	92	470
Driftsomkostninger	100	29	39	18	56	47	26
Omkostninger i alt							496
Basisindtjening før nedskrivninger							402
Nedskrivninger	100	112	73	50	17	1	3
Resultat før skat							398

<i>Balance</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>	<i>2017</i>	<i>2018</i>	<i>2019</i>	<i>2020</i>	<i>2020A</i>
Aktiver:							
Udlån	100	94	87	81	76	72	9.589
Obligationsbeholdning	100	78	82	88	106	108	4.319
Puljeindlån	100	114	232	222	248	278	5.858
Øvrige aktiver	100	113	130	136	153	164	2.641
Aktiver i alt							22.407
Balance (tal i mio. DKK)							
Aktiver:	100	91	85	81	82	78	12.455
Udlån	100	114	232	222	248	278	5.858
Obligationsbeholdning	100	87	86	84	78	74	493
Puljeindlån							18.806
Øvrige aktiver	100	102	124	245	261	293	113
Aktiver i alt							18.919

<i>Vægtede risikoeksponeringer</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>	<i>2017</i>	<i>2018</i>	<i>2019</i>	<i>2020</i>	<i>2020A</i>
- Kreditrisiko	100	97	90	86	83	79	11.192
- Markedsrisiko	100	91	82	59	186	203	941
- Operationel risiko	100	92	87	86	83	80	1.699
Den samlede risikoeksponering							13.832

Kilde: Egen tilvirkning pba. årsrapporter 2015-2019 fra Vestjysk Bank.

Spar Nord:

Nedenstående tabeller er fremvist med indekstal. Året "2020A" er angivet med det forventede indekstal for 2020 omregnet til absolutte (A) tal i mio. kr.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2020A
Renteindtægter	100	92	85	85	86	83	1.647
Renteudgifter	100	72	51	64	64	57	115
Nettorenteindtægter							1.533
Gebyr- og provisionsindtægter	100	104	112	114	124	129	1.449
Afgivne gebyr- og provisionsindtægter	100	127	155	165	176	191	184
Nettogebyrindtægter							1.265
Kursreguleringer og udbytte	100	86	80	53	75	70	353
Øvrige indtægter	100	89	126	374	242	271	179
Basisindtægter							3.330
Personaleomkostninger	100	129	106	105	111	113	1.242
Driftsomkostninger	100	97	114	114	117	121	819
Omkostninger i alt							2.061
Basisindtjening før nedskrivninger							1.269
Nedskrivninger	100	93	-12	55	7	-12	-37
Resultat før skat							1.305

Balance (tal i mio. DKK)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2020A
Aktiver:							
Udlån	100	109	123	117	135	142	53.967
Obligationsbeholdning	100	93	68	101	103	103	16.587
Puljeindlån	100	109	115	110	129	135	18.112
Øvrige aktiver	100	86	83	85	90	88	7.799
Aktiver i alt							96.464
Passiver:							
Indlån	100	104	109	113	119	123	54.988
Puljeindlån	100	109	115	110	129	135	18.112
Øvrige forpligtelser	100	85	71	79	123	128	13.229
Gæld i alt	100	102	105	107	122	126	84.911
	100	101	104	129	108	110	1.418
							86.328

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2020A
- Kreditrisiko	100	108	111	120	129	135	49.172
- Markedsrisiko	100	85	77	99	80	76	3.175
- Operationel risiko	100	98	98	99	96	95	5.509
Den samlede risikoeksponering							57.856

Kilde: Egen tilvirkning pba. årsrapporter 2015-2019 fra Spar Nord.

Bilag 8 – Fremtidige kapitalforhold

Kapitalgrundlag (tal i mio. DKK)	VB 2019	SN 2019	VB 2020	SN 2020	Synergier	Samlet bank
Egenkapital	2.801	9.761	3.279	9.529	-258	12.550
- Hybrid kernekapital (2017-2018)	-	860	-	860		860
- Fradrag for sum af kap.andele	200	205	200	205		405
- Effekt ved IFRS9	-	71	-	71		71
- Foreslået udbytte	-	431	-	431		431
- Øvrige fradrag	88	2	88	2		90
Egentlig kernekapital	2.514	8.192	2.991	7.960		10.951
Hybrid kernekapital (fratrullet egne obl.)	155	843	155	843	-555	443
Øvrige fradrag	-	3	-	3		3
Kernekapital	2.669	9.032				11.391
Efterstillede kapitalindskud (supplerende kapital)	347	1.308	347	1.308	-225	1.430
Øvrige fradrag	-	5	-	5		5
Kapitalgrundlag	3.016	10.335				12.816
Vægtede risikoeksponeringer:						
- Kreditrisiko	11.684	47.068	11.192	49.172		60.364
- Markedsrisiko	861	3.340	941	3.175		4.116
- Operationel risiko	1.771	5.555	1.699	5.509		7.208
Den samlede risikoeksponering	14.316	55.963	13.832	57.856		71.687

	VB 2019	SN 2019	Samlet bank
Samlet behov EK	9,18%	10,34%	10,34%
Samlet behov HK	1,89%	1,78%	1,78%
Samlet behov SK	2,53%	2,38%	2,38%
Over/underskud EK	8,38%	4,29%	4,93%
Over/underskud HK	-0,81%	-0,28%	-0,01%
Over/underskud SK	-0,10%	-0,05%	-0,39%
Over/underskud samlet	7,46%	3,97%	3,38%

Kilde: Egen tilvirkning pba. årsrapporter 2015-2019 fra Spar Nord og Vestjysk Bank.

Bilag 9 – Historiske nedskrivningsprocenter:

Tallene i nedenstående tabel er nedskrivninger i procent. Beregnet af Finanstilsynet ved følgende formel: *Periodens nedskrivninger/hensættelser på udlån og garantier i procent af udlån og garantier.*

Nedskrivninger (%)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	gns.
Vestjysk Bank	0,10	-0,10	0,60	1,70	1,40	3,50	5,20	4,50	3,20	1,90	2,22	1,47	0,97	0,10	1,91
Spar Nord	-0,40	-0,30	0,50	1,30	1,00	0,90	1,30	1,60	1,30	0,80	0,52	0,01	0,20	0,00	0,62

Kilde: Egen tilvirkning pba. (Finanstilsynet, 2019b).

Bilag 10 – Fremtidig regnskabsopstilling

<i>Resultatopgørelse (tal i mio. DKK)</i>	<i>VB 2019</i>	<i>SN 2019</i>	<i>VB 2020</i>	<i>SN 2020</i>	<i>Synergier</i>	<i>Samlet bank</i>
Renteindtægter	558	1.702	492	1.647		2.139
Renteudgifter	48	129	8	115	-15	108
Nettorenteindtægter	510	1.573	483	1.533		2.031
Ubytte af aktier mv.	29	0	34	0		34
Gebyr- og provisionsindtægter	364	1.395	368	1.325		1.693
Afgivne gebyr- og provisionsindtægter	35	169	34	184		218
Nettogebyrindtægter	329	1.226	334	1.141		1.475
Kursreguleringer og udbytte	185	379	48	353		402
Øvrige indtægter	2	160	0	179		179
Basisindtægter	1.056	3.338	900	3.206		4.120
Personaleomkostninger	477	1.218	470	1.242	-75	1.637
Driftsomkostninger	31	796	26	819	-25	821
Omkostninger i alt	509	2.014	496	2.061		2.458
Basisindtjening før nedskrivninger	547	1.324	403	1.145		1.663
Nedskrivninger	64	22	132	335		467
Resultat før skat	483	1.302	271	810		1.196
Skat	5	243	60	178		263
Resultat	478	1.059	211	632		933
Ubytte til aktionærer	0	431	0	253		373
Konsolidering til egenkapitalen	478	628	211	379		560
* Renteudgifter af hybrid kernekapital	19	49	19	49	-38	29

Kilde: Egen tilvirkning pba. årsrapporter 2015-2019 fra Spar Nord og Vestjysk Bank.