



Arbejdernes Landsbanks ejerskab af Vestjysk Bank



April 2020

Aalborg Universitet

Holdnr.: HDFR - 4. sem. Rungsted

Randi Jensen studienr. 20186203

Kevin Råbygård studienr. 20186200

Vejleder: Christian Farø

Indholdsfortegnelse

1. Abstract	5
2. Indledning	6
3. Problemformulering	7
4. Metode	7
5. Afgrænsning	8
6. Vestjysk Bank	9
7. Arbejdernes Landsbank	10
8. Kapitalsammensætning i Vestjysk Bank	11
8.1 Kapitalgrundlag	12
8.2 Kapitalkrav	14
8.2.1 Markedsrisiko	15
8.2.2 Kreditrisiko	15
8.2.3 Operationelle risici og øvrige risici	16
8.2.4 Tilsynsdiamanten	16
8.2.5 Kapitalbevaringsbuffer	17
8.2.6 Kontracyklisk buffer	17
8.3 Over/underdækning og NEP-Tillæg	18
8.4 NEP-Tillæg	20
8.5 Delkonklusion kapitalsammensætning	20
9. Regnskabsanalyse	21
9.1 Return on Equity (ROE)	21
9.1.1 Vestjysk Banks indtjening	23
9.1.2 Faste omkostninger	23
9.1.3 Nedskrivninger	25
9.2 Return on assets (ROA)	26

9.2.1 Sammensætning af aktiver	28
9.2.2 Gearing af egenkapitalen	29
9.3 Delkonklusion ROE og ROA.....	30
9.4 Internal Capital Generation Rate (ICGR)	31
9.5 Weighted Average Cost of Capital (WACC).....	33
9.5.1 Første led (renteomkostninger for fremmedkapital)	34
9.5.2 Andet led (omkostninger til egenkapital).....	37
9.6 Samlet vurdering af WACC	37
9.7 Delkonklusion ICGR og WACC.....	38
10. Stresstesting	38
10.1 Delkonklusion på Stresstest	42
11. Arbejdernes Landsbanks overvejelser	43
12. Værdiansættelse af Vestjysk Bank.....	44
12.1 Budget 2020 - 2024.....	44
12.2 Gordons Growth Model	49
12.3 Følsomhedsanalyse	53
12.4 Delkonklusion på værdiansættelse af Vestjysk Bank	54
13. Værdiansættelse af Arbejdernes Landsbank	54
13.1 Delkonklusion på værdiansættelse af Arbejdernes Landsbank.....	55
14. Strategiske og organisatoriske overvejelser ved opkøb	55
15. Synergieffekter mellem Vestjysk Bank og Arbejdernes Landsbank	56
15.1 Omsætningssynergier.....	56
15.2 Omkostningssynergier	56
15.2.1 Filialer	56
15.2.2 Direktionen.....	57
15.2.3 Medarbejdere	57

15.2.4 Bestyrelse	59
15.2.5 Revisorhonorar	59
15.2.6 IT-systemer	59
15.2.7 Samlet besparelse på omkostningssynergier	59
15.3 Øvrige synergier	60
15.4 Delkonklusion synergieffekter	60
16. Værdiansættelse ved opkøb af Vestjysk Bank	61
16.1 Usikkerheder og følsomheder	65
16.2 Delkonklusion	65
17. Organisatoriske opmærksomhedspunkter	66
17.1 Interessenter	66
17.1.1 Kunder	67
17.1.2 Medarbejdere	67
17.1.3 Ejere/Aktionærer	68
17.1.4 Medierne	68
17.2 Kultur	69
17.3 Modstand mod forandringer	70
17.4 Dobbeltbrand	71
17.5 Delkonklusion på organisatoriske opmærksomhedspunkter	72
18. Konklusion	72
19. Litteraturliste	74
19.1 Bøger:	74
19.2 Årsrapporter, Risikoreporter og Forretningsmodel:	74
19.3 Publikationer og Artikler:	74
19.4 Hjemmesider:	76
20. Bilagsliste	78

1. Abstract

In 2017, Vestjysks Bank's government shares were sold to a group of investors. One of these investors was Arbejdernes Landsbank. Over the past year, Arbejdernes Landsbank has increased its shareholding in Vestjysk Bank and today they own more than 32%.

Due to the banks' diversity in both ownership, customer composition, cultures and values, we find it interesting that Arbejdernes Landsbank chooses to invest in Vestjysk Bank shares.

Based on Vestjysk Bank's business model in the period 2019-2021, this paper investigates what Arbejdernes Landsbank's optimal solution is with their current ownership in Vestjysk Bank. This has been done by assessing whether Vestjysk Bank meets its set objectives, including earnings and capital requirements. Moreover, a valuation of Vestjysk Bank and Arbejdernes Landsbank were conducted. This is to assess Vestjysk Bank's potential value against the current market value and to find the added value of Arbejdernes Landsbank after a possible acquisition of Vestjysk Bank. An overall valuation has been prepared whereby Arbejdernes Landsbank acquires Vestjysk Bank, which includes the possible synergies to be expected. In addition, it is examined which points of attention Arbejdernes Landsbank should be aware of if they choose to acquire Vestjysk Bank.

The paper concludes that Vestjysk Bank's capital ratio and earnings have developed satisfactorily during the analysis period and Arbejdernes Landsbank should at least maintain their shareholding in Vestjysk Bank.

In isolation, the valuation of Vestjysk Bank shows that the bank's potential value is higher than the bank's historical stock market value. The total valuation, including savings from synergy effects, provides an economic basis for Arbejdernes Landsbank to make a full acquisition of Vestjysk Bank. However, when fully acquired, Arbejdernes Landsbank must be aware of the large cultural differences in the two banks. They must be communicative to both employees, customers and the media in order to maintain a positive approach to the acquisition.

2. Indledning

Aktuelt står Danmark og resten af verden midt i en pandemi, hvor Covid19 har ændret vores hverdag. Vores opgave tager afsæt i hverdagen før Covid19 og hvor vores kendskab til Covid19 var begrænset. Vi har derfor ikke medtaget konsekvenserne som Covid19 har påført den danske økonomi. Dette er gjort efter aftale med vores vejleder.

Banksektoren har de seneste år oplevet en turbulent tid. Vi ser en branche som er indtjeningsmæssigt udfordret grundet faldende udlån og negative indlånsrenter. Konkurrencen omkring kunderne og de gode forretninger er derfor også blevet skærpet.

Vi oplever at flere pengeinstitutter søger alternative placeringer af deres indlånsoverskud i jagten på at opnå et højere afkast. Enkelte pengeinstitutter forsøger at opkøbe eller lader sig fusionere med andre pengeinstitutter med håbet om sammen at kunne skabe et højere afkast.

Vi har i medierne fulgt den aktivitet der har været i det seneste år, fra én af Vestjysk Banks investorer, Arbejdernes Landsbank. Arbejdernes Landsbank har gennem de seneste 12 måneder løbende købt op i Vestjysk Bank og ejer i dag mere end 32% af aktierne i Vestjysk Bank og er klart den største aktionær i banken.

Vestjysk Bank har brugt ca. 11 år på at komme ud af seneste finanskrisen. De har kæmpet med underskud og statsligt ejerskab i flere år. I 2015 fik de vendt underskud til overskud og i 2017 blev de statslige aktier solgt til en kreds af investorer, herunder Arbejdernes Landsbank.

Vestjysk Bank har efteråret i 2019 udarbejdet en ny forretningsmodel for 2019-2021. En forretningsmodel, som indeholder deres strategier og mål for de kommende år.

Vi syntes det er interessant, at en bank som Arbejdernes Landsbank vælger opkøb af aktier i Vestjysk Bank, idet vi ser de to banker som meget forskellige. Herunder både ejerkreds, kundesammensætning, målsætninger, kulturer og værdier.

3. Problemformulering

Med baggrund i Arbejdernes Landsbanks opkøb af Vestjysk Banks aktier i løbet af 2019, finder vi det interessant at analysere bevæggrundene herfor.

Med udgangspunkt i Vestjysk Banks forretningsmodel 2019-2021, som indeholder bankens strategi samt en række målsætninger for deres indtjening, omkostningsforventninger og kapitalgrundlag ønsker vi at belyse følgende:

Hvad er Arbejdernes Landsbanks optimale løsning, med deres nuværende ejerskab og aktiebeholdning i Vestjysk Bank?

Underspørgsmål:

- Hvordan lever Vestjysk Bank op til deres målsætninger, herunder indtjening, nuværende og kommende kapitalkrav?
- Hvad er den strategiske værdiansættelse af Vestjysk Bank for Arbejdernes Landsbank?
- Hvilke økonomiske, organisatoriske og strategiske overvejelser bør Arbejdernes Landsbank gøre sig ved et eventuelt fuldt opkøb af Vestjysk Bank

4. Metode

For at svare på vores problemformulering vil vi tage afsæt i de modeller og den teori som vi har gennemgået i vores uddannelsesforløb på HDFR.

Vores opgave er belyst ud fra data, som er offentligt tilgængeligt. Vi har en objektiv tilgang til det materiale som vi har benyttet, idet vi hverken har privat eller arbejdsmæssige relationer til bankerne i nærværende opgave. Vi vil gennem hele opgaven bruge de samme sammenligningsbanker. Vi har valgt sammenligningsbanker, som ligger i samme tilsynskategori, til vurdering af niveauer og målsætninger¹.

Vi vil indledningsvist kort beskrive Vestjysk Bank og Arbejdernes Landsbank, herunder deres historie, kultur og sammensætning af kunder.

¹ Se bilag 7 for nøgletalsskema og oversigt på sammenligningsbanker.

Herefter vil vi foretage en vurdering af Vestjysk Banks kapitalsammensætning, ud fra aktionærkapitalen, hybrid og supplerende kapital. Foretage en analyse af deres regnskabstal og indtjenings performance de sidste 5 år, primært ved brug af ROE, ROA, ICGR og WACC samt opstille en stresstest for at vurdere deres robusthed i forhold til deres kapital, solvens og ikke mindst indtjening.

Vi vil vurdere et eventuelt opkøb af Vestjysk Bank fra Arbejdernes Landsbank, via en værdiansættelse af Vestjysk Bank isoleret set, på baggrund af vores regnskabsanalyse, stresstest og estimat for 3-5 år.

Herefter vil vi vurdere hvilke synergieffekter der kan opnås ved opkøb, besparelser ved eventuelle filiallukninger og en kort vurdering af dobbelt brand.

Der opstilles en ”fusionsbank” på baggrund af vores analyser og synergieffekter. Dette vil danne grundlag for en værdiansættelse af Arbejdernes Landsbanks opkøb af Vestjysk Bank. Vi vil inddrage de opmærksomhedspunkter som Arbejdernes Landsbank skal have i fokus ved et opkøb. Herunder også vurdering af de grundlæggende værdier og kundesammensætningerne i de to banker.

Ovenstående skal føre os frem til en besvarelse på vores problemformulering. Hvad er den mest optimale løsning for Arbejdernes Landsbank med deres aktiepost i Vestjysk Bank.

5. Afgrænsning

Vores opgave er udarbejdet parallelt med at Covid19 har påvirket det danske samfund og økonomi. Vi har derfor valgt at afgrænse os fra at medtage følgepåvirkninger af Covid19 i vores analyse. Den er udelukkende nævnt i stresstesten, som en teoretisk stressfaktor og vil dermed ikke være retvisende i forhold virkeligheden.

Idet vores værdiansættelse udelukkende er baseret på offentligt tilgængeligt materiale, vil der fremgå en del forudsætninger og estimater herfor. Vi har ikke taget stilling til de skattemæssige og juridiske forhold i forbindelse med en opkøbssituation.

I tilfælde af Arbejdernes Landsbank opkøber Vestjysk Bank, vil de en blive gruppe 1 bank. Vi afgrænser os fra at komme nærmere ind på beskrivelse af gruppe 1 banker, herunder SIFI-bank.

Sammenligningsbankerne bliver udelukkende benyttet til vurdering og analyse af niveau og målsætninger for Vestjysk Bank og Arbejdernes Landsbank.

6. Vestjysk Bank

Vestjysk Bank blev grundlagt i 1874 som Lemvig Bank. Gennem flere sammenlægninger og fusioner med lokalbanker i Jylland har vi Vestjysk Bank, som vi ser den i dag. Historisk set er Vestjysk Bank en landbrugs- og fiskeribank, idet dette var områdets erhvervsbase ("Fakta og tal" Vestjyskbank.dk (1)).

Vestjysk Bank er en lokal forankret bank med stor fokus på lokalområdet og personlige relationer til deres kunder. Vestjysk Bank har i dag 15 fysiske filialer, som er geografisk placeret i Vest- Midt- og Østjylland, med hovedsæde placeret i Lemvig. Placeringen ses på nedenstående oversigtskort. Vestjysk Bank har 378 medarbejdere og servicerer både privat- og erhvervskunder (Vestjysk Bank, Årsrapport 2019).



Figur 6.1 Oversigtskort over Vestjysk Banks filialer – Kilde: Vestjyskbank.dk

Den samlede balance i Vestjysk Bank udgør ca. 22 mia. kr. pr. 31.12.2019. Fordelingen af deres udlån mellem privat og erhverv udgør på samme tidspunkt 36% til privatkunder og 64% til erhverv, hvilket er en fordeling Vestjysk Bank mener er optimal (Vestjysk Bank, Forretningsmodel 2019-2021). Selvom banken gennem mange år har forsøgt og fortsat ønsker, at sprede deres udlånsrisiko til andre erhvervstyper, er Vestjysk Banks største eksponering fortsat mod landbrug med 21% efterfulgt af fast ejendom på 13% (Vestjysk Bank, Årsrapport 2019).

Vestjysk Bank har ca. 37.000 navnenoterede aktionærer. De private aktionærer har primært tilknytning til banken og eller lokalområdet. Den samlede aktiekapital udgjorde 895.981.517 kr. pr. 31.12.2019. De aktionærer, som ejede mere end 5% af aktiekapitalen pr. 31.12.2019 var (Vestjysk Bank, Årsrapport 2019):

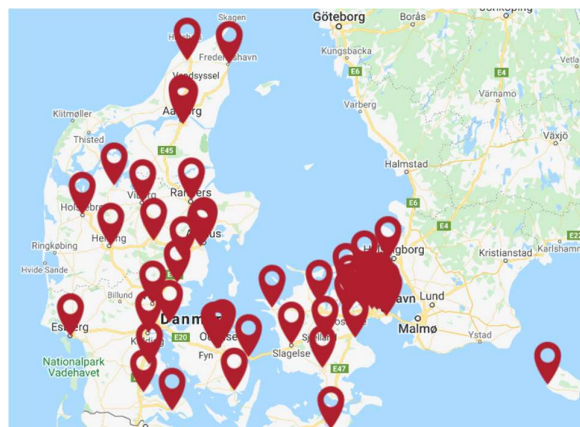
- Nykredit Realkredit A/S, 13,97%
- AP Pension Livsforsikringsaktieselskab, 19,71%
- Aktieselskabet Arbejdernes Landsbank, 32,44%

Vestjysk Banks vision, mission og strategi er opbygget på deres værdier: Nærhed, Enkelthed og Handling. Bankens indtjening skal skabes via traditionel bankdrift og inden for samme markedsområde, som de allerede befinder sig i på nuværende tidspunkt. Dette med løbende fokus på effektiviseringer og god kreditstyring. De har stor fokus på kompetenceudvikling af deres medarbejdere, så nuværende og kommende kunders potentielle behov kan afdækkes. Vestjysk Bank har allerede oprettet ”afdelinger” som varetager specialiserede opgaver for at højne indtjening og reducere tab på de enkelte kundeengagementer (Vestjysk Bank, Forretningsmodel 2019-2021)

7. Arbejdernes Landsbank

Arbejdernes Landsbank blev grundlagt i 1919 af 62 fagforbund og flere kooperative virksomheder. Gennem nu godt 100 år har Arbejdernes Landsbank udviklet sig til en landsdækkende bank og kan i 2020 konstatere at de for 11. år i træk er kundernes foretrukne bank (”Historie”, Al-bank.dk (2)).

Arbejdernes Landsbank har 71 fysiske filialer fordelt i hele Danmark med hovedsæde placeret i København. De ønsker et stort filialnet og lokal tilstedeværelse i hele landet. Placeringen af filialer ses på nedenstående oversigtskort. Arbejdernes Landsbank har 1.122 medarbejdere som servicerer både privat og erhvervskunder (Arbejdernes Landsbank, Årsrapport 2019).



Figur 7.1 Oversigtskort over Arbejdernes Landsbanks filialer – Kilde: Al-bank.dk

Den samlede balance i Arbejdernes Landsbank udgør ca. 59 mia. kr. pr. 31.12.2019 (Arbejdernes Landsbank, Årsrapport 2019). Fordelingen mellem deres udlån til private og erhverv udgør på samme tidspunkt 64% til privatkunder og 36% til erhverv og foreninger. Arbejdernes Landsbanks største eksponering er mod Finansiering og forsikringsbranchen med 13% og 8% mod øvrige erhverv (Arbejdernes Landsbank, Risikorapport 2019).

Arbejdernes Landsbank er et aktieselskab med fagbevægelsen som hovedaktionær. Herudover har de ca. 24.000 private aktionærer. Arbejdernes Landsbank er ikke børsnoteret og har restriktioner i forhold til hvem, som kan være aktionær. En aktionær i Arbejdernes Landsbank er en institution, organisation eller lønmodtager, som er medlem eller har erhvervsmæssig interesse i lønmodtagerorganisationer.

De aktionærer som ejer mere end 5% af aktiekapitalen er ("Ejerforhold", Al-bank.dk (3)):

- 3F – Fagligt Fælles Forbund (mere end 20%)
- Dansk Metalarbejderforbund (ml. 5-20%)
- HK/Danmark (ml. 5-20%)
- Fødevareforbundet NNF (ml. 5-20%)
- Fag og Arbejde FOA (ml. 5-20%)

Arbejdernes Landbank arbejder overordnet med, at de skal være en bank, hvor "der skal være plads til alle", herudover har de værdigrundlagene: Ansvarlighed, Nærvær og Enkelthed, hvor de lægger stor vægt på personlig og ansvarlig rådgivning (100års jubilæum, al-bank.dk (4)).

Arbejdernes Landsbanks strategi er, at fortsætte med at være kundernes foretrukne bank, etablere nye kundeforhold samt vækst gennem innovativ udvikling og nye forretningsområder. (Arbejdernes Landsbank, Årsrapport 2019).

8. Kapitalsammensætning i Vestjysk Bank

Kapitalkrav er et udtryk for hvor økonomisk robust bankerne skal være hvis finansmarkederne fryser eller der sker uventede store tab ("Kapitalkrav", Finanstilsynet.dk (20)). Vestjysk Bank har, som tidligere nævnt brugt flere år på at komme ud af seneste finanskrisen og derfor er det interessant for Arbejdernes Landsbank at kende Vestjysk Banks kapitalsammensætning og om banken lever op til de kapitalkrav som stilles.

Ved kapitalkrav kigges på bankens egenkapital og likviditet. Kapitalkravene i Danmark fastsættes gennem lovgivning og direktiver. De seneste år har vi set skærpede kapitalkrav, senest indførelsen af CDR IV/CRR samt NEP-krav.

Kapitalgrundlaget i bankerne skal mindst udgøre 8% af de risikovægtede poster. Herudover skal der tillægges individuelt solvensbehov samt kapitalbevaringsbuffer og kontracyklisk buffer (Andersen, Finansiell risikostyring, 2017).

8.1 Kapitalgrundlag

Kapitalgrundlaget for Vestjysk Banks består af tre typer kapital:

- Egentlig kernekapital, som er tabsabsorberende kapital og løbende kan nedskrives under den daglige drift.
- Hybrid kernekapital, som er en mellemtning mellem egentligkernekapital og lånekapital
- Supplerende kapital, som er efterstillet gæld.

Nedenstående tabel viser Vestjysk Banks kapitalsammensætning fra 2015-2019. Gennem hele perioden har Vestjysk Banks kapital bestået af de tre typer af kapital, som er beskrevet kort ovenfor.

Tkr.	2015	2016	2017	2018	2019
Egentlig kernekapital efter fradrag	1.320.094	1.404.858	2.279.525	2.240.398	2.513.527
Supplerende kapital	335.091	312.481	361.966	332.658	347.015
Hybrid kernekapital, statsligt	361.027	312.482	0	0	0
Hybrid kernekapital	75.000	75.000	230.000	230.000	155.000
<i>Samlet kernekapital</i>	<i>2.091.212</i>	<i>2.083.096</i>	<i>2.871.491</i>	<i>2.803.056</i>	<i>3.015.542</i>
Risikovægtede eksponeringer i alt	16.738.717	16.066.451	14.968.573	14.226.170	14.316.337
Kapitalprocent (solvens)	12,5%	13,0%	19,2%	19,7%	21,1%
Egentlig kernekapitalprocent	7,9%	8,7%	15,2%	15,7%	17,6%

Tabel 8.1.1 - Kernekapital og kapitalprocent – Kilde: Egen tilvirkning pba. VJB-årsrapporter 2015-2019

Vestjysk Bank har været særligt fokuseret på at få indfriet deres statslige hybride kernekapital. Dette skete i 2017 ved en større aktieemission, som skabte en væsentlig forhøjelse i den egentlige kernekapital, samt optagelse af ny hybrid kernekapital samt supplerende kapital. En ændring som tydeligt fremgår af ovenstående tabel.

Aktieemissionen og låneoptagelsen i 2017 var en del af en større helhedsplan, for Vestjysk Bank. Således at de kunne frigives af staten, som på det tidspunkt ejede 81,48% af deres aktiekapital og havde udstedt statsligt hybrid kernekapital til banken. Jf. reglerne i CVR IV og CRR kunne statslig hybrid kernekapital nemlig ikke medtages i deres samlede kernekapital efter 31. december 2017 (Finansrådet, 7.10.2015 ”Høringssvar kapitalgrundlag” (A)).

Vi kan konstatere, at Vestjysk Banks samlede kernekapital har været svingende i perioden 2015-2019, men ligger alt andet lige på et væsentligt højere niveau i 2019 end i 2015.

Risikovægtede aktiver betyder groft sagt, at mere sikre aktiver tildeles en lavere risikovægtning, mens mere risikobetonede aktiver får en højere risikovægtning. Jo mere risikobetonede aktiverne er, desto mere kapital skal Vestjysk Bank hensætte (”Kapitalkrav til banksektoren” (5)).

I den opstillede periode kan vi konkludere, at Vestjysk Banks risikovægtede aktiver har været jævnt faldende, hvilket er positivt.

Vestjysk Banks kapitalprocent (solvens), som er den samlede kernekapital delt med de risikovægtede aktiver er stigende i hele perioden fra 2015 -2019 og udgør i 2019, 21,1%.

Vi kan konstatere, at kapitalprocenten er blevet væsentligt forbedret fra 2016-2017 hvor den er steget med 6,2%. En stigning, som primært kan henføres til faldet i de risikovægtede aktiver og helhedsplanen, som blev effektueret i 2017. Helhedsplanen betød, at deres egentlige egenkapital blev væsentligt styrket.

En anden faktor som har medvirket til stigende kapitalprocent i perioden, er bankens løbende drift og konsolidering. Kigger vi på nedenstående tabel, har deres resultat og dermed konsolidering været stigende over hele perioden. Store dele af bankens resultater er blevet henlagt til den egentlige egenkapital for netop at styrke bankens solvens.

Tkr.	2015	2016	2017	2018	2019
Årets resultat ²	49.423	79.848	163.156	296.154	477.745
Akkumuleret konsolidering	49.423	129.271	292.427	588.581	1.066.326

Tabel 8.1.2 - Indtjening og konsolidering - Kilde: Egen tilvirkning pba. VJB-årsrapporter 2015-2019

² Årets resultat efter skat

Vestjysk Bank har valgt ikke at udbetale udbytte i perioden 2015-2019, hvilket har påvirket deres konsolidering positivt. Dels har de haft et ønske og behov for at konsolidere sig efter finanskrisen, derudover har de været underlagt restriktioner om ikke at måtte udbetale udbytte så længe banken var statsejede. De forventer ikke at udbetale udbytte så længe der er indfasning af NEP-Krav og kontracyklisk buffer, men forventer på sigt en udbyttebetaling på ca. 50% af årets resultat (Vestjysk Bank, Årsrapport 2018).

Kigger vi på Vestjysk Banks forretningsmodel 2019-2021 har de sat som mål, at de ønsker en kapitalprocent på minimum 19,5%, et mål, som banken allerede har opfyldt med udgangen af 2019 (Vestjysk Bank, Forretningsmodel 2019-2021)

Sammenligner vi Vestjysk Banks kapitalprocent med vores sammenligningsbanker, som ligger i samme tilsynsgruppe, kan vi af nedenstående tabel se, at Vestjysk Bank ligger på niveau med de øvrige banker. Det vurderes derfor at bankens kapitalprocent isoleret set er tilfredsstillende.

	2015	2016	2017	2018	2019	Genn.snit
Vestjysk Bank	12,5%	13,0%	19,2%	19,7%	21,1%	17,1%
Arbejdernes Landsbank	13,4%	17,1%	18,3%	20,0%	19,8%	17,7%
Sparekassen Kronjylland	15,2%	17,2%	18,4%	18,1%	19,8%	17,7%
Sparekassen Sjælland-Fyn	15,5%	15,6%	16,3%	17,7%	20,1%	17,0%

Tabel 8.1.3 - Kapitalprocent (solvens) – Kilde: Egen tilvirkning pba Årsrapporter 2019

8.2 Kapitalkrav

For at se om Vestjysk Bank efterlever de gældende kapitalkrav herunder CDR IV har vi opstillet tabel 8.2.1. Tabel 8.2.1 viser fuld indfasning af CRD IV kravene i 2019 samt Vestjysk Banks faktiske kapitalkrav inklusive deres individuelle solvensbehov.

	CRD IV 2019	2015	2016	2017	2018	2019
Kontracyklisk buffer	2,5%	-	0,00%	0,00%	0,00%	1,00%
Kapitalbevaringsbuffer	2,5%	-	0,63%	1,25%	1,875%	2,50%
VJB individuelle solvensbehov	-	2,66%	2,55%	2,08%	3,110%	2,10%
Efterstillet gæld / supplerende kapital	2,0%	2,00%	2,00%	2,00%	2,000%	2,00%
Hybrid kernekapital	1,5%	1,50%	1,50%	1,50%	1,500%	1,50%
Egentlig kernekapital (ikke hybrid kernekapital)	4,5%	4,50%	4,50%	4,50%	4,500%	4,50%
CRD-IV inkl. individuelt solvensbehov	13,0%	10,7%	11,2%	11,3%	12,99%	13,60%
VJB kapitalprocent (solvens)	13,0%	12,5%	13,0%	19,2%	19,7%	21,1%

Tabel 8.2.1 CRD IV krav og Vestjysk Banks individuelle solvenskrav - Kilde: Egen tilvirkning pba. VJB-risikorapporter 2015-2019

Vestjysk Bank fastsætter deres individuelle solvensbehov ud fra markeds- og kreditmæssige samt operationelle risici. Det individuelle solvensbehov skal afspejle de risici som Vestjysk Bank påtager sig i nuværende og kommende forretninger (Christiansen, Dolberg, Hove, Rostrup-Nielsen & Stage, Pengeinstitutter i Danmark, 2017).

8.2.1 Markedsrisiko

Markedsrisiko som primært henføres til bankens rente, valuta og aktierisiko, har igennem perioden fra 2015-2019 ligget mellem 0,20% og 0,33% og skal udelukkende henføres til renterisiko.

Niveauet vurderes at være lavt (Vestjysk Bank, risikorapporter 2015-19).

8.2.2 Kreditrisiko

Kreditrisiko er en væsentlig del af Vestjysk Banks forretning og denne risiko har haft stor fokus for banken gennem de sidste mange år. I perioden 2015-2019 kan vi konstatere, at Vestjysk Banks kreditrisiko er faldet fra 2,45% i 2015 til 1,37% i 2019. En af årsagerne til dette er ændring af fordelingen mellem privat og erhvervskunder målt på udlån, som ultimo 2019 er 36% mod privat og 64% mod erhverv (Vestjysk Bank, Årsrapport 2019). En fordeling som i 2015 var 28% mod privat og 72% mod erhverv (Vestjysk Bank, Årsrapport 2015). Erhvervsengagementer er væsentligt mere risikobetonet end privatengagementer.

Herudover har stor fokus på deres store eksponering mod landbruget været en succes. Vestjysk Bank har aktivt arbejdet for at minimere risiciene i dette segment. Landbruget har udover finanskrisen været ramt af faldende svine- og mælkepriser, russisk boykot af europæiske fødevarer samt tørke i 2018. Trods dette har Vestjysk Bank formået at holde deres kreditrisiko på et acceptabelt niveau. Det skal nævnes, at landbrugets svineproducenter gennem 2019 har set historisk høje svinepriser, hvilket har haft positiv påvirkning på bankens kreditrisiko.

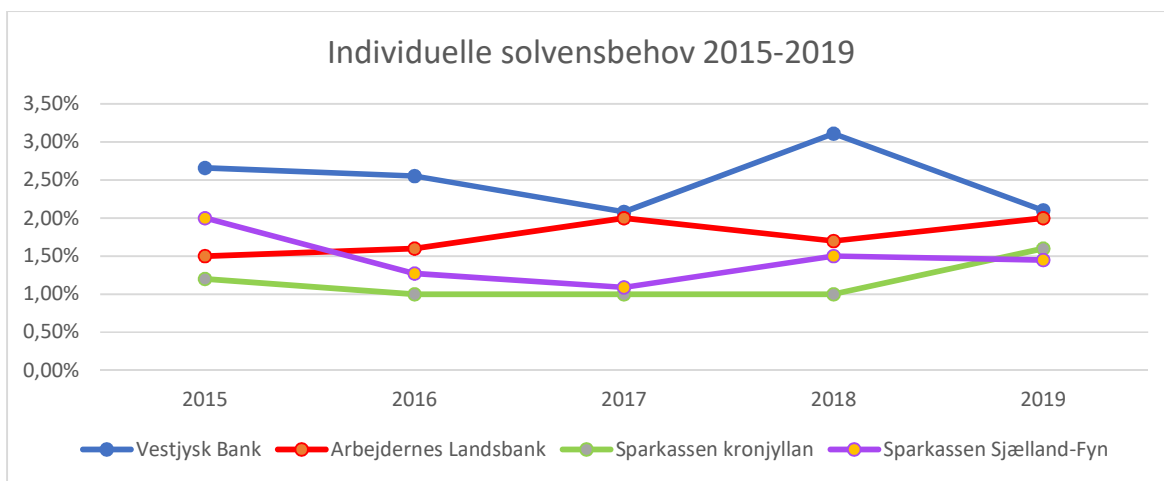
Vestjysk Bank valgte at implementere IFRS 9 fuldt i 2018 og anvender derfor ikke overgangsordningen. Trods en fuld implementering har det haft en minimal påvirkning på bankens kreditrisici og derved det individuelle solvensbehov.

Vestjysk Bank bruger standardmetoden til at opgøre deres kreditrisiko. Ved at ændre dette til at benytte IRB metoden kan de mere præcist opgøre deres risikovægtede aktiver. Dette vil forventeligt give et fald i deres risikovægtede aktiver.

8.2.3 Operationelle risici og øvrige risici

Operationel risiko, som er risikoen for tab som følge af interne og eksterne forhold på grund uhensigtsmæssige eller mangelfulde interne procedurer, menneskelige eller systemmæssige fejl (Vestjysk Bank, Årsrapport 2019) I perioden 2015 til 2018 har Vestjysk Bank ikke haft tillæg, som henføres til operationelle risici. Banken har dog i 2019 et lille tillæg på 0,35%.

Kigger vi på øvrige risici har dette tillæg kun været nødvendigt i 2018. Kigger vi på tabel 8.2.1., kan vi se at Vestjysk Banks individuelle solvensbehov var markant større i 2018 end de øvrige år i perioden. Årsagen til dette var et tillæg i forhold til lovbestemte krav på 1,48% (Vestjysk Bank, Risikoreport 2018). Vestjysk Bank ville vise finanstillsynet, at de kunne vise rettidig omhu ved særlige risici. I 2018 var landbruget hårdt ramt af tørke og markante fald i specielt svinepriserne, hvilket resulterede i at banken udarbejde et kvalificeret skøn af risikoen på baggrund af deres store eksponering mod landbruget.



Figur 8.2.3.1 – Individuelle solvensbehov 2015-2019 – Kilde: Egen tilvirkning pba risikoreporter 2015-2019

Kigger vi på ovenstående figur, hvor vi også kan se sammenligningsbankernes individuelle solvensbehov fra 2015-2019, kan vi se at de bevæger sig meget forskelligt. Det er dog tydeligt at se, at Vestjysk Bank har haft det højeste individuelle solvensbehov gennem hele perioden, men nærmer sig i 2019 niveau med sammenligningsbankerne.

8.2.4 Tilsynsdiamanten

Vestjysk Bank ligger indenfor alle de fem områder, hvor finanstillsynet har fastsat grænseværdier. Tabel 8.2.4.1 nedenfor viser Vestjysk Banks værdier i forhold til de opsatte grænseværdier for

2019. Grænseværdier som løbende er blevet ændret igennem vores analyseperiode senest med en stramning på likviditetsområdet.

Tilsynsdiamant	Summen af største eksp.	Ejendoms-eksponeringer	Udlånsvækst	Likviditets-overdækning	Funding ratio
Grænseværdier	Max 175%	Max 25%	Max 20%	Min 100%	Max 100%
Vestjysk Bank	102,7%	13,5%	-5,3%	269,1%	47,0%

Tabel 8.2.4.1 – Tilsynsdiamant – Kilde: Egen tilvirkning pba VJB-årsrapport 2019

Udover ovenstående, har Vestjysk Bank et mål om, at ingen branche eksponeringer udgør mere end 10% af kapitalgrundlaget (Vestjysk Bank, Forretningsmodel 2019-2021). Dette mål opfylder Vestjysk Bank for første gang i 2019. I perioden 2015 til 2018 har eksponeringerne udgjort 24,5% i snit, primært henført til landbrug, hvilket er væsentligt over deres målsætning (Vestjysk Bank, Årsrapporter 2015-2018). Det skal dog nævnes at den har været faldende gennem årene. Det vurderes at et stigende kapitalgrundlag som ses i tabel 8.1.1, har været medhjælpende til dette.

8.2.5 Kapitalbevaringsbuffer

Kapitalbevaringsbuffer skal sikre bankerne har kapital til at absorbere tab i perioder med finansiell og økonomisk nedgang (Andersen, Finansiell risikostyring, 2017) Kapitalbevaringsbuffer er fuldt indfaset i 2019, er på 2,5% og skal afdækkes af egentlig kernekapital.

Opfylder Vestjysk Bank ikke ovenstående, vil det blandt andet påvirke bankens muligheder for at foretage udbyttebetaling, hvilket er bankens mål på sigt.

8.2.6 Kontracyklisk buffer

Kontracyklisk buffer, som har til formål at tvinge bankerne til at akkumulere ekstra kapital i tider med økonomisk højkonjunktur, således at der er ekstra kapital i tider med økonomisk lavkonjunktur.

Bufferen er variabel mellem 0-2,5% og fastsættes af Erhvervs- og Vækstministeriet i Danmark efter henstilling fra Det systemiske Risikoråd (Andersen, Finansiell risikostyring, 2017).

Kontracyklisk buffer skal bestå af egentlig kernekapital. Kontracyklisk buffer er på nuværende tidspunkt 1%. Det er dog allerede besluttet at denne skal øges til 2,0% med udgangen af 2020 og der henstilles i 1. kvartal 2020 at den øges yderligere, til det maksimale altså 2,5% i 2021 (Det systemiske Risikoråd, Pressemeddelelse 17.12.19 (B))

Kombinationen mellem det lave rentemiljø og øget konkurrence mellem banker for at få nye kunder og skabe en merindtjening gør at bankerne opbygger en finansiel sårbarhed, hvilket Det systemiske Risikoråd ønsker at imødekomme ved at øge den kontracykliske buffer.

Kigger vi på hvor meget Vestjysk Bank skal have af egentlig kernekapital for at afdække lovkravene vil det være 8%³. Jf. tabel 8.1.1 kan vi se, at de har en egentlig kernekapital på 17,6% hvilket viser at Vestjysk Bank opfylder dette i væsentlig grad.

Det viser ydermere, at Vestjysk Bank også vil kunne afdække de kommende forhøjelser, hvor behovet for egentlig kernekapital vil være 9,5%⁴.

8.3 Over/underdækning og NEP-Tillæg

Efter gennemgang af Vestjysk Banks kapitalgrundlag og kapitalkrav kan vi konstatere, at de i hele perioden fra 2015-2019 har efterlevet de krav som var nødvendige.

Vi kan jf. tabel 8.2.1 se, at Vestjysk Bank havde den største udfordring i 2016. Her var deres overdækning kun på 1,8%. Med de kendte kommende kapitalkrav på det tidspunkt, var banken presset på deres kapital og der blev på opfordring fra Finanstilsynet udarbejdet en kapitalbevaringsplan.

Største overdækning havde Vestjysk Bank i 2017 på 7,85%. Året hvor banken blev kapitaliseret af en gruppe investorer samt tegning af en ny aktieemission.

Kigger vi på Vestjysk Banks egen målsætning for perioden 2019-2021 omkring kapitalprocent og overdækning, skal kapitalprocenten udgøre minimum 19,50% og inklusiv NEP-Tillæg skal den udgøre 21,25%. Det svarer til en overdækning på 6% eksklusive kontracykliskbuffer (Vestjysk Bank, Forretningsmodel 2019-2021).

En målsætning som Vestjysk Bank allerede har realiseret i 2019, for så vidt angår kapitalprocenten, som udgør 21,1%. Der mangler en minimal stigning i kapitalprocenten, 0,125% for at de også opnår deres mål i forhold til NEP-Tillægget.

³ CRD IV krav, Egentlig kernekapital 4,5% + Kapitalbevaringsbuffer 2,5% + Kontracykliskbuffer 1%

⁴ CRD IV krav, Egentlig kernekapital 4,5% + Kapitalbevaringsbuffer 2,5% + Kontracykliskbuffer 2,5%

Kigger vi på Vestjysk Banks overdækning i forhold til vores sammenligningsbanker, jf. nedenstående tabel 8.3.1 kan vi konstatere, at de i 2019, har den højeste overdækning på 7,5%. Dette, trods at Vestjysk Bank har det højeste individuelle solvensbehov på 2,1%

	Vestjysk Bank	Arbejdernes Landsbank	Sparkassen kronjylland	Sparkassen Sjælland-Fyn
	2019	2019	2019	2019
Over/underdækning, Vestjysk Bank	7,50%	6,30%	6,70%	7,15%
Kontracyklisk buffer	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Kapitalbevaringsbuffer	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Individuelle solvensbehov	2,10%	2,00%	1,60%	1,45%
Efterstillet gæld / supplerende kapital	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Hybrid kernekapital	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Egentlig kernekapital (ikke hybrid kernekapital)	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
CRD-IV inkl. individuelt solvensbehov	13,60%	13,50%	13,10%	12,95%
Kapitalprocent (solvens)	21,1%	19,8%	19,8%	20,1%

Tabel 8.3.1 – Over/underdækning, sammenligningsbanker –Kilde: Egen tilvirkning pba. Risikorapporter 2015-2019

De seneste år har Vestjysk Bank haft flere ekstraordinære indtægter i form af aktieemissioner, og frasalg af aktiver. Emissioner og frasalg som har begunstiget deres indtjening, resultat og dermed deres egentlige egenkapital. Ekstraordinære indtægter, som de ikke kan forvente at have fremadrettet.

Beregner vi deres kapitalprocent i 2019 uden deres ekstraordinære indtægter⁵, under forudsætning af at de giver fuld effekt på den egentlige egenkapital, vil deres kapitalprocent falde med 1% til 20,1% hvilket giver Vestjysk Bank en overdækning på 6,5%. Dette viser at Vestjysk Bank også uden ekstraordinære indtægter kan opfylde deres egen målsætning i forhold til kapitalprocent og overdækning og fortsat være på niveau med sammenligningsbankerne.

Tabel 8.3.1 viser også, at det individuelle solvensbehov har væsentlig indvirkning på de enkelte bankers samlede overdækning og kapitalkrav.

Ser vi på Arbejdernes Landsbank og Sparekassen Kronjylland har de begge en kapitalprocent på 19,8% men Sparekassen Kronjylland har større overdækning grundet et mindre individuelt solvensbehov.

Vi ser hele tiden nye tiltag, som vil stille krav til de danske banker, og dermed også til Vestjysk Banks solvens og kapitalprocent.

⁵ Nøgletalsskema Vestjysk Bank 2019 bilag 2

- Som tidligere nævnt, har det Systemiske Risikoråd henstillet til at kontracyklisk buffer skal stige yderligere. Regeringen har besluttet en stigning på 1%, som skal opfyldes med udgangen af 2020 og forventeligt vil de i 1. kvartal 2020 øge den med yderligere 0,5% fra 2021.
- Basel IV, som omhandler færdiggørelse af efterkriseregulering, indførelse af Outputguld. (Finans Danmark, ERU Alm.del – Bilag 101 af 11.12.19 (C)) Det forventes indført i 2022 og vil påvirke de danske bankernes kapitalkrav med op til 80 mia. kr. (Danmarks Nationalbank, ”Kapitalkrav til banker”, Analyse af 27.6.2018, nr. 5 (D)).
- GDPR, MIFID II og PSD2 som alle har krav som skal efterleves. Dette kræver dyre investeringer i både systemer og medarbejdere og kan påvirke både bankens resultat og individuelle solvensbehov.

8.4 NEP-Tillæg

NEP-Tillæg består af tabsabsorberende og rekapitaliseringsbeløb for alle pengeinstitutter i Danmark. For banker med en balance på under 3 mia. Euro fastsættes tillægget af Finanstilsynet (Finanstilsynet, ”Principper for fastsættelse af NEP-Krav for mindre institutter”, Notat af 30.10.17 (E)). NEP-tillægget fastsættes én gang om året.

Vestjysk Bank har fået beregnet et NEP-Tillæg på 6%, som skal være indfaset i 2023. Vestjysk Bank har indfaset det med 0,625% i 2019 (Vestjysk Bank, årsrapport 2019) De efterfølgende år skal NEP-Tillægget indfases med 1,25% svarende til 178,9 mio. kr. årligt, hvis de risikovægtede aktiver er uændrede.

Flere banker vælger at inddække deres NEP-Tillæg ved optagelse af non-preferred loan. Vestjysk Bank ønsker ikke, på nuværende tidspunkt, at afdække deres ved optagelse af lån, men ved løbende konsolidering af banken gennem den daglige drift.

Vestjysk Bank skal derfor fortsætte med at øge deres kapitalgrundlag, herunder indtjeningen og have fokus på deres risikovægtede aktiver hvis de fortsat ønsker at realisere deres målsætning på kapitalprocenten og NEP-Tillægget. Vi kommer ind på hvordan Vestjysk Bank kan styrke de to poster senere i opgaven.

8.5 Delkonklusion kapitalsammensætning

Med baggrund i vores analyse af Vestjysk Banks kapitalgrundlag, kapitalkrav og overdækning. Kan vi konkludere at banken efterlever de gældende krav i hele perioden fra 2015-2019.

Vi kan konkludere at de har haft en positiv udvikling i deres kapitalprocent, som både kan henføres til øget kapitalgrundlag og faldende risikovægtede aktiver.

Vestjysk Bank leverer en kapitalprocent på 21,1% og en overdækning på 7,5% i 2019 hvilket er en overrealisering af deres egen målsætning 19,5%. og en overdækning på 6%.

Indfasning af NEP-Tillæg uden optagelse af separat lån til dette, øget kontracyklisk buffer og andre kommende tiltag, sætter krav til, at Vestjysk Bank fortsat skal øge sit kapitalgrundlag, herunder indtjeningen og have fokus på de risikovægtede aktiver. Således at de fortsat kan levere en fornuftig overdækning.

9. Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen for Vestjysk Bank skal give Arbejdernes Landsbank indblik i Vestjysk Banks indtjeningssevne. Vi har valgt at tage udgangspunkt i indtjeningsnøgletallene ROE, ROA, ICGR og WACC.

For at vurdere Vestjysk Banks indtjeningsmæssige performance, har vi også i regnskabsanalysen valgt at inddrage de tre sammenligningsbanker til at vurdere niveauer og målsætninger.

9.1 Return on Equity (ROE)

Nøgletallet kan bedst sammenlignes med egenkapitalforrentningen, hvilket er mere benyttet i medierne og bankens eget materiale.

Vi har valgt at beregne ROE således:

$$ROE = \frac{\text{Resultat efter skat} - \text{renter til hybrid kernekapital}}{\text{Gennemsnit af primo} - \text{ultimo egenkapital (aktionærkapital)}} \times 100$$

Nøgletallet er især interessant for bankens aktionærer, herunder også Arbejdernes Landsbank som storaktionær, da nøgletallet beskriver forrentningen af aktionærkapitalen.

	2015	2016	2017	2018	2019	Genn.snit
Vestjysk Bank	3,2%	5,3%	8,4%	11,9%	17,8%	9,3%
Arbejdernes Landsbank	4,2%	6,4%	35,0%	3,4%	7,2%	11,3%
Sparekassen Kronjylland	6,1%	6,2%	16,2%	5,4%	9,4%	8,6%
Sparekasse Sjælland-Fyn	3,3%	4,1%	14,9%	5,1%	6,4%	6,8%

Tabel 9.1.1 – ROE efter skat – Kilde: Egen tilvirkning pba årsrapporter 2015-2019

Ovenstående ROE for Vestjysk Bank er beregnet ud fra det samlede resultat efter skat. Fortages der en regulering for ekstraordinære indtægter som salg af aktier i SparInvest Holding SE på 142 mio. kr. i 2019 samt regulering for udnyttelse af udskudte skatteaktiver i de enkelte år, vil Vestjysk Banks ROE se ud som følger;

	2015	2016	2017	2018	2019	Genn.snit
Vestjysk Bank	3,2%	5,3%	8,4%	8,6%	11,4%	7,4%

Tabel 9.1.2 – Reguleret ROE efter skat –Kilde: Egen tilvirkning pba VJB-årsrapporter 2015-2019

ROE reguleret for ekstraordinære indtægter og efter skat viser et gennemsnitligt niveau på 7,4%, hvilket viser et markeds-mæssigt tilfredsstillende niveau, målt mod sammenligningsbankerne.

Det skal bemærkes at Arbejdernes Landsbanks ROE er stærkt påvirket af ekstraordinære kursreguleringer på 901,3 mio. kr. i 2017, bl.a. frasalg af ALKA forsikring til TRYG. Reguleres der for dette, vil deres ROE i 2017 være 3,0%. Dette vil ændre Arbejdernes Landsbanks gennemsnitlige ROE i de 5 år til 4,9%.

For at vurdere Vestjysk Banks ROE, skal vi være opmærksomme på at det er gearet nøgletal. Det vil sige at ROE alene beskriver det procentuelle forhold af den samlede egenkapital. Fx vil en mindre indtjening på en lav nominel egenkapital, give en relativ høj ROE.

Vestjysk Bank, tkr.	2015	2016	2017	2018	2019
Årets resultat (EBT) ⁶	49.423	79.848	163.156	221.154	312.745
Egenkapital ⁷	1.307.938	1.370.303	1.848.602	2.322.078	2.579.995

Tabel 9.1.3– Vestjysk Bank nøgletal – Kilde: Egen tilvirkning pba. VJB-årsrapporter 2015-2019

Som det kan ses i ovenstående tabel, er Vestjysk Banks egenkapital styrket betragteligt igennem årene. Dette via indtjeningsmæssig konsolidering samt styrket kapitalforhold via aktieemission i 2017. Med den styrkede egenkapital i perioden, har Vestjysk Bank været nødt til at kunne generere en endnu stærkere indtjening i perioden, for at kunne levere en tilfredsstillende ROE.

⁶ Årets resultat efter skat og reguleret for ekstraordinære indtægter.

⁷ Egenkapital gennemsnit mellem primo og ultimo året.

9.1.1 Vestjysk Banks indtjening

Tkr.	2015	2016	2017	2018	2019
Netto renteindtægter	644.135	594.541	573.010	548.005	510.197
Netto rente og gebyrindtægter	951.222	909.417	915.380	856.644	868.288
Udgifter til personale og adm.	-512.185	-488.736	-482.332	-470.128	-477.417
Nedskrivning på udlån mm.	-370.062	-416.154	-270.433	-185.862	-64.425
Årets resultat ⁸	49.423	79.848	163.156	221.154	312.745
Udlån	13.379.021	12.528.922	11.628.839	10.797.340	10.221.000

Tabel 9.1.1.1 – Udvalgte poster – Kilde: Egen tilvirkning pba. VJB-årsrapporter 2015-2019

Ovenstående udvalgte poster i Vestjysk Banks regnskab giver et indblik i hvordan indtjeningen er sammensat i banken. Det er værd at bemærke bankens udlån falder betydeligt i perioden, hvilket også kan aflæses i Vestjysk Banks realiserede indtjening i perioden 2015 til 2019.

Ses der på bankens netto renteindtægter, er denne faldet løbende hver år og samlet fra 2015 til 2019 er der sket et fald på lidt over 20%. I samme perioden er bankens udlån faldet med 24%.

Der ses samme tendens hvis vi inkluderer bankens gebyrer og provisionsindtægter, dog ikke i samme omfang. Vestjysk Bank har formået at opretholde en større indtjening på gebyrer og provisionsindtægter på faldende udlån til kunder. Der ses alene et fald på ca. 9% på netto rente- og gebyrindtægterne mod faldet på 20% på netto renteindtægterne.

9.1.2 Faste omkostninger

Udgifter til personale og administration er et centralt område for banken, set i forhold til at styre bankens indtjening. Dette er en omkostning som banken har mulighed for at påvirke. Ses der i perioden på fra 2015 til 2019 er denne omkostning isoleret set faldet med 7%.

I bankens forretningsplan for 2019 til 2021 er strategien at fastholde en omkostningsprocent (Cost / Income) i niveauet af 55 – 60%.

⁸ Årets resultat efter skat og reguleret for ekstraordinære indtægter.

Beregnete nøgletal	2015	2016	2017	2018	2019	Genn.snit
C/I ⁹	53,8%	53,8%	52,7%	54,8%	54,9%	54,0%
Antal medarbejdere	500	458	422	386	378	429
Udlån pr. medarbejder, tkr.	26.758	27.356	27.556	27.972	27.040	27.336
Rentemarginal	4,81%	4,75%	4,93%	5,08%	4,99%	4,91%

Tabel 9.1.2.1 – Udvalgte omkostninger – Kilde: Egen tilvirkning pba. VJB-årsrapporter 2015-2019

Bankens C/I ses stigende i perioden, hvilket kan forklares med, at det kan være svært at regulere de faste omkostninger i samme takt og niveau som markedet og konjunkturerne. Vestjysk Bank har gennemført to større organisatoriske tilpasninger i perioden (2015 og 2018), hvor de har tilpasset antallet af ansatte fra 500 medarbejdere i 2015 til 378 medarbejdere i 2019, et fald på knap 25%.

Reduktionen af antal medarbejdere ses også i nøgletallet udlån pr medarbejdere, som er et meget overordnet nøgletal – som ikke tager udgangspunkt i fordelingen mellem kundevedte – og backoffice medarbejdere. Dog kan det konkluderes, at Vestjysk Bank har formået at tilpasse sig det faldende udlån og de dertil følgende faldende indtægter, med regulering af de faste omkostninger.

I forhold til den nye overenskomst til finansansatte 'OK2020', vil der være en forøgelse på 6% over 3 år (2% årligt), til lønomkostninger ('Overenskomst' Finansforbundet.dk (6)). Dette bør være et opmærksomhedspunkt for Vestjysk Bank, i forbindelse med strategien om C/I på 55% – 60%.

Kigger vi på rentemarginalen¹⁰ på bankens udlån til kunderne er denne svagt stigende, hvilket dog ikke vurderes at være det udslagsgivende for fremgangen i den samlede indtjening. Vi vurderer at den faldende udlånsefterspørgsel medfører konkurrence blandt banker og finansielle institutter. Dette vil alt andet lige hæmme Vestjysk Banks muligheder for at øge rentemarginalen overfor kunderne.

Dermed må det vurderes, at Vestjysk Banks bedste mulighed for at påvirke deres indtjening kan ske via tilpasning af strukturer og omkostninger, fremfor at øge priserne overfor deres kunder.

⁹ C/I (Cost / Income). Beregnes med netto rente- og gebyrindtægter / udgifter til personale og administration.

¹⁰ Nettorenteindtægter / samlede udlån

9.1.3 Nedskrivninger

De årlige nedskrivninger har haft stor effekt for bankens indtjening de senere år.

Tkr.	2015	2016	2017	2018	2019	Genn.snit
Årlige nedskrivninger,	370.062	416.154	270.433	185.862	64.425	261.387
Årets nedskrivningspct.	1,9%	2,2%	1,5%	1,0%	0,3%	1,4%

Tabel 9.1.3.1 – Udvikling i nedskrivninger – Kilde: E Kilde: Egen tilvirkning pba. VJB-årsrapporter 2015-2019

Vestjysk Banks nedskrivninger har i perioden 2015 til 2019 haft en tilfredsstillende trend, hvilket i høj grad hænger sammen med bankens kreditstyring og tilpasning i forhold til især ejendoms- og landbrugskunderne.

Udviklingen i Vestjysk Banks samlede akkumulerede nedskrivninger, opdelt på 'landbrug', 'øvrige erhverv' og 'privat' kan ses som følger;

Mio.kr	2015	2016	2017	2018	2019
Landbrug	1.258	1.366	1.363	1.136	1.100
Øvrig erhverv	1.530	1.377	1.370	1.246	1.047
Privatkunder	320	305	273	266	251
I alt	3.108	3.048	3.006	2.648	2.398

Tabel 9.1.3.2 – Akk. nedskrivninger – Kilde: Kilde: Egen tilvirkning pba. VJB-årsrapporter 2015-2019

Som det ses i ovenstående tabel, er udviklingen tilfredsstillende idet nedskrivningerne falder. Det er især på grund af bankens landbrugskunder, hvilket i lange tider har tynget Vestjysk Bank. Forholdet med store udsving i nedskrivninger på landbrug strækker sig længere tilbage end denne regnskabsanalyse. Bankens værdier og strategi om at være en 'landbrugsbank', har medført perioder med større nedskrivninger fra tiden allerede før Finanskrisen i 2008.

I forbindelse med aflæggelse af regnskab og årsrapporten 2019, udtaler adm. Direktør Jan Ulsø Madsen (Finanswatch, 20.02.20 (F); *"Siden finanskrisen har nedskrivninger på udlån og garantier været vores smertensbarn. Nu vurderer vi, at vores nedskrivningsprocent ligger på niveau med kollegerne i branchen, og vi glæder os over den positive udvikling, der har været. Vi har arbejdet benhårdt på at løse de svære sager, og vi er lykkedes med at løfte kvaliteten af vores udlånsbog til et nyt og bedre niveau. Udviklingen er central for det gode sted, vi i dag står, og er essentiel for vores fremadrettede forretning,"*

Ses der nøgternt på nedskrivningerne i 2019, kan man se hvorfor adm. Direktør Jan Ulsø Madsen er tilfreds med udviklingen.

Fordeling udlån og garantier 31.12.2019 (mio. kroner)	Udlån og garantier før nedskrivninger	Akk. nedskrivninger	Udlån og garantier efter nedskrivninger	Årets nedskrivninger
Mælkeproducenter	1.546	616	930	68
Svineavl	1.179	336	843	-102
Øvrigt landbrug	519	148	371	81
Landbrug i alt	3.244	1.100	2.144	47
Fast ejendom	2.142	281	1.861	-36
Øvrige erhverv	5.569	766	4.803	51
Erhverv i alt	10.955	2.147	8.808	62
Privat	5.630	251	5.379	2
I alt	16.585	2.398	14.187	64

Figur 9.1.3.1 –Akkumuleret nedskrivninger – Kilde: VJB-årsrapport 2019

Ovenstående figur viser de samlede nedskrivninger på 64 mio. kr. for året, hvilket er et tilfredsstillende niveau jf. adm. direktør Jan Ulsø Madsen.

Det er især svineproducenterne som har haft gunstige vilkår i 2019 og fortsat har i 2020, hvilket hænger sammen med at den afrikanske svinepest har affødt yderst attraktive svineafregninger i 2019 med dertil positive prognoser for 2020 ("Svineafregninger", Seges.dk). Nedskrivningerne på landbrugskunder er derfor meget konjunkturfølsomme, og må forventes at stige igen hvis svineafregningen falder.

For at kunne levere en tilfredsstillende ROE overfor bankens aktionærer, er det derfor vigtigt at Vestjysk Bank kan kontrollere og styre deres kreditpolitikker, således de årlige nedskrivninger kan håndteres indenfor en passende indtjening. Perioden 2015 til 2019 har vist, at Vestjysk Bank har en meget tilfredsstillende udvikling i bankens akkumulerede nedskrivninger.

9.2 Return on assets (ROA)

Dette finansielle nøgletal omtales og beskrives bedst som bankens afkastningsgrad. Nøgletallet viser os det årlige afkast af de samlede aktiver, eller formuleret på anden måde bankens forrentning af den investerede kapital pr. kapitalkrone.

Vi har valgt at beregne ROA uden 'aktiver tilknyttet puljeordninger', idet dette aktiv er kundernes andel af investeringsforeninger mm., i bl.a. pensionsordninger mv. Disse ordninger er i henhold til lovgivningen kreditorbeskyttet ved konkurs af Vestjysk Bank. Dette aktiv udgør dermed ikke Vestjysk Banks primære aktiver – og kan derfor ej heller henføres til den primære indtjening. Vi er

dog opmærksomme på, at Vestjysk Bank vil slå afkast på disse puljeordninger, i form af provision- og gebyrindtægter.

Vores beregning af ROA er derfor udregnet som følger;

$$ROA = \frac{\text{Resultat efter skat}}{\text{Gennemsnit af primo og ultimo aktiver} - \text{puljeordninger}} \times 100$$

ROA	2015	2016	2017	2018	2019	Genn.snit
Vestjysk Bank	0,25%	0,44%	0,95%	1,77%	2,85%	1,25%
Arbejdernes Landsbank	0,71%	1,01%	2,66%	0,63%	1,05%	1,21%
Sparekassen Kronjylland	1,05%	1,09%	1,35%	0,94%	1,59%	1,20%
Sparekasse Sjælland-Fyn	0,76%	1,14%	1,28%	0,97%	0,98%	1,03%

Tabel 9.2.1 – ROA - Kilde: Egen tilvirkning pba. VJB-årsrapporter 2015-2019

Ovenstående tabel er en simpel opstilling af afkastet på aktiverne. Regulerer vi Vestjysk Banks indtjening i forhold til de ekstraordinære indtægter, som vi gjorde i analysen af ROE, kan følgende opstilles:

	2015	2016	2017	2018	2019	Genn.snit
Vestjysk Bank	0,25%	0,44%	0,95%	1,32%	1,87%	0,96%

Tabel 9.2.2 – Reguleret ROA – Kilde: Egen tilvirkning pba. VJB-årsrapporter 2015-2019

Vi mener at beregningen inklusiv de ekstraordinære indtægter i form af frasalg af aktiver som Spar Invest Holding SE samt udnyttelse af skatteaktiver bedst beskriver det løbende afkast af banken. Disse begivenheder er en strategisk beslutning af bankens direktion og ledelse, som over årene giver det bedste billede af det løbende afkast af aktiverne.

Nøgletallet fortæller os dermed, at Vestjysk Bank i gennemsnit har fået 1,25% afkast pr. investeret kapitalkrone i perioden 2015 til 2019. Dette anser vi umiddelbart som værende tilfredsstillende, da nøgletallet isoleret set minimum bør være 1% og at niveauet på 1,25% er jævnt på niveau med sammenligningsbankerne.

Ses der på et mere generelt billede af sektoren, er der foretaget en analyse og rapport fra CBS omkring ROA for banker i Danmark og Europa med realiseret afkastningsgrad (ROA) i perioden 1996 til 2016 (Nielsen & Ohnemus, Egenkapitalforrentning i banker, Finans Invest, december 2018(G))

Rapporten og analysen af bankernes ROA er delt op for banker der har fastsat målsætning for

indtjening og dem der ikke har, det vil sige 'med og uden mål'. Umiddelbart ligger de danske bankers ROA i gennemsnit på ca. 1,0%, dog med udsving.

9.2.1 Sammensætning af aktiver

ROA er ligesom ROE et gearret nøgletal. Det betyder, at minimerer Vestjysk Bank deres balance med uændret indtjening, vil ROA alt andet lige stige. Derfor skal vi være opmærksomme på, at vores beregning af ROA uden Vestjysk Banks puljeaktiver, viser en højere ROA end hvis dette aktiv er medregnet i balancen.

I afsnittet omkring ROE gennemgik vi bankens indtjening, som med en styrket udvikling og en uændret aktivmasse (balance) vil vise en forbedret og højere ROE og derved også ROA.

Dermed mener vi at det er interessant at se på aktivsammensætningen i Vestjysk Bank, da en reduceret gearing i balance, vil kunne styrke ROA.

Tkr.	2015	2016	2017	2018	2019
Kassebeholdning og tilgodehavender	715.303	923.050	1.124.549	967.560	1.170.972
Udlån mm.	13.379.021	12.528.922	11.628.839	10.797.340	10.220.920
Obligationer til dagsværdi	4.014.258	3.128.881	3.292.780	3.533.714	4.268.252
Aktier m.v.	179.255	254.704	274.227	441.928	502.314
Aktiver tilknyttet puljeordninger	2.108.604	2.411.815	4.890.171	4.681.410	5.232.977
Immaterielle aktiver	4.489	3.780	2.435	466	17
Grunde og bygninger	352.431	324.915	317.205	310.806	261.684
Øvrige materielle aktiver	4.378	2.133	6.029	5.910	4.831
Skatteaktiver	5.482	0	1.686	76.094	98.000
Andre aktiver	332.568	299.662	348.502	367.203	415.928
Periodeafgrænsningsposter	18.267	16.778	15.977	15.781	16.004
<i>Aktiver i alt</i>	<i>21.114.056</i>	<i>19.894.640</i>	<i>21.902.400</i>	<i>21.198.212</i>	<i>22.191.899</i>

Tabel 9.2.1.1 – Vestjysk Banks aktiver – Kilde: Egen tilvirkning pba. VJB-årsrapporter 2015-2019

I ovenstående tabel er der medtaget 'aktiver tilknyttet puljeordninger', for at fremvise bankens samlede aktiver. Dette aktiv er som tidligere beskrevet ikke medtaget i beregning af ROA.

Vestjysk Banks aktiver har i perioden været optaget til 21.260.241 tkr. i gennemsnit og er derfor i 2019 forøget. Sammensætningen af aktiver har i perioden ændret sig i takt med især faldende udlån mm. på ca. 24%.

Forøgelse af aktiverne ses især på bankens egenbeholdning af værdipapirer (obligationer til dagsværdi samt aktier m.v.) og 'aktiver tilknyttet puljeordninger'. På baggrund af MIFID II, har

Vestjysk Bank haft stor fokus på at flytte værdipapirer i kundedepoter udenfor balancen til puljemidler, hvilket er årsagen til den markante stigning i denne post i perioden (Vestjysk Bank, Årsrapport 2017)

Vestjysk Bank, tkr.	2015	2016	2017	2018	2019
Indlån (passiv)	15.981.237	14.559.276	13.505.603	12.901.985	13.042.817

Tabel 9.2.1.2 – Oversigt over indlånssaldo – Kilde: Egen tilvirkning pba. VJB-årsrapporter 2015-2019

Kundernes indlån er placeret i Vestjysk Banks passiver og har oplevet et fald i perioden 2015-2019, hvilket kan forklares med, at kunderne har søgt alternative placering i fx puljeordninger for højere og mere attraktivt afkast.

9.2.2 Gearing af egenkapitalen

I forlængelse af analysen af Vestjysk Banks aktivsammensætning, vil vi nu inddrage egenkapitalen overfor den samlede aktivmasse. Ved at gøre dette, finder vi Vestjysk Banks gearing. Denne gearing viser sammenhængen mellem ROE og ROA.

Bankens gearing måles ved at se bankens aktionærkapital op mod se samlede aktiver. Heri har vi medregnet 'aktiverne tilknyttet puljeordninger'.

	2015	2016	2017	2018	2019	Gennemsnit
Vestjysk Bank	16,4	15,0	11,3	9,3	8,4	12,1
Arbejdernes Landsbank	8,0	7,9	7,4	7,6	8,3	7,8
Sparekassen Kronjylland	7,1	6,8	6,7	6,7	6,7	6,8
Sparekasse Sjælland-Fyn	7,8	7,5	7,7	7,8	7,8	7,7

Tabel 9.2.2.1 – Gearing – Kilde: Egen tilvirkning pba. årsrapporter 2015-2019

Som det ses i ovenstående tabel, har Vestjysk Banks gearing været signifikant højere end sammenligningsbankerne. I perioden 2015 til 2019 har de dog reduceret bankens gearing til et mere markedskomfortabelt niveau – set i forhold til de tre sammenligningsbanker.

Som vist i ovenstående tabel 9.2.2.1 er bankens samlede aktiver steget i perioden med 5,1%. Til sammenligning er Vestjysk Banks aktionær egenkapital steget med 97,2%, hvilket forklarer udviklingen i Vestjysk Banks gearing.

Afslutningsvis kan sammenhængene mellem ROE, ROA og gearingen udtrykkes via en beregning og formel, som er følgende;

$ROA = ROE / \text{gearingsfaktor}$

$ROE = ROA \times \text{gearingsfaktor}$

Ønsker Vestjysk Bank fx at fastholde deres ROE på 9,3%, som er inklusiv de ekstraordinære indtægter som tidligere beskrevet, med en fortsat reduceret gearing på fx 7,5, vil dette give en ROA på 1,24%¹¹.

9.3 Delkonklusion ROE og ROA

Med baggrund i vores analyse af de to nøgletal, kan vi overordnet konkludere at Vestjysk Banks indtjening fra 2015 til 2019 har haft en meget tilfredsstillende udvikling. Dette begrundes med udviklingen i nøgletallene og benchmarkingen med sammenligningsbankerne.

Vi kan konkludere, at Vestjysk Bank har en styrket ROE og ROA i hele analyseperioden. Dette til trods for at den primære indtjening på nettorenteindtægterne er faldet hvert år i perioden grundet generelt fald i bankens udlån og nulrentemiljø på indlån. Vestjysk Bank har formået at vedholde en større indtjening på gebyr og provisionsindtægter.

I analyseperioden ser vi en tilpasning af faste omkostninger og faldende nedskrivninger. Dette beviser, at ledelsen og direktionen har udvist handlekraft i forhold afskedigelse af medarbejdere og strategisk planlægning i forhold til optimering af indtjeningen.

Nedskrivningerne er tilpasset og reduceret betydeligt og har derfor også haft stor effekt på nøgletallene. Det er vigtigt at have for høje, at Vestjysk Bank er eksponeret i landbrugssektoren, som er meget volatil og konjunkturfølsom.

Bankens balance og aktiver er samlet steget i perioden, dog med en ændret sammensætning. Det kan konkluderes at bankens gearing er faldet, via en styrket aktionær egenkapital.

Vestjysk Banks indtjeningens muligheder findes overordnet i tre indtjeningsben, som i alle andre banker, renteindtægter på indlån, indtægter på udlån og gebyrer.

¹¹ $1,24\% = 9,3\% / 7,5$ eller $9,3\% = 1,24\% \times 7,5$

Med baggrund i et nulrentemiljø er indtjening på indlån pt. ikke en mulighed, udlån har været faldende fra 2015 til 2019 og er dermed også en reduceret indtjening. Dette efterlader gebyrindtægter og/eller tilpasning af omkostninger, for at styrke bankens indtægter fremadrettet.

9.4 Internal Capital Generation Rate (ICGR)

Nøgletallet beskriver konkret hvor meget Vestjysk Bank kan øge deres aktiver med uden at det påvirker bankens solvens.

Vi har benytte følgende formel til beregningen af ICGR;

$$ICGR = \frac{\text{Resultat efter skat} - \text{udbytte}}{\text{egenkapital i alt, ultimo}} \times 100$$

I analysen af ROA så vi at andelen af kundernes udlån er det primære aktiv i banken. Dermed vil det være interessant, at se hvor meget banken kan øge deres udlån med, uden at det vil påvirke bankens soliditet og solvens negativt, alt andet lige.

I perioden fra 2015 til 2019 har banken skulle efterleve CRD IV, hvilket har medført fokus på konsolidering af bankens egenkapital. Det er vigtigt at have for øje, at der her er tale om den bogførte egenkapital, som består af aktionærernes egenkapital samt hybrid kernekapital.

	2015	2016	2017	2018	2019
Vestjysk Bank (1)	3,52%	5,37%	6,49%	11,44%	16,16%
Vestjysk Bank (2)	3,52%	5,37%	6,49%	8,54%	10,58%
Arbejdernes Landsbank	5,38%	7,38%	16,80%	4,42%	8,50%
Sparekassen Kronjylland	6,86%	7,02%	8,47%	5,91%	9,61%
Sparekasse Sjælland-Fyn	7,03%	10,48%	11,55%	7,72%	7,95%

Tabel 9.4.1 – ICGR – Kilde: Egen tilvirkning pba. årsrapporter 2015-2019

Ovenstående tabel viser udviklingen i ICGR for de fire banker. Vi har beregnet ICGR med (1) og uden (2) de ekstraordinære indtægter som salg af SparInvest Holding SE og udnyttelse af skatteaktiv.

Det skal bemærkes at Arbejdernes Landsbank er den eneste af de fire banker, som har udbetalt udbytte til aktionærerne i alle 5 regnskabsår. Sparekassen Sjælland-Fyn har udbetalt udbytte i 2017. Vestjysk Bank og Sparekassen Kronjylland har ikke udbetalt udbytte i perioden.

Det skal igen nævnes at ICGR er et gearret tal, det vil sige at tallet alene viser forholdet i et enkelt år. Der ses fx stor forskel på Vestjysk Banks ICGR (1) og (2) i ovenstående tabel, alene fordi vi har korrigeret for ekstraordinære indtægter.

ICGR viser en stigende tendens i perioden ligesom tidligere beregnet ROE og der kan igen argumenteres for, at ICGR vil blive styrket via en højere indtjening, som argumenteret for i afsnittet omkring ROE.

Nøgletallet kan i denne sammenhæng også benyttes til at vurdere Vestjysk Banks mulighed for at øge udlån til kunderne, uden at det vil påvirke solvensen i banken. Såfremt den årlige udlånsvækst overstiger ICGR, vil bankens soliditet og derved solvens falde, alt andet lige.

	2015	2016	2017	2018	2019
Vestjysk Bank (1)	3,52%	5,37%	6,49%	11,44%	16,16%
Vestjysk Bank (2)	3,52%	5,37%	6,49%	8,54%	10,58%
<i>Udlånsvækst</i>	<i>-9,3%</i>	<i>-6,4%</i>	<i>-7,2%</i>	<i>-5,6%</i>	<i>-5,3%</i>
Arbejdernes Landsbank	5,38%	7,38%	16,80%	4,42%	8,50%
<i>Udlånsvækst</i>	<i>8,1%</i>	<i>6,5%</i>	<i>4,3%</i>	<i>0,8%</i>	<i>3,5%</i>
Sparekassen Kronjylland	6,86%	7,02%	8,47%	5,91%	9,61%
<i>Udlånsvækst</i>	<i>14,2%</i>	<i>15,4%</i>	<i>10,3%</i>	<i>14,8%</i>	<i>2,7%</i>
Sparekasse Sjælland-Fyn	7,03%	10,48%	11,55%	7,72%	7,95%
<i>Udlånsvækst</i>	<i>-2,9%</i>	<i>7,9%</i>	<i>11,9%</i>	<i>6,1%</i>	<i>0,4%</i>

Tabel 9.4.2 – ICGR / Udlånsvækst – Kilde: Egen tilvirkning pba. årsrapporter 2015-2019

Ovenstående tabel viser Vestjysk Bank og sammenligningsbankernes årlige ICGR og udlånsvækst. Som tidligere nævnt har Vestjysk Bank haft faldende udlån i hele perioden hvilket ses på den negative udlånsvækst. Grundet Vestjysk Banks gode udvikling i den årlige indtjening, endda på en stigende bogført egenkapital giver den årlige ICGR, mulighed for en relativ pæn udviklingsvækst uden at det påvirker bankens soliditet og solvens negativt.

Det skal pointeres at bankens soliditet og solvens ikke er det samme, da et udlån ikke påvirker på samme niveau. Dette skyldes at et udlån påvirker de risikovægtede aktiver (poster), i forhold til nedvægtningsreglerne for udlån, som beskrevet i kapitlet omkring Kapitalgrundlag.

I forhold til ovenstående tabel er det værd at bemærke, at alle sammenligningsbankerne stort set har positiv udlånsvækst i perioden modsat Vestjysk Bank. Som vurderet og beskrevet tidligere har Vestjysk Bank haft en konservativ kreditappetit i perioden, grundet den tidligere mere offensive kredit- og udlånspolitik. Vestjysk Banks forretningsplan for 2019 - 2021 lægger op til stigende forretningsomfang på udlån. Udlånsvæksten skal især komme igennem nye gode privatkunder og erhvervskunder, som øger gennemsnittet af bankens kundebonitet (Vestjysk Banks Forretningsmodel 2019 – 2021). Der beskrives tydeligt, at den ønskede vækst i forretningsomfanget kontinuerligt skal balanceres i forhold til bankens likviditet og kapitalstruktur, hvor vi vurderer at ICGR er et centralt nøgletal fremadrettet for Vestjysk Bank.

9.5 Weighted Average Cost of Capital (WACC)

Dette nøgletal benyttes til vurdere bankernes omkostning til fremskaffelse af kapital. WACC er den beregnede og vægtede gennemsnitlige renteomkostning samlet set, både i forhold til aktionærers afkastkrav, men også de realiserede renteomkostninger til bankens långivere, som kreditinstitutter, centralbanker, efterstillet kapital og kundernes indlån i banken. Kundernes indlån har de senere år været en renteomkostning, grundet den negative indskudsbevisrente i Nationalbanken.

Formlen til beregning af WACC er således;

$$WACC (k_w) = k_d (1-T) L + k_e(1-L)$$

Beregningen tager højde for flere variable og kan deles op i to led. Første led tager udgangspunkt i renteomkostninger til fremmedkapital (kreditinstitutter, centralbanken og kunders indlån) og andet led tager udgangspunkt i aktionærernes afkast på egenkapitalen.

Følgende forudsætninger og forklaringer er benyttet til beregning af WACC:

T (Skattesats)	Aktuel skattesats for banker (selskaber) i det pågældende år ("Skattesatser", Skatteministeriet.dk (8))
Risikofri rente	Benyttes til alternativ placering og afkast for aktionærerne. Vi har valgt at tage udgangspunkt i 0%. Der kunne argumenteres for at tage udgangspunkt i Nationalbankens indskudsbevisrente som de senere år har været negativ. Vi kunne også have taget udgangspunkt i den 10årige statsobligation, som i 2020 er -0,4% ("Indskudsbevisrenten" nationalbanken.dk (9)).

	I et "nulrentemiljø" er det svært at opnå alternativt afkast for aktionæren. Et eksempel er at flere banker, herunder Vestjysk Bank har varslet negativ indlånsrente til privatkunder (Vestjysk Bank indfører negative renter på privatkunders opsparing, Politikken, 15.1.20 (H)). Erhvervskunder er allerede omfattet af dette ("Vestjysk Banks prisbog", Vestjyskbank.dk (10)).
Beta (β)	Der tages udgangspunkt i de enkelte bankers beta pr 29/2-2020. (Beta, MSN.com (11)) Vi er opmærksomme på at beta isoleret set for den enkelte bank kan være misvisende, grundet fx lav omsættelighed af den enkelte aktie. Vi har dog valgt at tage udgangspunkt at bankernes individuelle beta, for at give et billede af forskellene på bankerne.
Markedsafkast	Vi har valgt at tage udgangspunkt i de fire bankers realiseret gennemsnitlige ROE i perioden 2015 til 2019.
Egenkapital	Vi har benyttet den gennemsnitlige aktionærer egenkapital for de fire banker.

På baggrund af ovenstående forudsætninger, kan følgende opstilles:

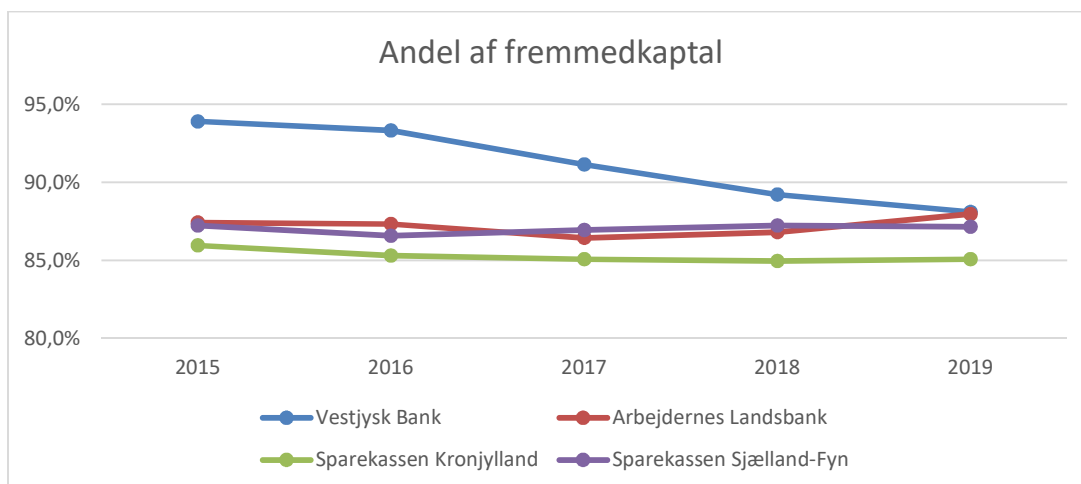
WACC	2015	2016	2017	2018	2019	Gen.snit
Vestjysk Bank (1)	1,15%	0,97%	0,80%	0,71%	0,68%	0,86%
Vestjysk Bank (2)	1,12%	0,94%	0,75%	0,65%	0,60%	0,81%
Arbejdernes Landsbank	0,94%	0,88%	0,91%	0,90%	0,81%	0,89%
Sparekassen Kronjylland	1,02%	0,98%	0,92%	0,86%	0,90%	0,94%
Sparekasse Sjælland-Fyn	1,50%	1,20%	1,02%	1,00%	0,82%	1,11%

Tabel 9.5.1 – WACC – Kilde: Egen tilvirkning pba. årsrapporter 2015-2019

For at kunne vurdere Vestjysk Banks WACC i perioden, vil vi analysere 1. og 2. led i beregningen af WACC hver for sig. Ovenstående WACC beregning for Vestjysk Bank, er udarbejde med (1) og uden (2) ekstraordinære indtægter.

9.5.1 Første led (renteomkostninger for fremmedkapital)

Som det ses i tabel 9.5.1, kan det konkluderes at den løbende WACC for både Vestjysk Bank og sammenligningsbankerne er faldet i perioden. Dette skyldes bl.a. at andelen af fremmedkapital i bankernes balancer er faldet.



Figur 9.5.1.1 Andel af fremmedkapital – Kilde: Egen tilvirkning pba. Årsrapporter 2015-2019

Som det ses i ovenstående graf, er Vestjysk Banks fremmedkapital faldet markant i perioden 2015 til 2019. Dette er en del af konsolideringsstrategien for banken, som især er blevet afhjulpet med aktieemissionen i 2017 og de løbende resultater, hvor der har været fokus på at polstre aktionærkapitalen fremfor at udbetale udbytte.

Sammenligningsbankerne ligger på niveau i perioden, hvor dog Arbejdernes Landsbank stikker ud ved at have en stigende andel af fremmedkapital. Dette skyldes at der er tale om et gearret tal og at Arbejdernes Landsbanks balance i perioden er steget med ca. 38%, hvor aktionærernes egenkapital ”kun” er steget med lidt over 21%, hvilket udhuler bankens soliditet og andelen af fremmedkapitalen stiger.

Tkr.	2015	2016	2017	2018	2019
Gæld til kreditinstitutter og centralbanker	13.577	16.066	30.776	28.956	13.001
Indlån	18.089.841	16.971.091	18.395.774	17.583.395	18.275.794
Aktuelle skatteforpligtelser	0	2.655	0	0	3.715
Øvrige forpligtelser	653.309	564.495	540.752	529.560	495.557
Gæld i alt	18.756.727	17.554.307	18.967.302	18.141.991	18.787.957

Tabel 9.5.1.1 – Vestjysk Bank fremmedkapital – Kilde: Egen tilvirkning pba. VJB-årsrapporter 2015-2019

I ovenstående tabel ses at Vestjysk Banks fremmedkapital og gæld i perioden 2015 til 2019 stort set har været uændret.

Kundernes indlån i ovenstående tabel er det totale beløb, i forhold til placering på kontant eller puljer. Den kontante placering på fx anfordringskonto, aftale indlån mv. har løbende været en

omkostning for Vestjysk Bank, henset til at en stor del af disse skal videreplaceres i Nationalbanken. En stor del af dette placeres til indskudsbevisrenten, som i hele perioden har været negativ.



Figur 9.5.1.2 – Indskudsbevisrenten – Kilde: Danmarks Nationalbank

Som det kan ses i ovenstående graf, har indskudsbevisrenten været negativ i perioden 2015 til 2019 og er det fortsat i 2020. For at minimere denne omkostning, har bankerne i Danmark indført negativ indlånsrente til erhvervs- og privatkunder. Privatkunderne er først kommet i spil i 2020, hvor også Vestjysk Bank i januar 2020 besluttede at indføre negativ indlånsrente til privatkunder for indestående over DKK 500.000 kr. ("Vestjysk Banks prisbog", Vestjyskbank.dk (10)) På den måde minimere de deres egen omkostning for videreplacering i Nationalbanken.

Udover omkostninger til fremmedkapital er der også renteomkostninger til supplerende kapital og hybrid kernekapital.

Tkr.	2014	2015	2016	2017	2018
Supplerende kapital (aktiv)	335.091	290.757	361.966	332.658	347.015
Hybrid Kernekapital (aktiv)	436.027	387.481	230.000	230.000	155.000
Fremmedkapital (passiv)	18.756.727	17.554.307	18.967.302	18.141.991	18.787.957
<i>I alt</i>	<i>19.527.845</i>	<i>18.232.545</i>	<i>19.559.268</i>	<i>18.704.649</i>	<i>19.289.972</i>
Samlet rentebetalinger	251.729	192.389	117.767	84.720	66.117

Tabel 9.5.1.2 – Vestjysk Banks rentebetalinger – Kilde: Egen tilvirkning pba. VJB-årsrapporter 2015-2019

I ovenstående tabel ses de samlede renteomkostninger fordelt på de forskellige typer lånekapital. Det er bemærkelsesværdigt at se at den samlede gæld fordelt på de tre typer lånekapital er på nogenlunde samme niveau i perioden, dog med mindre udsving, samtidig med at den samlede rentebetaling falder markant hvert år.

Renteomkostningen er fra 2015 til 2019 faldet med 73,7%. Til sammenligning er WACC faldet med

41% i perioden og kan derved konkluderes at hænge sammen med de faldende renteomkostninger til især fremmedkapitalen. Rentebetalingerne til hybrid- og supplerende kernekapital er i perioden steget, men andelen af renteomkostningerne går primært til fremmedkapital, som primært er til kundernes indlån.

9.5.2 Andet led (omkostninger til egenkapital)

Andet led i beregningen viser omkostningen til aktionærernes egenkapital ud fra aktiens individuelle Beta, forventet markedsafkast og den alternative placering (den risikofrie rente).

Beta viser bankens akties svingerne i forhold til markedet. Vestjysk Banks beta er 0,25, hvilket betyder at den svinger 75% mindre end markedet. Beta på 1 er markedsneutralt og følger dermed markedet.

		Individuel beta	ROE ¹²
Vestjysk Bank	-	0,25	9,3% / 7,4%
Arbejdernes Landsbank	Banken er ikke børsnoteret. Der er forudsat en Beta på 0,50	-	9,0%
Sparekassen Kronjylland	Banken er ikke børsnoteret i og med at det er en sparekasse. Der er forudsat en Beta på 0,50	-	8,6%
Sparekasse Sjælland-Fyn		0,59	6,8%

Tabel 9.5.2.1 – Forudsætninger for beregning af 2. led – Kilde: Egen tilvirkning pba. VJB-årsrapporter 2015-2019

9.6 Samlet vurdering af WACC

Udviklingen i WACC er tilfredsstillende for Vestjysk Bank, da den har været faldende i hele perioden. Årsagen til dette skal hovedsageligt findes i, at rentebetalingerne til kundernes indlån er faldet markant i perioden.

Årsagen til at Vestjysk Banks WACC ikke falder i samme takt med deres samlede rentebetalinger (første led), skal findes i at andelen af aktionærernes egenkapital stiger væsentligt i perioden, hvilket kan ses i tabellen 9.5.1.1 'Andel af fremmedkapital', hvor aktionærernes egenkapital stiger, i

¹² Gennemsnitlige ROE efter skat i perioden 2015 til 2019.

forhold til andelen af fremmedkapital.

Vestjysk Bank skal dog være opmærksom på at en ”for stor” aktionær egenkapital vil belaste bankens WACC, da aktionærer har en afkastforventning i niveauet af minimum den forudsatte ROE på 7,4%.

Det er også værd at bemærke, at Vestjysk Banks WACC er den laveste blandt de fire banker, hvilket isoleret set er tilfredsstillende.

9.7 Delkonklusion ICGR og WACC

Vi vurderer at ICGR og WACC viser en sund og fornuftig udvikling af Vestjysk Banks kapitalforhold, hvor vi kan se begge nøgletal er styrket via den solide konsolidering af bankens aktionærkapital.

Den realiserede ICGR i perioden 2015 -2019 har vist gode muligheder for at udvide og vækste bankens udlån (aktiver), uden at det vil svække Vestjysk Banks soliditet og solvens. Et bekymrende nøgletal i den forbindelse er Vestjysk Banks udlånsvækst, som er negativ hvert år. Omvendt vurderer vi, at banken har løst dette tilfredsstillende i perioden, ved at realisere en tilfredsstillende indtjening via tilpasning af faste omkostninger og faldende nedskrivninger.

Vestjysk Banks WACC er i en god udvikling, da denne er faldet betydeligt fra 2015 til 2019, hvilket indirekte styrker bankens indtjening. Det er især rentebetalingerne til kundernes indlån, som har været medvirkende til en faldende WACC, grundet det generelt lavere renteniveau i Danmark. Fra 2020 har Vestjysk Bank valgt at videreføre en del af det negative rentemiljø til kunderne, da de har valgt at indføre negativ rente til privatkunderne, hvilket vurderes fornuftigt.

Bankens WACC vil være belastet af en løbende større aktionær egenkapital, hvilket strategisk set kan være klogt, da en solid og robust egenkapital er godt i forhold til de gældende kapitalkrav. Det er dog et forhold som Vestjysk Banks bestyrelse skal være opmærksom på fremadrettet.

10. Stresstesting

Vi har igennem vores afsnit omkring kapitalsammensætning og regnskabsanalyse konkluderet at Vestjysk Bank, i dag, opfylder alle de nødvendige kapitalkrav inkl. buffere og NEP-krav, endda med en fornuftig overdækning. De fremviser nøgletal med tilfredsstillende udvikling, som underbygger en styrket indtjeningsevne og en konsoliderende egenkapital.

Ved en stresstesting af Vestjysk Bank, kan vi få et billede af bankens kapitalmæssige styrke, i forhold til at imødekomme en eventuel ny finanskrise. Dette er ligeledes interessant for Arbejdernes Landsbank.

Vestjysk Bank var økonomisk udfordret ved finanskrisen i 2008 og i årene frem¹³. Nedenstående tabel viser bankens resultat før og efter skat og underbygger bankens økonomiske udfordringer idet vi ser store negative resultater, specielt fra 2011-2013.

Tkr.	2008	2009	2010	2011	2012	2013
EBT	254.729	-59.026	9.531	-558.776	-1.149.116	-442.373
Årets resultat	258.401	-41.292	5.978	-422.636	-1.448.524	-442.373

Tabel 10.1 - EBT/Årets resultat – Kilde: Egen tilvirkning pba. VJB-årsrapporter 2008-2013

Finanskriser er ikke ens og kan derfor være vanskelige at sikre sig imod. Lovmæssigt er der dog siden finanskrisen i 2008 sket store ændringer, således at bankerne i dag er tvunget til at tilsidesætte kapital til eventuelle perioder med lavkonjunktur.

Vores stresstesting vil tage udgangspunkt i den højaktuelle Covid19, som frygtes at kunne skabe en økonomisk udfordring på verdensplan og dermed også i Danmark, hvis den breder sig til en global pandemi.

Skulle scenariet blive en realitet vurderes det, at den samlede vækst i verdensøkonomien falder fra 2,3% til 1,1% i 2020, mens væksten i dansk økonomi aftager fra 1,3% til 0,9% i 2020. Vi vil primært blive ramt på vores eksport (Coronavirus, DR-nyheder, Dansk industri, 5.3.2020 (I))

I vores opstillede scenarie antages det at:

- Arbejdsløsheden vil stige
- Råvarepriserne vil stige
- Aktiekurserne falder, investeringslysten vil generelt falde
- Privat forbrug vil blive opbremsset
- Virksomheder vil holde igen med nye investeringer
- Faldende svine- og mælkepriser, idet eksporten rammes
- Ejendomspriserne vil falde

¹³ Se bilag 1 oversigtsark Vestjysk Bank

Ovenstående vil have følgende virkning:

- Udlån vil falde grundet den lavere aktivitet, hvilket vil påvirke både renteindtægterne og gebyr/provisionsindtægterne negativt.
- Kundens betalings- og gældsserviceringssevne vil blive forringet, hvilket vil betyde faldende kreditbonitet og øgede nedskrivninger.
- Vi vil se et stigende antal konkurser blandt bankens erhvervskunder.
- Krise i landbruget vil betyde øgede nedskrivninger og tab.
- Faldende værdier (LTV) på ejendomme, hvilket vil betyde en stigning i risikovægtede aktiver.

Vi har udarbejdet et 3-årigt estimat, hvor den nye finanskriser slår hårdt ned allerede i 2020 og vil være svagt stigende de efterfølgende 2 år.

Estimatet er opstillet under følgende forudsætninger:

- Den kontracykliske buffer er udtaget, idet den frigives ved en lavkonjunktur.
- Der forventes ikke at blive betalt renter på deres hybride kernekapital eller blive betalt skat i den medregnede periode.
- Årets resultat i 2020 er estimeret til -162 mio. kr. på baggrund af Vestjysk Banks gennemsnitlige resultater fra 2008-2013 og derefter halveret. Halveret idet det antages at kreditkvaliteten i deres engagementer er væsentligt forbedret siden 2008. De efterfølgende år er resultatet forringet med yderligere 10%.
- Deres individuelle solvensbehov forventes at blive væsentligt påvirket. Primært på kreditrisikoen, idet der forventes en stigning i de risikovægtede aktiver. Markeds- og operationel risiko vil også blive påvirket, men forventeligt i mindre grad. Vi har estimeret at det stiger med 50% i 2020 og yderligere 10% i de efterfølgende år.
- Der vil ske en stigning i deres risikovægtede aktiver. Vi har estimeret med en stigning på 20% i 2020 og yderligere 10% i de efterfølgende år.

Ud fra ovenstående forudsætninger er således udarbejdet estimat for Vestjysk Bank på over/underdækning samt deres estimerede kapitalsammensætning.

	2019	E 2020	E 2021	E 2022
Over/underdækning, Vestjysk Bank	7,50%	2,95%	0,23%	-2,41%
Kontracyklisk buffer	1,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Kapitalbevaringsbuffer	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
VJB Individuelle solvensbehov	2,10%	3,15%	3,47%	3,81%
Efterstillet gæld / supplerende kapital	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Hybrid kernekapital	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Egentlig kernekapital (ikke hybrid kernekapital)	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
CRD-IV inkl. individuelt solvensbehov	13,60%	13,65%	13,97%	14,31%
Kapitalprocent (solvens)	21,1%	16,6%	14,2%	11,9%

Tabel 10.2 – Estimeret over/underdækning ved stresstesting 2020-2022 – Kilde: Egen tilvirkning

Tkr.	2019	E2020	E2021	E2022
Kernekapital og kapitalgrundlag	3.015.542	2.853.456	2.675.161	2.479.037
Egentlig kernekapital (ikke hybrid kernekapital)	2.860.542	2.698.456	2.520.161	2.324.037
Minimumskapital ift. CRD-IV	1.947.022	2.345.016	2.639.990	2.974.666
Risikovægtede eksponeringer i alt	14.316.337	17.179.604	18.897.564	20.787.321

Tabel 10.3 – Estimeret kapitalgrundlag og risikovægtede eksponeringer – Kilde: Egen tilvirkning

Tabel 10.2 viser at Vestjysk Bank i alle år vil kunne opretholde en kapitalprocent, hvor de efterlever minimumskravet på 8%.

I 2021 vil de med en overdækning på kun 0,23% få udfordringer idet banken ikke vil kunne efterleve deres NEP-krav som i 2021 skal være indfasat med 3,10%.

I 2022 ses en kapitalprocent på 11,9% og nu en underdækning på -2,41%. Dette viser at de ikke kan efterleve bufferkravet (kapitalbevaringsbuffer) på 2,5% herudover har de i 2022 et NEP-krav på 4,35% som ikke kan inddækkes.

Vestjysk Bank mangler 495,6 mio. kr. i 2022 til at kunne inddække minimumskravene inkl. bufferkrav. Hvis vi medtager NEP-kravet vil beløbet være 1.399,9 mio. kr. for at inddække kravene. Myndighederne har mulighed for at gribe ind, hvis banken ikke opfylder deres bufferkrav, således at der udarbejdes en genopretningsplan, så banken ikke risikerer at komme under minimumskravet på 8%. Dette oplevede Vestjysk Bank senest i 2016.

Det skal dog nævnes at Vestjysk Banks egenkapital i 2022 dækker 11,18% af kapitalkravene, kravet til dette er minimum 7%¹⁴ hvilket de således opfylder i hele perioden. Dette viser at de seneste års konsolidering som Vestjysk Bank har foretaget, vil afhjælpe dem i en ny lavkonjunktur.

Nationalbankens seneste stresstest på bankerne viser, at flere af de ikke-systemiske banker kan opfylde minimumskravene men kan ikke opfylde bufferkrav i et stressscenarie. Det vurderes at de samlet mangler ca. 800 mio. kr. for at opfylde bufferkravene (Danmarks Nationalbank, Stresstest, 27.5.2019 (J)). Dette underbygger den stresstest som vi har udarbejdet på Vestjysk Bank, som viser at de opfylder deres minimumskrav på 8% men kan ikke opfylde deres bufferkrav.

Det er derfor vigtigt at Vestjysk Bank polstre sig kapitalmæssigt i opgangstider, således at de kan modstå en ny lavkonjunktur. Det understøtter at Vestjysk Bank skal være påpasselig med at udbetale udbytte af deres resultat til de har konsolideret sig til en væsentlig overdækning.

Med udgangspunkt i vores afsnit omkring WACC, det lave renteniveau og bankernes jagt på at søge afkast på alternative investeringer, kunne Vestjysk Bank med fordel optage fremmedkapital til polstring af kapitalgrundlaget og derved sikre sig mod en periode med lavkonjunktur.

Det kan være vanskeligt og dyrt for bankerne at optage fremmedkapital i perioder med lavkonjunktur.

10.1 Delkonklusion på Stresstest

Coronavirus kan starte en ny lavkonjunktur for den danske økonomi. Dette vil få indflydelse på dansk erhvervsliv og de danske banker.

Vi kan i vores stresstest konkludere, at Vestjysk Bank kan opfylde minimumskravet på 8% gennem hele stressperioden. Banken vil dog med en kapitalprocent i 2022 på 11,9% ikke kunne efterleve kravene til buffer og NEP-krav.

Vestjysk Bank skal fortsætte med at konsolidere sig, som de har gjort de seneste år, således at de skaber en væsentlig postring og overdækning, som kan benyttes ved en periode med lavkonjunktur. Udbyttebetalinger bør begrænses for styrke kapitalgrundlaget. Vestjysk Bank bør overveje, om de

¹⁴ CRD IV krav, Egentlig kernekapital 4,5% + Kapitalbevaringsbuffer 2,5%

skal optage fremmedkapital nu, mens det er gunstigt for at skabe kapitalmæssig overdækning til dårlige tider.

11. Arbejdernes Landsbanks overvejelser

Ud fra vores analyse af Vestjysk Banks kapitalforhold og indtjening, kan vi samlet set godt forstå hvorfor Arbejdernes Landsbank har valgt at opkøbe aktier i banken. Vestjysk Bank har vist og realiseret en betydelig fremgang i indtjeningen og kapitalgrundlaget de senere år. Arbejdernes Landsbank bestyrelse har, som vi ser det nu tre muligheder, i forhold til deres investering i Vestjysk Bank. Fastholde nuværende beholdning, reducere eller yderligere opkøb.

Set ud fra vores analyse, vurderer vi ikke at der er grundlag for at reducere eller sælge nuværende beholdning og ejerandel på lidt over 32%. Dette begrundes med, at Vestjysk Bank er en fint performerende bank indtjeningsmæssigt, som umiddelbart ikke har udfordringer kapitalmæssigt. Derudover vurderes Arbejdernes Landsbank egen kapitalbeholdning som robust, hvorfor de ikke umiddelbart har behov for at sælge aktierne.

Ved fastholdelse af nuværende ejerandel er denne investering isoleret set ganske tilfredsstillende. Dette så vi senest i årsrapporten i 2019, hvor Arbejdernes Landsbanks bruttoafkast var 128,6 mDKK på deres aktieandel i Vestjysk Bank. (Arbejdernes Landsbank årsrapport 2019).

Nuværende position og ejerandel kan også anses for at være en del af et længerevarende træk på et fuldt opkøb af Vestjysk Bank, hvor Arbejdernes Landsbank løbende vil slå afkast på investeringen og de to banker løbende får et tættere samarbejde. Bankanalytiker Mads Thinggaard fra ABG Sundal Collier, som følger Vestjysk Bank, udtaler bl.a. ”Der er muligvis nogle tanker om fælles produktion og internes services. At man fx kan dele servicecentre og i første omgang får nedbragt omkostninger uden at fusionere” (Finanswatch, 15.11.19 (R)).

Mads Thinggaard mener, at der kan gå noget tid, før vi ser næste skridt tages til opkøb: ”Jeg tror man arbejder med en ret lang horisont, og så starter man med nogle samarbejder, der måske er formaliseret joint venture eller lignende og langsomt glider de mere sammen og en fusion derved i stigende grad tænkes at blive aktuel”. En fordel ved dette er samtidig, at Arbejdernes Landsbank ikke skræmmer nuværende aktionere, som har bistået Vestjysk Bank i krisetider og dermed anses for at være et vigtigt aktiv for både Vestjysk Bank og Arbejdernes Landsbank ved en langsigtet fusion (Finanswatch, 15.11.19 (R)).

I og med der ikke er stemmeretsbegrænsning i Vestjysk Bank er Arbejdernes Landsbank i en god position på nuværende tidspunkt. Sammen med de to øvrige storaktionærer i banken, Nykredit og AP Pension ejer de tre selskaber tilsammen 66% af Vestjysk Bank og kan derved præge indflydelsen fremover. De tre aktionærer har i dag flere fælles strategiske samarbejder, hvilket også kan påtænkes at gøre sig gældende ved et eventuel fuldt opkøb fra Arbejdernes Landsbank.

Øges Arbejdernes Landsbanks nuværende ejerandel til 33%, vil det udløse et pligttilbud på hele banken jf. lov om værdipapirhandel §31, stk. 1-3, 6 og 8 (Finanstilsynet, Vejledning om § 31(T)). Dette har Arbejdernes Landsbanks topchef Gert Jonassen indtil nu afvist og udtaler ”Vi ser det som en god finansiell investering, og vi har samlet aktierne indenfor konsortiet for at holde sammen på det oprindelige ejerskab fra rekonstruktionen” (dåværende køb fra staten i 2017) (Finanswatch 11.11.19 (S)). Spørgsmålet er så, om det er en taktisk udmelding, for bl.a. at aktierne i Vestjysk Bank ikke stiger således et potentielt opkøb fortsat kan være gunstigt. For at kunne vurdere et fuldt opkøb, udarbejdes en værdiansættelse hvori synergieffekter er medtaget.

12. Værdiansættelse af Vestjysk Bank

For at kunne vurdere om hvorvidt Arbejdernes Landsbanks bør gennemføre et opkøb Vestjysk Bank eller ej, har vi valgt at opstille en værdiansættelse af Vestjysk Bank.

Med baggrund i vores analyse af bankens kapitalstruktur og regnskabsanalyse for perioden 2015 til 2019, er vi nu i stand til at opsætte et estimat for bankens indtjening via en resultatopgørelse for de kommende år. Vi vil også estimere et udbytniveau for Vestjysk Bank, set i forhold til bankens strategi omkring at have en kapitalsolvens på minimum 19,5% uden NEP-tillæg.

Med baggrund i disse estimater, vil vi udarbejde en værdiansættelse ved brug af ’Gordons Growth Model’, hvilket vi kommer ind på i senere.

12.1 Budget 2020 - 2024

Vi har valgt at opsætte et budget for de kommende 5 år, det vil sige 2020 til 2024. Vi mener at en 5-årig periode giver et retvisende billede af udviklingen og at en budgettering udover denne periode vil være forbundet med større usikkerhed.

Da værdiansættelsen skal vise et retvisende billede og danne grundlag for beslutning om hvorvidt Arbejdernes Landsbank bør opkøbe yderligere helt eller delvist i Vestjysk Bank, har vi valgt

grundlæggende at anlægge en forsigtig og konservativ tilgang til bankens indtjeningsmæssige udvikling.

Tkr.	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1 Renteindtægter	610.538	557.775	503.392	454.311	431.596	410.016	389.515
2 Renteudgifter	-62.533	-47.578	-47.578	-47.578	-47.578	-47.578	-47.578
<i>Nettorenteindtægter</i>	<i>548.005</i>	<i>510.197</i>	<i>455.814</i>	<i>406.733</i>	<i>384.018</i>	<i>362.438</i>	<i>341.937</i>
3 Gebyr- og provisionsindtægter	308.639	358.091	365.611	373.289	381.128	389.131	397.303
<i>Netto rente- og gebyr indtægter</i>	<i>856.644</i>	<i>868.288</i>	<i>821.425</i>	<i>780.022</i>	<i>765.145</i>	<i>751.569</i>	<i>739.240</i>
4 Kursreguleringer	35.000	184.939	18.294	18.294	18.294	18.294	18.294
5 Andre driftsindtægter	17.000	2.433	15.287	15.287	15.287	15.287	15.287
6 Udgifter til personale og administration	-470.000	-477.417	-477.226	-477.035	-476.844	-476.654	-476.463
7 Af- og nedskrivninger på materielle aktiver	-11.000	-30.000	-27.000	-27.000	-27.000	-27.000	-27.000
8 Andre driftsudgifter /nedskrivning goodwill		-1.569	-15.000	-15.000	-15.000	-15.000	-15.000
9 Nedskrivninger på udlån mm.	-186.000	-64.425	-208.764	-198.326	-198.326	-198.326	-198.326
<i>Resultat før skat</i>	<i>241.644</i>	<i>482.249</i>	<i>127.016</i>	<i>96.242</i>	<i>81.556</i>	<i>68.171</i>	<i>56.033</i>
10 Skat	54.000	-4.957	-27.943	-21.173	-17.942	-14.998	-12.327
<i>Årets resultat</i>	<i>295.644</i>	<i>477.292</i>	<i>99.072</i>	<i>75.069</i>	<i>63.614</i>	<i>53.173</i>	<i>43.705</i>

Tabel 12.1.1 – Estimat Vestjysk Bank – Kilde: Egen tilvirkning pba. Bilag 2

Ovenstående viser den samlede resultatopgørelse for budgetperioden. Der er i hver post angivet en note, hvori der er underliggende forudsætninger og kalkuler.

1. Renteindtægter

Bankens renteindtægter er den primære indtægt, som danner grundlag for tilfredsstillende resultater. Renteindtægten hviler naturligvis på bankes udlånssaldi og prissætning overfor kunderne.

En banks prissætning vil normalt være differentieret i forhold til beregnet og vurderet risiko pr. engagement og kundeforhold. Dette har vi valgt at se bort fra, da vi ikke vurderer, at have passende indsigt til at differentiere dette. Vi har valgt at budgettere med baggrund i den realiserede rentemarginal, målt ud fra det samlede udlån.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Udlån	10.797.340	10.221.000	9.709.950	9.224.453	9.224.453	9.224.453	9.224.453
Årlig udvikling i pct	7%	-5%	-5%	-5%	0%	0%	0%
<i>Bankens rentemarginal</i>	<i>5,65%</i>	<i>5,46%</i>	<i>5,18%</i>	<i>4,93%</i>	<i>4,68%</i>	<i>4,44%</i>	<i>4,22%</i>

Tabel 12.1.2 – Budgetteret renteindtægter – Kilde: Egen tilvirkning pba. bilag 2

Med baggrund i bankens udvikling af den samlede udlånssaldo, som er de senere år er faldet betydeligt, er dette isoleret set en bekymrende udvikling, hvilket vi også konkluderede i regnskabsanalysen. Vi mener ikke, at der basis for at Vestjysk Bank kan vende denne trend på den korte bane. Bankens forretningsplan for 2019 til 2021 lægger op til vækst via udlån, med undtagelse af udlån til landbrugskunder. Vi har derfor estimeret et fortsat årlig fald i udlånet på 5% i 2020 og 2021, herefter forventer vi med baggrund i bankens forretningsplan og strategi for 2019 – 2021, at udlånssaldoen kan fastholdes uændret i de 3 efterfølgende år.

Bankens rentemarginal på udlån til kunder er faldet stødt i årene 2015 til 2019. Vi forventer fortsat at Vestjysk Bank vil blive udfordret på dette område. Dette begrundes med en forventning om stigende konkurrence om kunder med god kreditbonitet og dermed et behov for at nedsætte rentemarginalen, for at fastholde kunderne. Herudover forventes banken fortsat at være udfordret af det negative rentemiljø, som alt andet lige bevirker mindre rentemarginaler. Vestjysk Bank har i 2020 indført marginalgrænser og varsling af negativ indlånsrente på private kunder og har allerede indført dette på deres erhvervskunder. Det kan mere ses som en ”damage control” frem for en indtjeningsmulighed, da nuværende rentemiljø stort set gør det umuligt at skabe indtægt på indlånsrentemarginaler. Vi har med baggrund i realiseret fald i rentemarginalen i perioden 2015 til 2019, valgt at estimere med et fortsat årligt fald op 5% i rentemarginalen.

2. Renteudgifter

Med baggrund i Vestjysk Banks historiske renteudgifter, som ses faldende i perioden fra 2008 til 2019, antager vi en fortsat trend af dette. Dette underbygges via vores analyse af bankens WACC i perioden 2015 til 2019 samt Nordeas renteprognose pr. 28/1-2020¹⁵.

Det skal bemærkes at Vestjyske Banks primære renteudgift er til bankens kunders indlån, som fra 2020 skal til at betale negativ indlånsrente. Dette vil alt andet lige også betyde at Vestjysk Banks renteudgifter falder i den forbindelse. Nordeas rente prognose viser en svag stigende rentetrend de kommende år. Med baggrund i disse antagelser, har vi valgt at estimere med uændret renteudgifter i budgetperioden, hvilket kan ses i ovenstående resultatopgørelse.

¹⁵ Se bilag 3 – Nordea renteprognose

3. Gebyr- og provisionsindtægter

Udviklingen har været god med en gennemsnitlig stigning på 4,2% i perioden 2015 til 2019, vel at mærke samtidig med at bankens udlån er faldet med 7% årligt. Vi vurderer med udgangspunkt i fortsat faldende udlån og en høj konkurrence, at det vil være svært at holde dette niveau fremadrettet. Derved antager vi en årlig stigning på 2,1%, hvilket er halvdelen af de realiserede 4,2%. Dette begrundes med at fastholde en realistisk og konservativ værdiansættelse af banken.

4. Kursregulering

Kursreguleringen i regnskab 2019 var præget af salg af aktier i Sparinvest AB. Det er umiddelbart svært at antage og estimere bankens fremtidige kursreguleringer, vi ønsker dog ikke at denne post har for stor effekt på bankens værdiansættelse, hvorfor vi har valgt at budgettere konservativt. Gennemsnitsindtjeningen på kursreguleringen fra 2015 til 2019 (uden ekstraordinære indtægter) var 36.588 mio. kr. Vi har valgt at budgettere med halvdelen af dette (18.294 mio. kr.) i perioden 2020-2024.

5. Andre driftsindtægter

Vi har valgt at budgettere med gennemsnittet af realiserede indtægter i perioden 2015 - 2019 som er 15.287 mio. kr.

6. Udgifter til personale og administration

Dette er bankens klart største udgift og er derfor også vigtig for direktionen. Udgifterne dækker over lønninger, pensioner, lønsumsafgift og øvrige udgifter til social sikring. Herudover dækker det IT-udgifter, husleje, lys, varme, porto, telefon og øvrige administrationsudgifter. Det skal ligeledes bemærkes, at posten og dækker vederlag til direktion og bestyrelse.

Vi har valgt at dele dette i to, ”løn, pension og lønsumsafgift” og ”øvrige faste omkostninger”.

Tkr.	2015	2016	2017	2018	2019
Løn, pension mm.	329.247	303.637	307.429	310.505	285.454
Øvrige faste omk.	183.753	185.363	174.571	159.495	191.963
Antal medarbejdere ¹⁶	500	458	422	386	378
Løn mm. pr. medarbejder	658,5	663,0	728,5	804,4	755,2
Øvrige faste omk. pr. medarbejder	367,5	404,7	413,7	413,2	507,8

Tabel 12.1.3 – Udgifter til personale – Kilde: Egen tilvirkning pba. VJB-årsrapporter 2015-2019

¹⁶ Målt i heltidsansatte

I takt med bankens ønske, at vækste de næste år, jf. bankens forretningsplan 2019-2021, forventer vi ikke store ændringer i medarbejderstaben i perioden. Der har i perioden 2015 - 2019 været en gennemsnittilpasning og reduktion af medarbejdere på 6%. Vi forventer ikke at denne tilpasning fortsætter på dette niveau, men lægger sig på en lineær reduktion på 2% årligt, hvilket også var niveauet i 2019. Den realiserede løn pr. medarbejdere i 2019 på 755,2 tkr. fremføres derfor med en årlig stigning på 2%, med baggrund i den netop afsluttede overenskomstforhandling mellem Finansforbundet og Finanssektorens arbejdsgiverforening.

I forhold til de øvrige faste omkostninger er niveauet stigende, da de faste omkostninger skal fordeles på færre antal medarbejdere. Vi forudsætter realiseret 2019 niveau med en stigning på 2% pr. år. Dermed er følgende estimeret og forudsat i budgettet:

Tkr.	2020	2021	2022	2023	2024
Antal medarbejdere ¹⁷	370	363	356	349	342
Løn mm. pr. medarbejder	770,3	785,7	801,4	817,4	833,8
Øvrige faste omk. pr. medarbejder	518,0	528,4	538,9	549,7	560,7

Tabel 12.1.4 – Estimerede lønninger – Kilde: Egen tilvirkning

7. Af – og nedskrivning på immaterielle og materiale aktiver

Gennemsnit var i perioden 2015 til 2019 på 27 mio. kr. hvilket fremføres i budgettet lineært.

8. Andre driftsudgifter og nedskrivning på goodwill

Forudsættes forsigtigt/konservativt af hensyn til værdiansættelse til 15 mio. kr. årligt, selvom banken reelt set ikke har haft nogle omkostninger af betydning på denne post.

9. Nedskrivninger

Ses der i perioden 2008 til 2019, har bankens årlige nedskrivninger målt mod bankens samlede udlån udgjort 3,16% i perioden. Vi antager at bankens kreditbøger er blevet stærkere og at banken har lært af tidligere tiders udfordringer med nedskrivninger, som nævnt i afsnittet 'nedskrivninger' i regnskabsanalysen. Vi vælger derfor at budgettere med gennemsnittet for perioden 2015 til 2019, som er 2,15% hvilket vi vurderer at give et retvisende men også et konservativt estimat af bankens behov for nedskrivninger, da Vestjysk Bank reelt set har ligget på et lavere niveau de seneste to år

¹⁷ Målt i heltidsansatte

Tkr.	2020	2021	2022	2023	2024
Budgetteret udlån	9.709.950	9.224.453	9.224.453	9.224.453	9.224.453
Årlig nedskrivning (pct.)	2,15%	2,15%	2,15%	2,15%	2,15%
Årlig nedskrivning i alt	208.764	198.326	198.326	198.326	198.326

Tabel 12.1.5 – Budgetterede nedskrivninger – Kilde: Egen tilvirkning pba. bilag 2

10. Skat

Vi har valgt at budgettere med selskabsskatten som er 22% i alle år 2020-2024. Vi er opmærksomme på at bankens ledelse kan benytte og aktivere det bogførte skatteaktiv på 98 mio. kr.¹⁸, hvilket vi ikke har valgt at benytte, da vi mener at dette vil sløre den reelle værdiansættelse.

12.2 Gordons Growth Model

Modellen benyttes til værdiansættelse af virksomheder, herunder også pengeinstitutter. Modellen tager udgangspunkt i at finde nutidsværdien af en fremtidig indtjening enten via udbytter eller cash flow fra egenkapitalen.

Vi har i vores model taget udgangspunkt og tilbagediskontering af cash flowet fra egenkapitalen.

Formlen er som følger;

$$P = \frac{DPS_t}{(K_e - g)}$$

Hvor 'P' er værdien pr. aktie af egenkapital i budgetperioden. 'DPS' udgør forventet udbytte pr. aktie i perioden. 'K_e' udtrykkes som aktionærernes afkastningsgrad (udregnet via CAPM) og 'g' som den langsigtede vækst i terminalperiode.

I modellen tager vi udgangspunkt i vores budget 2020-2024 samt en terminalperiode, som illustrerer bankens langsigtede vækst. Herudover har vi forudsat et konstant udbyttensniveau i årene 2024-2024 samt i terminalperioden, som er baseret på baggrund af at Vestjysk Bank ønsker en kapitalprocent på 19,5% samt at banken ikke ønsker at optage lån i forbindelse med indfasning af NEP-kravene (Vestjysk Bank, Forretningsmodel 2019-2021). Vi har derfor tillagt kapitalprocenten på 19,5% de løbende og forventede NEP-tillæg, for at udregne det maksimale udbyttensniveau.

¹⁸ Vestjysk Bank årsrapport 2019

	2020	2021	2022	2023	2024
Over/underdækning, Vestjysk Bank	4,50%	4,00%	4,50%	5,00%	5,00%
NEP-tillæg	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	0,37%
Kontracyklisk buffer	2,00%	2,50%	2,00%	1,50%	1,50%
Kapitalbevaringsbuffer	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
VJB individuelle solvensbehov	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Efterstillet gæld / supplerende kapital	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Hybrid kernekapital	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Egentlig kernekapital (ikke hybrid kernekapital)	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
CRD-IV inkl. ind. solvensbehov & NEP	16,25%	18,00%	18,75%	19,50%	19,87%
Vestjysk Bank kapitalprocent inkl. NEP	20,75%	22,00%	23,25%	24,50%	24,87%
Budgetteret resultat	99.072	75.069	63.614	53.173	43.705
Udbytte	99.072	37.291	0	0	0
Samlet kernekapital	3.015.542	3.053.320	3.116.934	3.170.107	3.213.813
Risikovægtede eksponeringer i alt	13.600.520	12.920.494	12.920.494	12.920.494	12.920.494

Tabel 12.2.1 – Estimeret kapitalprocent – Kilde: Egen tilvirkning

I forhold til de risikovægtede aktiver, har vi taget udgangspunkt i Vestjysk Banks udlån i perioden 2015-2019, som er faldet med 7%. Risikovægtede aktiver er i samme periode faldet med 4,4%. Som tidligere vist estimerer vi med et fortsat faldende udlån i 2020 og 2021, herefter uændret de følgende 3 år. Ved at budgetterede med samme udvikling for de risikovægtede aktiver, mener vi at dette er en forsigtig tilgang til udviklingen, da historien har vist at bankens udlåns årlige fald har været større end de risikovægtede aktiver.

Udbytteprocent er beregnet ud fra det samlede nominelle udbytte i overfor det samlede budgetterede resultat, hvilket giver 40,7% i udbytte i gennemsnit i perioden.

Vi har forudsat ROE i terminalperioden på 7,4%, med baggrund i vores regnskabsanalyse af perioden 2015-2019, som viser ROE efter skat på 7,4% uden ekstraordinære indtægter. Dette beskriver bankens vækst i terminalperioden.

CAPM	
Den risikofrie rente	1,638%
Markedrisikopræmie	4,50%
Beta	0,25
Ke (CAPM) ¹⁹	2,3535%
Tillæg	0,5%
Ke (CAPM) inkl. tillæg	2,8535%

Tabel 12.2.2 – Forudsætning for beregning af CAPM - Kilde: Egen tilvirkning

I forhold til vores forudsætninger for risikofri rente og markedrisikopræmie, har vi taget udgangspunkt i SKATs principper ved værdiansættelser af selskaber ("Risikofri rente" Skat.dk (12)).

SKAT beskriver, at der ved værdiansættelse af dansk selskab anvendes den effektive rente på den 10-årige statsobligation. Vi har af hensyn til konservativ budgettering, taget udgangspunkt i den gennemsnitlige 10-årige statsobligation i perioden fra 2008 til 2020 som 1,638%²⁰, således at vi sikrer et billede med volatile konjunkturforskel. ("10-årig statsobligation", Nationalbanken.dk (13)).

Det er Skattestyrelsens vurdering, at der gennem en længere årrække - og ligeledes for nærværende - er konsensus om en markedrisikopræmie på omkring 4 % - 5 %. Skattestyrelsen anbefaler derfor som udgangspunkt en markedrisikopræmie 4,5 %.

Forudsat Beta er Vestjysk Banks beta pr. 29/2-2020, som ligeledes er benyttet til beregning af WACC i regnskabsanalysen. Beta på 0,25 fortæller os at aktien svinger 75% mindre end markedsindeks. Af hensyn til konservativ tilgang og bekymring for en risiko for eventuel illikvid aktie, har vi forudsat et tillæg på 0,50%. Samlet CAPM er derved 2,8535%. Til sammenligning udgjorde 'ke' i WACC for regnskab 2019 for Vestjysk Bank 2,33%.

¹⁹ (CAPM) $r_a = r_{rf} + \beta_a (r_m - r_{rf})$. Dvs. $2,3535 = 1,638 + 0,25 (4,50\% \times 1,638\%)$

²⁰ Oversigt for de enkelte år er vedlagt som bilag 4

Følgende værdiansættelse kan derved opstilles:

ROE i terminalperiode	7,40%	Gennemsnit i vores ROE analyse (2015 - 2019) ex ekstraordinære indtægter					
Andel af indtjening efter udbytte	59,3%	Vi forudsætter gennem. 40,7% i udbytte, hvorfor der er 59,3% i 'retained earnings'					
Cost of equity	2,85%						
tDKK		2020	2021	2022	2023	2024	Terminalperiode
Årets resultat		99.072	75.069	63.614	53.173	43.705	221.971
- Egenkapital omkostninger		79.931	81.608	82.878	83.954	84.854	85.594
Overskydende egenkapitalafkast		19.141	-6.539	-19.264	-30.781	-41.149	136.377
Terminal værdi af overskydende egenkapitalafkast						2.727.541	
Akkumuleret omkostninger ved egenkapital		2,85%	5,71%	8,56%	11,41%	14,27%	
Nutidsværdi af overskydende indtjening		18.595	-6.166	-17.615	-27.268	2.303.111	
Primo egenkapitalværdi (aktionær)		2.801.167	2.859.917	2.904.433	2.942.156	2.973.688	2.999.605
Cost of equity		2,85%	2,85%	2,85%	2,85%	2,85%	2,85%
Egenkapitalomkostninger		79.931	81.608	82.878	83.954	84.854	85.594
ROE							7,40%
Årets resultat		99.072	75.069	63.614	53.173	43.705	0
Udbytte		40,7%	40,7%	40,7%	40,7%	40,7%	40,7%
Nominel udbyttebetaling		40.322	30.553	25.891	21.642	17.788	
Tilbageværende indtjening		58.750	44.516	37.723	31.532	25.917	

Primo egenkapital		2.801.167	
Samlet værdi af tilbagediskonteret indtjening		2.270.658	
Samlet værdi af egenkapital		5.071.825	
Værdi DKK		5.071.824.795	
Antal aktier		895.981.517	stk
Værdi pr. aktie		kr. 5,66	
Kurs d. 18. feb 2020, efter offentliggørelse af regnskab 2019 =		3,98	

Tabel 12.2.3 – Værdiansættelse af Vestjysk Bank – Kilde: Egen tilvirkning pba. egen værdiansættelse

Ovenstående beregning viser en tilbagediskonteret indtjening (cash flow) på bankens egenkapital på 2.270.658 tkr. for perioden 2020-2024 samt terminalperioden. Tillagt primo egenkapital 2020 er den samlede værdi 5.071.825 tkr., hvilket samlet giver en værdi pr. aktie på 5,66 kr.²¹.

Kursværdien pr. 18 februar, dagen efter offentliggørelse af regnskab for Vestjysk Bank udgjorde 3,98 kr. pr. aktie, hvorfor der isoleret set i denne værdiansættelse kan konkluderes at være en potentiel merværdi i Vestjysk Bank. Vestjysk Banks børskurs har det seneste 5 år ligget i spændet

²¹ 5.071.824.795 kr. / 895.981.517 stk. aktier = 5.66 kr. pr. aktie

fra 1,68 kr. – 6,18 kr. pr. aktie ("Beta", MSN.com (11)), dog skal det bemærkes at børskursen primært ligger i niveau mellem 2-4 kr. pr. aktie.



Figur 12.2.1 – Udvikling af Vestjysk Banks aktie – Kilde: MSN Finans.dk

Det er også interessant at se bankens P/E i regnskab 2019 er 5,8 kr. pr. aktie i forhold vores værdiansættelse af aktien på 5,66 kr., da det fortæller os hvad bankens aktionærer har givet for 1 kr. af bankens overskud i 2019.

Som det er set ved andre, lignede opkøbsforsøg, senest ved Spar Nords forsøg på opkøb af Danske Andelskasser Bank, var deres endelige bud ca. dobbelt så højt, som Danske Andelskassers Bank aktuelle børskurs på daværende tidspunkt. Dette bør Arbejdernes Landsbanks bestyrelse have med i deres endelige betragtning omkring fremsætning af et eventuelt samlet bud på Vestjysk Bank.

12.3 Følsomhedsanalyse

Der er naturligvis forbundet stor usikkerhed med denne beregning, bl.a. med en konstant vækst i terminalperioden på 7,4%, hvilket også kan være et kritikpunkt i forhold modellen 'Gordens Growth Model'.

Vi mener dog at budgetperioden er anlagt konservativt i vores forudsætninger, således at værdiansættelsen danner et fint grundlag for, at Arbejdernes Landsbanks bestyrelse kan inddrage denne i deres beslutning omkring eventuelt opkøb af Vestjysk Bank.

Følsomhedsanalyse	Ændring	Ændring af aktieværdi
ROE i terminalperiode	Fra 7,4% til 5,0%	4,28 kr.
Ændring af ke (CAPM) uden tillæg	Fra 2,85% til 2,35%	6,11 kr.
Ændring af udbytte	Fra 40,7% til 50,0%	5,34 kr.

Tabel 12.3.1 – Følsomhedsanalyse – Kilde: Egen tilvirkning pba. Bilag 2

12.4 Delkonklusion på værdiansættelse af Vestjysk Bank

Ud fra et konservativt 5-årigt budget for Vestjysk Bank inkl. terminalperiode, kan det konkluderes, at bankens potentielle værdi er højere end den aktuelle og historiske børsværdi. I denne værdiansættelse er der samtidig taget højde for at Vestjysk Bank kan håndtere NEP krav i bankens kapitalgrundlag, hvilket underbygger bankens robusthed i budgetperioden.

Følsomhedsanalysen viser usikkerhed i værdiansættelsen af aktien, dog inden for et niveau som fortsat underbygger en økonomisk anbefaling af yderligere (op)køb af Vestjysk Banks aktie.

Værdiansættelsen danner grundlag for et opkøb, hvor Arbejdernes Landsbank kan afgive et bud højere end aktuel og historisk aktiekurs.

13. Værdiansættelse af Arbejdernes Landsbank

For endeligt at kunne vurdere Arbejdernes Landsbanks samlede værdi, efter eventuelt opkøb af Vestjysk Bank, har vi valgt at foretage en værdiansættelse af Arbejdernes Landsbank før opkøb. Det er værd at bemærke, at Arbejdernes Landsbank ikke er børsnoteret, hvilket gør at vi ikke kan måle vores værdiansættelse op mod en aktuel børsværdi.

Vi har valgt at bruge samme model til værdiansættelsen, dog uden budgetestimat for banken, men alene ud fra modellens princip omkring en forudsat konstant vækst.

ROE	Vi har taget udgangspunkt i realiserede gennemsnitlig ROE for 2015-2019, reguleret for ekstraordinære indtægter.	4,90%
Udbytte	Vi har taget udgangspunkt i realiserede gennemsnitlige udbytter for 2015-2019	12,9%
CAPM	Vi har beregnet CAPM i bankens WACC for 2019 som er 4,50%. Vi har også beregnet CAPM ud fra samme risikofrie rente og markedsrisikopræmie, som i værdiansættelsen for Vestjysk Bank. Arbejdernes Landsbanks beta er ikke tilgængelig, da banken ikke er børsnoteret, hvorfor vi har taget udgangspunkt i de banker, i bankernes gruppeinddeling for gruppe 2 banker, som er børsnoteret. Der er 6 af bankerne med en gennemsnitlig beta på 0,58. Samlet CAPM bliver derved 3,29%. Vi har igen valgt at forudsætte et tillæg	3,79%

	på 0,50%, grundet sammenligning og af forsigtighedsprincip. Forudsat CAPM er dermed 3,79%	
--	---	--

Ud fra disse kriterier fås en samlet værdiansættelse på 8.489.539 tkr.²² Der er i dag 300.000 stk. aktier, hvilket giver en værdi pr. aktie på 28.298,46 kr.

Ændres CAPM til 4,50% falder værdien til 24.730 kr. pr. aktie

Da banken ikke er børsnoteret, er bedste sammenligning kurs/indre værdi af aktie, som i regnskab 2019 er 21.897 kr. pr. aktie.

13.1 Delkonklusion på værdiansættelse af Arbejdernes Landsbank

Det kan konkluderes, at bankens værdiansættelse på baggrund af valgte forudsætninger er 28.298,46 kr. pr. aktie, hvilket er højere end bankens kurs/indre værdi i regnskab 2019.

14. Strategiske og organisatoriske overvejelser ved opkøb

Det er vigtigt at Arbejdernes Landsbank gør sig nogle strategiske og organisatoriske overvejelser, hvis de foretager opkøb af Vestjysk Bank. Vi har valgt at tage udgangspunkt i en SWOT-analyse, som kan underbygge de strategiske og organisatoriske overvejelser, som vi mener Arbejdernes Landsbanks bør kigge ind i ved et opkøb af Vestjysk Bank.

Interne situation	
<i>Stærke sider</i>	<i>Svage sider</i>
Stordriftsfordele	Opkøbsomkostninger
Omkostningsbesparelser	Kulturforskelle
Kundernes foretrukne bank for 11. år i træk.	Branchekendskab
Eksterne situation	
<i>Muligheder</i>	<i>Trusler</i>
Større markedsandele/områder - mindre konkurrence	Negativ medieomtale
Ny gruppe 1 bank – SIFI bank	Kunde og medarbejderflugt
Branchespredning på erhverv	Vestjysk Banks udlånsportefølje

Figur 14.1 – SWOT-analyse – Kilde: Egen tilvirkning

²² Se bilag 5.

SWOT-analysen viser både fordele og ulemper ved et opkøb. Vi kommer ind på de enkelte elementer ved gennemgang af synergieffekter, værdiansættelsen og de organisatoriske opmærksomhedspunkter.

15. Synergieffekter mellem Vestjysk Bank og Arbejdernes Landsbank

Synergieffekter sker eller opstår, groft sagt, når man får mere ud af at samarbejde end at stå alene. Vi vil i dette afsnit se på hvilke synergieffekter Arbejdernes Landsbank vil opnå, hvis de foretager et opkøb af Vestjysk Bank.

15.1 Omsætningssynergier

Ved opkøb af Vestjysk Bank, vil Arbejdernes Landsbank komme til at operere i et geografisk område i Danmark, hvor de i dag, har lille markedsandel. Dette betyder at Arbejdernes Landsbank vil opnå en synergi i at få større markedsandele ved at benytte Vestjysk Banks netværk, kunderelationer og eventuelt brand, som allerede står stærkt i dag. Arbejdernes Landsbank vil herunder også få erhvervskunder med stor eksponering mod landbrug og fast ejendom, brancher som de ikke selv har stor eksponering mod i dag.

En større markedsandel vil forventeligt reducere konkurrencen. Dette kombineret med, at de to banker kan skabe et godt eller bedre produktmix, vil alt andet lige øge omsætningen.

15.2 Omkostningssynergier

Ved opkøb af Vestjysk Bank, vil der være mulighed for nedlæggelse af både hovedkontor og filialer. Herudover kan arbejdsprocesser optimeres, kundeporteføljer kan optimeres og der vil ske vurdering af "overskud" af direktører og bestyrelsesmedlemmer.

Vi vurderer at der vil ske store reduktioner i medarbejderstaben, opsigelser af lejemål samt frasalg af bygninger. Dette vil skabe en synergieffekt i besparelser på lønomkostningerne, huslejer, honorarer mm.

15.2.1 Filialer

Vestjysk Bank og Arbejdernes Landsbank har 7 filialer, som ligger i samme byer i Jylland ("Find filialer", al-bank.dk (14) og "Afdelinger", Vestjyskbank.dk (15)). 7 filialer, som de kan vælge at sammenlægge og dermed opnå besparelse. Om de vælger at lukke filialerne tilhørende Vestjysk Bank eller der hvor Arbejdernes Landsbank holder til, vil være en vurdering ud fra beliggenhed,

plads, husleje mm. Dette vil vi ikke komme ind på i forhold til besparelsen. Vi tager udgangspunkt i lukning af Vestjysk Banks filialer i vores estimat.

Antal filialer Vestjysk Bank	15	7
Husleje tkr.	11.365	5.304
Domicilejendomme tkr.	261.684	122.119

Tabel 15.2.1.1 – Filialer og husleje - Kilde: Egen tilvirkning pba. VJB-årsrapport 2019

Tabel 15.2.1.1 viser Vestjysk Banks omkostninger i forbindelse med husleje. Vi har ikke kendskab til de enkelte filialers omkostninger, hvorfor de er fordelt ligeligt mellem filialerne. Ovenstående tabel viser at Arbejdernes Landsbank kan opnå en besparelse på 5.304 tkr. i løbende huslejeudgifter ved lukning af 7 filialer og kan frasælge domicilejendomme for 122.119 tkr.

15.2.2 Direktionen

Både Vestjysk Bank og Arbejdernes Landsbank har hver 2 direktører i deres organisation. Et opkøb vil medføre afskedigelse af en eller flere direktører. Vi har valgt at estimere med en eksisterende direktør for Vestjysk Bank og de to fra Arbejdernes Landsbank i fusionsåret. Det vil når fusionen er på plads være tilstrækkeligt med to direktører, som Arbejdernes Landsbank har i dag, og vi vurderer derfor at der kan ske yderligere en reduktion i det efterfølgende år.

At beholde en direktør for Vestjysk Bank kan være strategisk hensigtsmæssigt for at bevare roen i forhold til kunderne, medarbejderne og kendskabet til bankens arbejdsprocesser samt kultur.

Antal direktører	4	3	2
Lønomk. Arbejdernes Landsbank tkr.	7.196	7.196	7.196
Lønomk. Vestjysk Bank tkr.	6.779	3.390	-
Lønomk. I alt tkr.	13.975	10.586	7.196

Tabel 15.2.2.1 - Direktørløn - Kilde: Egen tilvirkning pba. VJB- og AL-årsrapporter 2019

Af ovenstående tabel kan vi konstatere at besparelse ved afskedigelse af én direktør vil give en besparelse 3.389 tkr. og når fusionen er endeligt på plads yderligere en besparelse på 3.390 tkr. Hvilke direktører som bliver de fortsættende har vi ikke forholdt os til.

15.2.3 Medarbejdere

Ved nedlæggelse af 7 filialer i forbindelse med opkøbet, vil der ske reduktion i medarbejderstaben. Ikke alle medarbejdere kan afskediges, idet nuværende porteføljer hos Arbejdernes Landsbank ikke kan øges med den kundemængde. Vi antager, at det vil være 1/3 del af medarbejderne som kan afskediges. Dette vurderes ud fra Vestjysk Banks sammensætning af medarbejderne filialerne, som

indeholder kasserer, kundemedarbejdere, rådgivere og specialister ("Afdelinger", Vestjyskbank.dk (15)). Her vurderer vi at nogle af disse funktioner kan optimeres og sammenlægges.

Kigger vi på hovedkontoret, har Vestjysk Bank 139 medarbejdere ansat på deres hovedkontor.

Arbejdernes Landsbank har i dag et velfungerende hovedkontor i København, som kan varetage

store dele af de funktioner som ligger i Vestjysk Banks hovedkontor. Vi estimerer ud fra

sammensætning og overløb af medarbejdernes funktioner i hovedkontorene, at der kan ske

besparelse på halvdelen af medarbejderne fordelt over 1/4 ved opkøbet (fusionsåret) og 1/4 når

opkøbet er kommet på plads (år 2). Årsagen til at reduktionen af medarbejdere sker over to

omgange er, at nogle funktioner som fx salgs, udviklings- og marketingskonsulenter,

servicemedarbejdere og økonomi- og revisionsmedarbejdere vil kunne reduceres med det samme.

Andre funktioner vil med fordel kunne reduceres ved optimering efter sammenlægningen såsom inkasso-, backoffice- og markedsmedarbejdere.

	Arbejdernes Landsbank	Vestjysk ank	I alt
Antal ansatte	1.122	378	1.500
Lønudgifter tkr.	867.300	285.454	1.152.754
Lønudgifter pr. medarbejder tkr.	773	755	769

Tabel 15.2.3.1 - Medarbejdere/Lønkroner - Kilde: Egen tilvirkning pba. VJB- og AL-årsrapporter 2019

Kigger vi på tabellen ovenfor viser den de gennemsnitlige lønomkostninger til de ansatte i

henholdsvis Vestjysk Bank og Arbejdernes Landsbank er 769 tkr. Pr. medarbejder. Dette giver os

incitament til at beregne den egentlige besparelse ved reduktion af medarbejdere. Vi vælger et

gennemsnit af begge banker, idet vi vil se afskedigelser fra begge banker. Det bedste hold skal

stilles.

	Fusionsåret	Efterfølgende	I alt
Besparelse filialansatte	45	0	45
Besparelse hovedkontoransatte	34	34	68
Besparelse lønudgifter tkr.	60.751	26.146	86.897

Tabel 15.2.3.2 - Besparelse medarbejdere/ lønkroner - Kilde: Egen tilvirkning pba. VJB- og AL-årsrapporter 2019

Som tabellen ovenfor viser vil der i fusionsåret være en besparelse på 60.751 tkr. i lønudgifter til

medarbejdere og efterfølgende år yderligere 26.146 tkr.

15.2.4 Bestyrelse

Vestjysk Bank og Arbejdernes Landsbank har en bestyrelse på hhv. 9 og 13 medlemmer. Efter et opkøb vil bestyrelserne blive samlet til én bestyrelse. Hvis vi kigger på de sammenligningsbanker som vi i øvrigt har benyttet i opgaven, ser vi bestyrelser på 9 medlemmer i snit. Det vurderes derfor at de efter fusionen fortsætter med en bestyrelse på 13 medlemmer, som Arbejdernes Landsbank har i dag.

	Arbejdernes Landsbank	Vestjysk Bank
Antal bestyrelsesmedlemmer	13	9
Løn til bestyrelsesmedlemmer	2.739	2.036

Tabel 15.2.4.1 – Bestyrelsesmedlemmer - Kilde: Egen tilvirkning pba. VJB- og AL-årsrapporter 2019

Tabellen ovenfor viser at hvis de efter opkøbet fortsætter med en bestyrelse på 13 personer kan der ske en besparelse på 2.036 tkr. Vi estimerer at hele Vestjysk Banks bestyrelsespost udgår. Sammensætningen af bestyrelsen vil ikke blive ændret idet Arbejdernes Landsbanks bestyrelse består af fagforeningsformænd fra de enkelte A-kasser, som er ejere af banken ("Bestyrelsen" al-bank.dk (16)). Differentieringen kan kun blive i de medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer.

15.2.5 Revisorhonorar

Ved opkøbet vil de også kunne opnå besparelse på revisorhonorar. Vestjysk Bank har i 2019 betalt 1.715 tkr. i revisorhonorar (Vestjysk Bank, Årsrapport 2019). Dette forventes som fuld besparelse idet Arbejdernes Landsbank allerede i dag har revisor som kan varetage samme opgave uden betydelig ændring i honoraret. Her tænkes alene på løbende drift fremadrettet. I fusionsåret må påregnes ekstraordinære omkostninger, hvilket vi kommer ind på senere i analysen.

15.2.6 IT-systemer

Begge banker benytter datacentralen BEC til IT-drift og IT-udvikling, hvilket betyder at der ikke vil være en større engangsudgift ved sammenlægning af IT-systemer.

Det forventes, at der også vil findes synergieffekter ved IT-udgifterne på sigt. Vi har dog ikke medtaget nogen besparelser på dette på nuværende tidspunkt.

15.2.7 Samlet besparelse på omkostningssynergier

Nedenstående tabel viser et samlet overblik over de besparelser, som Arbejdernes Landsbank kan opnå ved omkostningssynergier.

Tkr.	Fusionsåret	År 2	I alt
Husleje	5.304	0	5.304
Direktion – løn	3.389	3.390	6.779
Medarbejder – løn	60.751	26.146	86.897
Bestyrelse – løn	2.036	0	2.036
Revisor	1.715	0	1.715
Samlet besparelse	73.195	29.536	102.731

Tabel 15.2.7.1 - Samlede besparelser på omkostningssynergier – Kilde: Egen tilvirkning

Herudover vil de kunne afhænde domicilejendomme for anslået 122.119 tkr.

For at vurdere om de opnåede besparelser ligger på et realistisk niveau har vi benyttet Ringkjøbing Landbobanks fusion med Nordjyske Bank som skete i 2018, hvor deres forventede besparelse var 100.000 tkr. (Fusion mellem Nordjyske Bank og Ringkjøbing Landbobank, 18.04.18 (K)) og en lidt ældre fusion mellem SparNord og Sparbank, hvor de forventede en besparelse på 130.000 tkr. (Sparnord og Sparbank planlægger fusion, Sparnord 18.09.12 (L))

Med udgangspunkt i ovenstående vurderer vi at vores estimerede besparelse på synergieffekter ligger på et realistisk niveau.

15.3 Øvrige synergier

Arbejdernes Landsbank og Vestjysk Bank bruger i dag mange af de samme samarbejdspartnere, hvilket vil være med til at gøre et opkøb mere smidigt. Af samarbejdspartnere kan nævnes, Totalkredit, Nærpension, SparInvest, Bankinvest, PFA Pension og DLR Kredit.

Det skal kort nævnes, at Vestjysk Bank i dag benytter et udskudt skattefradrag grundet underskud i tidligere regnskabsår. Dette kan Arbejdernes Landsbank udnytte ved en fusion hvor de er den opkøbende part.

Herudover skal det nævnes, at Arbejdernes Landsbanks størrelse efter fusionen gør at de rykker fra at være en gruppe 2 bank til at være en gruppe 1 bank og dermed mulighed for at blive SIFI. ("Pengeinstitutternes størrelsesgruppering", Finanstilsynet (17))

15.4 Delkonklusion synergieffekter

Ved at foretage et opkøb af Vestjysk Bank vil Arbejdernes Landsbank kunne opnå forbedret produktmix, reduceret konkurrence og øget markedsandel, hvilket tilsammen vil give dem positive omsætningssynergier.

Der vil være omkostningssynergi på 102.731 tkr. i positiv favør til Arbejdernes Landsbank. Omkostningsbesparelser som findes ved hovedkontor- og filialsammenlægninger, reducere af medarbejdere, bestyrelse og revisionshonorarer.

Kigger vi på samarbejdspartnere for de to banker har de indtil flere sammenfald, herudover benytter begge banker med samme IT-leverandør, hvilket forenkler et opkøb når de systemmæssigt er sammenlignelige.

16. Værdiansættelse ved opkøb af Vestjysk Bank

For at kunne opstille en værdiansættelse af Arbejdernes Landsbank efter opkøb af Vestjysk Bank, tager vi udgangspunkt i de analyserede og vurderede synergieffekter opkøbet vil medføre.

Vi har taget udgangspunkt i de to tidligere værdiansættelser af henholdsvis Vestjysk Bank og Arbejdernes Landsbank.

Tkr.	2020	2021	2022	2023	2024
Budgetteret resultat, Vestjysk Bank	99.072	75.069	63.614	53.173	43.705
Estimeret resultat Arbejdernes Landsbank	335.905	339.058	342.842	346.941	349.741
Synergieffekter	73.195	102.731	102.731	102.731	102.731
Engangsomkostninger	-120.000				
I alt	388.172	516.858	509.187	502.845	496.177

Tabel 16.1 – Budgetteret resultat – Kilde: Egen tilvirkning pba. bilag 6

Som det ses i ovenstående tabel, er budgetteret resultat for Vestjysk Bank og det estimerede resultat for Arbejdernes Landsbank, ud fra 'Gordon Growth Model' tillagt beregnede synergieffekter ved opkøbet.

Det vil i opkøbsåret altid være ekstraordinære omkostninger til bl.a. revisorer, advokater, konsulenter, it mm. Vi har med baggrund i artikler omkring fusion af Ringkjøbing Landbobank og Nordjyske Bank ("Børsen, 14.11.18 (M)) samt fusionen mellem Spar Nord Bank og Sparbank (Sparnord og Sparbank planlægger fusion, Sparnord 18.09.12 (L)) taget udgangspunkt i at dette opkøb vil beløbe sig i ca. 120.000 tkr.

For at bestemme udbyttet i Arbejdernes Landsbank efter opkøb af Vestjysk Bank, har vi taget udgangspunkt i at bankens kapitalgrundlag og -procent skal indeholde NEP tillæggene, som er fuldt indfaset i 2023 med 7,9%. Vi er klar over at banken kan vælge at optage lån til afdækning af disse

tillæg, via de såkaldte 'Senior Non-Preferred loans' (Notat, Finanstilsynet maj 2018 (N)). Vi vurderer at dette forhold gør, at banken skaber en større robusthed ved selv at kunne håndtere disse krav indenfor ejt kapitalgrundlag. Dette vil dog alt andet lige samtidig gøre, at muligheden for udbytte begrænses, da de konsoliderede resultater bliver i banken.

For at kunne vurdere de fremadrettede risikovægtede aktiver efter opkøbet, har vi opstillet følgende;

Tkr.	2020	2021	2022	2023	2024
Risikovægtede aktiver, Vestjysk Bank	13.600.520	12.920.494	12.920.494	12.920.494	12.920.494
Risikovægtede aktiver, Arbejdernes	35.958.323	36.497.697	37.045.163	37.600.840	38.164.853
<i>Samlede risikovægtede aktiver</i>	<i>49.558.843</i>	<i>49.418.192</i>	<i>49.965.657</i>	<i>50.521.334</i>	<i>51.085.347</i>

Tabel 16.2 – Budgetteret risikovægtede aktiver – Kilde: Egen tilvirkning pba. bilag 6

Ovenstående risikovægtede aktiver for Vestjysk Bank er videreført fra værdiansættelsen af bankens isoleret set. De risikovægtede aktiver for Arbejdernes Landsbank er beregnet ud fra faktoren risiko vægtede eksponeringer mod bankens samlede udlån, som i gennemsnit for perioden 2015 til 2019 har ligget på 1,37. Denne faktor har dog været svagt stigende til 1,547 i 2019. Med baggrund i ønske om konservativ værdiansættelse, har vi valgt at videreføre denne faktor (1,547) i budgetperioden 2020-2024.

For at kunne beregne de samlede risikovægtede aktiver, har vi estimeret Arbejdernes Landsbanks samlede udlån. Arbejdernes Landsbank samlede udlån er fra 2015 til 2019 faldet med 4%, grundet stor tilbagegang i 2018. Vi forudsætter 1,5% årlig stigning i udviklingen af bankens udlån med baggrund i udmelding primo 2020 fra Finansministeriet, Nordea og Danske Bank (Finanswatch, 2.1.20 (O)) hvor deres forventning omkring en vækst ligger på 1,5%.

Bankens samlede kapitalgrundlag er fundet ved konsolidering bankernes ultimo grundlag pr. 31.12.2019.

Tkr	Arbejdernes Landsbank	Vestjysk Bank	Samlet
Egentlig kernekapital efter fradrag	5.722.900	2.513.527	8.236.427
Supplerende kapital	892.700	347.015	1.239.715
Hybrid kernekapital	397.800	155.000	552.800
<i>Samlet kernekapital</i>	<i>7.013.400</i>	<i>3.015.542</i>	<i>10.028.942</i>

Tabel 16.3 – Åbningsbalance efter opkøb – Kilde: Egen tilvirkning pba. bilag 6

For at beregne udbytteprocenten igennem budgetperioden, kan følgende opstilles:

	2020	2021	2022	2023	2024
Estimeret resultat	388.172	516.858	509.187	502.845	496.177
Udbytte	-229.086	-258.429	-254.593	-40.000	-345.000
Konsolidering	159.086	258.429	254.594	462.845	151.177
Kapitalgrundlag	10.188.028	10.446.457	10.701.051	11.163.896	11.315.073
Over/underdækning, Arbejdernes Landsbank	4,11%	2,94%	2,37%	0,00%	0,00%
Kontracyklisk buffer	2,00%	2,50%	2,00%	1,50%	1,50%
Kapitalbevaringsbuffer	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Arbejdernes Landsbank individuel solvensbehov	2,05%	2,10%	2,15%	2,20%	2,25%
Efterstillet gæld / supplerende kapital	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Hybrid kernekapital	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Egentlig kernekapital (ikke hybrid kernekapital)	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
NEP tillæg	1,90%	3,10%	4,40%	7,90%	7,90%
CRD-IV inkl. individuelt solvensbehov inkl. NEP tillæg	16,45%	18,20%	19,05%	22,10%	22,15%
Arbejdernes Landsbank kapitalprocent (solvens)	20,56%	21,14%	21,42%	22,10%	22,15%

Tabel 16.4 – Oversigt over udvikling af kapitalprocent samt nominelt udbytte – Kilde: Egen tilvirkning pba bilag 6

Ovenstående tabel viser udviklingen i de maksimale udbytter i de enkelte år, mens Arbejdernes Landsbank kapitalprocent kan indeholde de løbende indfasninger af NEP-tillæg. Ud af det samlede estimeret resultat på 2.413.239 tkr., er det beregnede udbytte 1.127.108 tkr., hvilket giver en udbytteprocent på 46,7%.

Yderligere forudsætninger i forbindelse med værdiansættelse kan nu opstilles:

ROE	Da der nu foreligger et samlet estimat for perioden 2020 til 2024, benyttes ROE dermed alene i terminalperioden. For at skabes bedst mulig sammenligning i forhold værdiansættelse af Arbejdernes Landsbank uden opkøb, har vi valgt at tage udgangspunkt i den realiserede gennemsnitlig ROE for 2015-2019, reguleret for ekstraordinære indtægter.	4,90%
Udbytte	Jf. ovenstående analyse.	46,7%
CAPM	Vi har valgt at fastsætte CAPM til fortsat at være 3,79% som i værdiansættelse af Arbejdernes Landsbank uden opkøb af Vestjysk Bank. Det er usikkert hvorledes denne vil ændre sig ved opkøb, primært grundet beta som kan flytte sig. I takt med at banken ikke er børsnoteret, har vi fortsat valgt at indregne gennemsnitlig beta for gruppe 2 banker, som er 0,58. Såfremt Arbejdernes Landsbank opkøber Vestjysk Bank, vil den arbejdende kapital være 97,6 mia. kr., hvilket vil bringe dem op blandt gruppe 1 banker (grænsen er en	3,79%

	balance på 75,0 mia. kr.). Gennemsnitlig beta for gruppe 1 banker samt. Nordea Bank ABP er 0,99. Den risikofrie rente er fastsat ud fra gennemsnittet af den 10-årige statsobligation, i perioden 2008 til 2020, hvilket er 1,638%. Markedsrisikopræmie fastholdes som de to øvrige værdiansættelser til 4,5%. Samlet CAPM bliver 3,29%, hvor vi fastholder et tillæg på 0,50%, således beregnet CAPM bliver 3,79%.	
Aktionær Egenkapital	Primo saldo 2020 efter opkøb er Arbejdernes Landsbank og Vestjysk Banks bogførte ultimo saldo 31/12-2019.	

Tabel 16.5 – Forudsætninger for værdiansættelse – egen tilvirkning pba. bilag 6

Ud fra disse forudsætninger, kan følgende værdiansættelse opstilles ud fra 'Gorden Growth Model':

Værdiansættelse ud fra cashflow							
ROE	4,90%						
Andel af indtjening efter udbytte	53,3%						
Cost of equity	3,79%						
tDKK		2020	2021	2022	2023	2024	Terminalperiode
Årets resultat		388.172	516.858	509.187	502.845	496.177	528.384
- Egenkapital omkostninger		365.638	372.502	381.642	390.646	399.538	408.312
Overskydende egenkapitalafkast		22.534	144.355	127.545	112.199	96.640	120.073
Terminal værdi af overskydende egenkapitalafkast						2.401.452	
Akkumuleret omkostninger ved egenkapital		3,79%	7,57%	11,36%	15,15%	18,93%	
Nutidsværdi af overskydende indtjening		21.681	133.423	113.056	95.206	2.025.140	
Primo egenkapitalværdi (aktionær)		9.656.367	9.837.643	10.079.016	10.316.806	10.551.635	10.783.350
Cost of equity		3,79%	3,79%	3,79%	3,79%	3,79%	3,79%
Egenkapitalomkostninger		365.638	372.502	381.642	390.646	399.538	408.312
ROE		-	-	-	-	-	4,90%
Årets resultat		388.172	516.858	509.187	502.845	496.177	0
Udbytte		53%	53%	53%	53%	53%	4,90%
Nominel udbyttebetaling		206.896	275.485	271.397	268.017	264.463	
Tilbageværende indtjening		181.276	241.373	237.790	234.829	231.715	
Primo egenkapital		9.656.367					
Samlet værdi af tilbagediskonteret indtjening		2.388.506					
Samlet værdi af egenkapital		12.044.873					
Værdi DKK		12.044.873.426					
Antal aktier		300.000 stk	af 1000 kr				
Værdi pr. aktie		kr. 40.149,58					

Tabel 16.6 – Værdiansættelse efter opkøb af Vestjysk Bank – Kilde: Egen tilvirkning pba. bilag 6

Samlede værdi af egenkapital styrkes med 2.388.506 tkr., hvilket bringer aktionærkapitalen op på 12.044.873 tkr. Ud fra dette vil værdien pr. aktie være 40.149,58 kr.

Dette er dermed en styrkelse af aktien på 11.851,12 kr.²³, i forhold værdiansættelse af Arbejdernes Landsbanks isoleret set, hvilket underbygger et beregnet grundlag for opkøb af Vestjysk Bank. Dette underbygger således også, at der vil være potentiale for at købe alle aktierne i Vestjysk Bank til en eventuel ”merpris”, som nævnt under værdiansættelsen af Vestjysk Bank.

16.1 Usikkerheder og følsomheder

Gorden Growth model tager udgangspunkt i en konstant vækst i terminalperioden, og tager dermed ikke højde for udsving, lavkonjunktur mm., hvilket er en af modellens kritikpunkter.

Der må derfor påregnes en vis følsomhed i værdiansættelse, hvor nogle af disse kan opstilles i en følsomhedsanalyse:

Følsomhedsanalyse	Ændring	Ændring af aktieværdi (stk.)
ROE i terminalperiode	+/- 1%	+/- 5.828 kr.
Ændring af (CAPM) til genm. Beta for Gr. 1	Fra 3,79% til	
banker niveau samt uden tillæg	4,48%	35.031 kr.
Ændring af udbytte til 75%, alt andet lige	Fra 46,7% til 75%	40.421 kr.

Tabel 16.1.1 – Følsomhedsanalyse efter opkøb af Vestjysk Bank – Kilde: Egen tilvirkning pba. bilag 6

16.2 Delkonklusion

Vi kan konkludere at købet af Vestjysk Bank med indregning af de tidligere beregnede synergieffekter isoleret set giver en merværdi pr. aktie i Arbejdernes Landsbank. Dette er endda på baggrund af forholdsvis konservativ budgettilgang, hvilket samlet set danner grundlag for en beslutning om at gennemføre et opkøb af Vestjysk Bank, set ud fra den beregnede værdiansættelse.

Samtidig kan det konkluderes og bemærkes, at en værdiansættelse via Gordon Growth model er usikker og med en vis følsomhed der bør medtages i den samlede beslutning.

²³ 40.149,58 kr. – 28.298,46 kr.

17. Organisatoriske opmærksomhedspunkter

Vi har indtil nu haft fokus på de strategiske herunder de økonomiske fordele og ulemper ved Arbejdernes Landsbanks opkøb af Vestjysk Bank. Det er også vigtigt at Arbejdernes Landsbank forholder sig til de organisatoriske opmærksomhedspunkter ved et opkøb, hvis det skal blive en succes.

Selvom alle banker udadtil, kan se ens ud og reelt set ”sælger” de samme produkter, er der stor forskel. Arbejdernes Landsbank og Vestjysk Bank er to forskellige banker, både hvad angår størrelses men også medarbejder- og filialmæssigt. Bankerne har hver deres historie og kultur.

Bankernes forskellighed gør, at vi mener, at det er specielt vigtigt for Arbejdernes Landsbank at kigge på deres interesser, kulturer og modstand mod forandringer blandt medarbejderne for at træffe de rigtige beslutninger i en opkøbsproces.

17.1 Interessenter

I forbindelse med Arbejdernes Landsbanks opkøb af Vestjysk Bank er det vigtigt, at kigge på de interessenter, som kan og vil blive påvirket i forbindelse med opkøbet, således at man kan imødekomme dem rettidigt. En interessentmodel (Bernard 1938) underbygger, at der er både interne og eksterne interessenter at tage hensyn til.



Figur 17.1.1 – Interessentmodel - Kilde: Egen tilvirkning pba. faget 'Finansiell risikostyring' på HFR 2. semester

Alle interessenter i figur 17.1.1 kan påvirke Arbejdernes Landsbank på forskellige niveauer. Det er vigtigt at man behandler de interessenter som er aktive og negative, idet det er dem som kan ”støje”

mest i opkøbsprocessen.

Vi har valgt at koncentrere os om følgende interessenter i vores analyse:

17.1.1 Kunder

Kunderne er bankernes eksistensgrundlag. Ingen kunder - ingen bank og derfor én af de vigtigste interessenter. Arbejdernes Landsbank vil opleve utilfredse kunder, primært blandt Vestjysk Banks kunder, idet det er dem, som får en ny bankforbindelse, en stor landsdækkende bank, hvor de før har haft en lokalbank med begge ben solidt plantet i Midt- og Vest Jylland.

Vi vurderer, at forandringen kan imødekommes ved, at kunderne kan beholde samme rådgiver, hvilket også er i tråd med, Arbejdernes Landsbanks ønske om personlig rådgiver til kunderne. (Arbejdernes Landsbank, Årsrapport 2019) Herudover skal Arbejdernes Landsbank være åbne i deres kommunikation til kunderne om på hvilke vilkår, at deres engagement med banken fortsætter, således at kunderne føler sig trygge i en overgangsperiode og at de ikke flytter til et konkurrerende pengeinstitut.

Vestjysk Bank er kendetegnet ved at være en Landbrugs- og Fiskeribank og vi har tidligere nævnt at bankens største eksponering er mod landbruget. Dette betyder også at Arbejdernes Landsbank skal forholde sig til denne branche og sørge for at de pågældende rådgivere og specialister, der er tilknyttet denne kundemasse, er tæt på kunderne.

17.1.2 Medarbejdere

Medarbejderne for henholdsvis Arbejdernes Landsbank og Vestjysk Bank tegner de enkelte bankers organisation og kultur.

Der er nøglemedarbejdere, som kan være svære at erstatte og produktionsmedarbejdere som er nemmere at erstatte i en opkøbsproces. Alle skal have den nødvendige opmærksomhed.

Flere af medarbejderes jobfunktioner vil blive nedlagt. Dette vil primært være stabsfunktioner og medarbejderne, som er berørt af filiallukninger. Årsagen er, at der ved opkøbet skabes synergieffekter, således at der er ”dobbeltbemanding” på enkelte jobfunktioner. Herudover vil der skulle etableres ”nye filialer” med nye og gamle kollegaer, kulturer og arbejdsgange som skal sammensmeltes.

Dette vil alt andet lige skabe en usikkerhed blandt medarbejderne. Det vil primært være medarbejderne i Vestjysk Bank, som vil opleve usikkerheden, dog vil der også være medarbejdere

fra Arbejdernes Landsbank, hvor der er filialoverlap, som vil blive bekymret og usikre på deres jobsituation.

Det er vigtigt at Arbejdernes Landsbank er skarpe i deres kommunikation, her overfor medarbejderne, således at de skaber en tryghed overfor de medarbejdere, som skal blive i organisationen, og dermed får mere effektivitet ud af de enkelte medarbejdere.

17.1.3 Ejere/Aktionærer

De to banker har hver sin type aktionærer. Vestjysk Bank er en børsnoteret bank og ejes af enkelte storaktionærer samt en masse private aktionærer, som primært er kunder i banken.

Arbejdernes Landsbanks aktionærer er fagforeningsforbund. Fælles for begge banker er, at aktionærerne er med til at påvirke bankens beslutningsprocesser.

Idet Arbejdernes Landsbank har specielle krav til hvornår man kan blive aktionær i banken, som er beskrevet i afsnittet 'beskrivelse af Arbejdernes Landsbank' vil det være Vestjysk Banks aktionærer, som primært vil blive påvirket i opkøbsprocessen idet de risiker at blive købt ud.

Vi vurderer, at aktionærerne kan opdeles i to grupper:

- Shareholders (aktionærerne som ønsker at høste bedst muligt afkast)

De afkastfokuserede aktionærer kan imødekommes ved at det opkøb som Arbejdernes Landsbank foretager giver en tilfredsstillende profit, som aktionæren kan tage med videre i en ny investering.

- Stakeholders (aktionærerne som har en kulturbaseret tilgang til banken)

De kulturfokuserede aktionærer vil være svære at imødekomme. Her skal Arbejdernes Landsbank være kommunikativt stærke og vise at de vil dem som kunder og deres lokalsamfund selvom de ikke er aktionærer i banken.

Der vil selvfølgelig også opstå mulige konflikter blandt Arbejdernes Landsbanks aktionærer, både afkast- og kulturfokuserede, men idet bestyrelsesmedlemmerne i banken primært er formænd for de enkelte fagforbund som er aktionærer i banken, antages at opkøbet er afstemt blandt parterne

17.1.4 Medierne

Medierne kan både være en med og en modspiller i en opkøbssituation som Arbejdernes Landsbank potentielt kan stå overfor. Det vil være en fordel for Arbejdernes Landsbank, hvis de aktivt tilgår medierne med deres gode historie omkring opkøbet.

Der er flere lokale medier i Midt og Vest Jylland, som kan være oplagte til at benytte til denne opgave. Flere medier har allerede interesse for sagen idet Arbejdernes Landsbank har købt så stor en andel af aktierne i Vestjysk Bank.

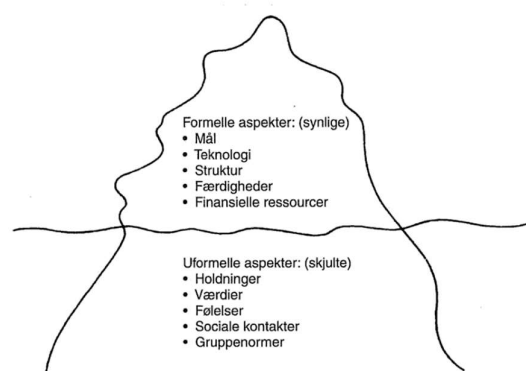
Vi så ved Spar Nords opkøbsforsøg på DAB, hvor stor påvirkning medierne havde i den sag. Hvor mange medier skrev om sagen. Et opkøbsforsøg, som Spar Nord opgav (BT, 26.3.19 (P)).

17.2 Kultur

Arbejdernes Landsbank og Vestjysk Bank har to meget forskellige kulturer. Det er derfor vigtigt at Arbejdernes Landsbank forholder sig til disse forskelligheder for at skabe den bedste succes ved et opkøb af Vestjysk Bank.

Kulturen er skabt af os som mennesker. Kultur består af både synlige og usynlige elementer og kan derfor være svær at gennemskue. Kulturen er de værdier og normer vi agerer efter i hverdagen og som går som en rød tråd igennem den enkelte bank (Schein, "Organisationskultur og Ledelse" net2change.dk (18))

Med udgangspunkt i Det organisatoriske isbjerg, vil vi kigge ind i de to bankers kulturniveauer og fremhæve nogle af de punkter vi vurderer at Arbejdernes Landsbank skal være særligt opmærksomme på. Det er to banker med hver sin kultur og historie, som skal finde at fælles fodslav. Det forudsættes at Arbejdernes Landsbanks kultur vil være den fortsættende, idet de opkøber Vestjysk Bank.



Figur 17.2.1 - Det organisatoriske Isbjerg – Kilde: French & Bell, Organisationsteori 7. Udgave, Bakka og Fivelsdal

Vestjysk Bank, er efter vores vurdering en liberalistisk bank. Dette ses på deres kundesammensætning, deres største eksponering er mod landbruget og historisk er de, en gammel

fiskeri- og landbrugsbank. Det ses ydermere på bankens ejerskab før statens ”overtagelse”, hvor 70% af banken var ejet af mindre aktionærer (Vestjysk Bank, Årsrapport 2008). Vestjysk Bank er en lokal forankret bank, som ønsker at drive klassisk bankdrift.

Arbejdernes Landsbank er efter vores vurdering en socialistisk bank som er stiftet og ejet af fagforeningsforbund. De er en bank, som ønsker at være tilstede i hele landet og der skal ”være plads til alle, rig som fattig” (”Historie”, al-bank.dk (2)). De har fokus på at skabe vækst ved innovative tiltag.

Ovennævnte underbygger, at bankerne har store forskelle både holdnings- og værdimæssigt, hvilket Arbejdernes Landsbank skal være særligt opmærksomme på.

Set i lyset af at Vestjysk Bank tidligere har været ejet 70% af mindre aktionærer, antages det, at mange af deres kunder er tidligere ejere af banken og kan derfor have et specielt forhold til dette. De har haft indflydelse og indsigt i bankens tilstedeværelse. Enkelte har måske følelsesmæssige aspekter i forhold til et potentielt opkøb. Dette er et opmærksomhedspunkt for Arbejdernes Landsbank således at de sikrer kundefastholdelse.

Der hvor vi vurderer at bankerne værdimæssigt har synergi, er i deres tilgang til kunderne. Begge banker har i deres værdigrundlag hjørnestenene, nærvær og enkelthed. Heri ligger at de begge ønsker at deres kunderådgivning skal tage udgangspunkt i kundernes behov og den personlige rådgivning prioriteres højt. Dette bør Arbejdernes Landsbank bruge aktivt overfor både kunder og medarbejdere.

Vi har i vores synergieffekter valgt at tage højde for, at Arbejdernes Landsbank beholder Vestjysk Banks ene direktør i opkøbsfasen. Han skal sammen med Arbejdernes Landsbanks ledelse forene de to kulturer og være med til at give Arbejdernes Landsbank indsigt i Vestjysk Banks holdninger, normer og værdier, således at Arbejdernes Landsbank kan arbejde med disse og opnå bedst mulige succes ved sammenlægningerne.

17.3 Modstand mod forandringer

I forbindelse med et opkøb, hvor mange medarbejdere, kunder og andre interessenter bliver berørt, vil det være helt naturligt at der vil opleves modstand mod forandringer. Vi vil her koncentrere os om medarbejderne hos Vestjysk Bank, som vil være særligt påvirkede, idet det er deres arbejdsplads, som bliver opkøbt.

”Mennesker har ikke noget imod forandring- de har noget imod at blive forandret” (Kotter & Schlesinger, Modstand mod forandring, net2change.dk (19)). Det er derfor vigtigt at Arbejdernes Landsbank er opmærksomme på den modstand mod forandring der vil komme, så de kan imødekomme disse bedst muligt. Med udgangspunkt i Moss Kanter 1992 (Bakka & Fivelsdal, Organisationsteori, 2019) vil vi her komme ind på nogle af de ting som Arbejdernes Landsbank vil møde.

Arbejdernes Landsbank vil opleve, at nogle medarbejderne føler sig usikre, usikre grundet manglende information, usikkerhed overfor nye fremtidige opgaver, usikker på deres kompetencer.

Andre medarbejdere vil tænke på den arbejdsbyrde de vil få ved ændringen, ændringer kræver energi, tid, møder, efteruddannelse eller lign. Dette kan både være system og produktmæssigt.

Der vil være frygt for at miste kontrollen og indflydelse. Medarbejderne kommer fra en lokal bank i Jylland og skal nu til at være en del af en landsdækkende bank.

Der vil være medarbejdere som bliver forvirrede og chokeret, grundet følelsen af overraskelse. Enkelte vil føle, at for meget bliver forandret på én gang.

De vil opleve vrede medarbejdere, som ikke ønsker forandringen. Forandringen kan for nogle medarbejdere være smerte og tab. Tab af gode kollegaer, tab af den arbejdsplads, som de har haft i mange år.

Når Arbejdernes Landsbank allerede på forhånd ved og kan kigge ind i ovennævnte grunde til modstand, så har de mulighed for at imødekomme dem, således at de kan opnå bedst mulig støtte og accept fra medarbejderne i forandringsprocessen. Det er vigtigt at Arbejdernes Landsbank informerer, giver sig tid til at lytte til medarbejderne, opmuntrer, motiverer, viser forståelse og så vidt muligt involverer medarbejderne i processen. Dette er det bedste udgangspunkt for at imødekomme modstand mod forandringer.

17.4 Dobbeltbrand

I 2018 så vi Ringkjøbing Landbobank opkøbe Nordjyske Bank. Et opkøb som Ringkjøbing Landbobank betegner som en succes (Finanswatch, 5.2.20 (Q)). Ringkjøbing Landbobank har valgt at køre med to-brand strategi. Ved to-brand strategi kan man imødekomme nogle af de ”modstand mod forandringer”, som banken vil opleve både fra kunder og medarbejdere. Samtidig med at dele af den opkøbte banks kultur og værdier kan bevares.

Arbejdernes Landsbank kunne overveje om dette skulle være en mulighed. De kunne imødekomme nogle af de store kultur- og værdiforskelle og dermed ”modstand mod forandringer” ved at beholde Vestjysk Banks navn. Vi vil ikke gå nærmere ind i denne del, men blot nævne det som en mulighed.

17.5 Delkonklusion på organisatoriske opmærksomhedspunkter

Det er vigtigt at Arbejdernes Landsbank i en opkøbssituation er opmærksomme på specielt sine aktive negative interessenter, således at de kan gå i dialog med disse. Arbejdernes Landsbank skal være kommunikativt stærke overfor deres interessenter således at de imødekommer eventuelle frustrationer og tvivl og i stedet motiverer og gør dem trygge i opkøbssituationen.

Det er vigtigt at Arbejdernes Landsbank sætter sig ind i Vestjysk Banks synlige og skjulte kulturer, værdier og normer, hvis de ønsker et opkøb med bedst mulige succes. Herved vil de hurtigt eller på forkant kunne imødekomme og affærdige udfordringer til fordel for alle.

Arbejdernes Landsbank vil møde ”modstand mod forandringer” fra specielt medarbejderne, som er specielt ramt i en opkøbsfase. Det er også her vigtigt at Arbejdernes Landsbank er forstående, lyttende og imødekommende for at opnå det bedst mulige resultat ved et eventuelt opkøb.

Arbejdernes Landsbank kan vælge at benytte sig af to-brand strategi ved et opkøb og dermed imødekomme nogle af de modstand mod forandringer som normalt ses.

18. Konklusion

På baggrund af vores analyse af Vestjysk Bank, kan vi overordnet konkludere, at Arbejdernes Landsbanks optimale løsning, i forhold til deres nuværende ejerandel og aktiebeholdning er, at denne som minimum bør fastholdes.

Vi har analyseret Vestjysk Banks kapitalforhold og indtjening, som på bagkanten af finanskrisen og ejerskab fra den danske stat har udviklet sig meget tilfredsstillende. Bankens nuværende kapitalgrundlag og sammensætning viser en sund og solid bank. De bør forsat være forsigtige med udbetaling af udbytte, således de er klar til håndtering af NEP-krav og eventuelle nye kriser. Bankens indtjening er således også tilfredsstillende og har de seneste 5 regnskabsår været en medvirkende faktor til Vestjysk Banks konsolideringen af deres kapitalgrundlag.

Det er vigtigt at man som investor har for øje, at bankens indtjening hviler på væsentlig reducerede nedskrivninger i de senere år, bl.a. på grund af god styring af landbrugssegmentet, men også

gunstige vilkår i landbrugserhvervet. Vestjysk Bank er eksponeret mod dette erhverv, som er følsomt overfor volatile konjunkturforhold. Et andet opmærksomhedspunkt er Vestjysk Banks faldende udlånssaldo, som har været faldende de sidste 5 år. Det ses også i stresstesten, at Vestjysk Bank i nedgangstider kan få udfordringer med at leve op til kapitalkravene.

Den strategiske værdiansættelse af Vestjysk Bank danner grundlag for et samlet og fuldt opkøb af banken. Med baggrund i de fremførte synergieffekter og en konservativ budgettering, foreligger der et beregnet grundlag og økonomisk potentiale for fuldt opkøb.

Der kan opnås flere synergieffekter og stordriftsfordele ved fuldt opkøb, heriblandt nye geografiske områder, personalereduktion og generelle stordriftsfordele, hvilket understøtter et attraktivt økonomisk potentiale, hvilket gør at vi mener at Arbejdernes Landsbanks bestyrelse bør overveje et fuldt opkøb af Vestjysk Bank.

Vælger Arbejdernes Landsbank at gennemføre et fuldt opkøb af Vestjysk Bank, mener vi at de bør være opmærksomme på især de negative interessenter i processen, som fx Vestjysk Banks nuværende lokale aktionærer, kunder samt medier.

Kulturforskellene i bankerne er forskellige og skal derfor forsøges forenet. Arbejdernes Landsbank skal derfor have en plan for implementering af opkøbet for især medarbejderne, hvor der må forventes modstand mod forandring.

19. Litteraturliste

19.1 Bøger:

Finansiell risikostyring, 2017, af Jørgen Just Andersen 2. udgave.

Pengeinstitutter i Danmark – virksomhed og regulering, 2017 af Henrik B. Christiansen, Susanne Dolberg, Sean Hove, Peter Rostrup-Nielsen & Lars Stage

Organisationsteori, 2019, 7. udgave, af Jørgen Frode Bakka og Egil Fivelsdal

19.2 Årsrapporter, Risikoreporter og Forretningsmodel:

Vestjysk Bank, Årsrapporter og Risikoreporter

<https://www.vestjyskbank.dk/investor-relations/rapporter>

Vestjysk Bank, Forretningsmodel 2019-2021

<https://www.vestjyskbank.dk/investor-relations/selskabsmeddelelser>

Arbejdernes Landsbank, Årsrapporter

<https://www.al-bank.dk/om-banken/fakta-og-historik/al-i-tal/ars-og-halvaarsrapporter>

Arbejdernes Landsbank, Risikoreporter

<https://www.al-bank.dk/om-banken/fakta-og-historik/al-i-tal/risiko-og-csr-rapporter>

Sparkassen Kronjylland, Årsrapporter og Risikoreporter

<https://www.sparkron.dk/om-sparekassen/regnskab>

Sparkassen Sjælland-Fyn, Årsrapporter og Risikoreporter

<https://www.spks.dk/om/regnskab>

19.3 Publikationer og Artikler:

A: Finansrådet, Høringssvar kapitalgrundlag 7.10.2015

https://finansdanmark.dk/media/11352/071015_hs_udkast-til-revideret-vejledning-om-tilstraekkeligt-kapitalgrundlag-og-solvensbehov.pdf

B: Det systemiske risikoråd - Pressemeldelse 17. 12. 2019

<https://risikoraad.dk/nyheder/2019/december/pressemeldelse-efter-28-moede/>

C: Basel IV, Finans Danmark, 11.12.19

<https://www.ft.dk/samling/20191/almindel/eru/bilag/101/2122483.pdf>

D: Kapitalkrav til banker, Nationalbanken, analyse 27.06.18

http://www.nationalbanken.dk/da/publikationer/Documents/2018/06/Analyse_Kapitalkrav%20til%20banker%20-%20myter%20og%20facts.pdf

E: Principper for fastsættelse af NEP-Krav for minde institutter, Finanstilsynet, 30.10.2017

<https://www.finanstilsynet.dk/~media/Nyhedscenter/2017/Principper-for-NEPkrav-pdf.pdf?la=da>

F: Finanswatch, Det lysner for Vestjysk Banks smertebarn, 20.02.20

https://finanswatch-dk.zorac.aub.aau.dk/secure/Finansnyt/Pengeinstitutter/Vestjysk_Bank_/article11954979.ece

G: Nielsen & Ohnemus, Egenkapitalforrentning i banker, Finans Invest, december 2018

https://research-api.cbs.dk/ws/portalfiles/portal/57344082/caren_yinxia_nielsen_et_al_etablering_af_m_l_publisher_sversion.pdf

H: Vestjysk Bank indfører negative renter på privatkunders opsparing, Politikken, 15.01.20

<https://politiken.dk/oekonomi/privatoekonomi/art7601603/Vestjysk-Bank-indf%C3%B8rer-negative-renter-p%C3%A5-privatkunders-opsparing>

I: Coronavirus, DR-nyheder, Dansk industri, 05.03.2020

<https://www.dr.dk/nyheder/penge/dansk-industri-spredning-af-coronavirus-kan-faa-dansk-oekonomi-til-dykke>

J: Danmarks Nationalbank – Stresstest 27.02.2019

http://www.nationalbanken.dk/da/publikationer/Documents/2019/05/ANALYSE_Nr.%2010_Banke_r%20skal%20forholde%20sig%20til%20nye%20krav%20i%20stresstest.pdf

K: Fusion mellem Nordjyske Bank og Ringkjøbing Landbobank, Ringkjøbing Landbobank 18.04.18

<https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/1cefdb4c-41ce-47d5-a85a-160812d187ed>

L: Sparnord og Sparbank planlægger fusion, Sparnord 18.09.12

https://media.sparnord.dk/com/investor/finansiel_kommunikation/praesentationer/fusion_sparbank.pdf

M: Børsen, Ringkjøbing Landbobanks fusion sender bundlinjen den forkerte vej, 14.11.18

<https://borsen.dk/nyheder/finans/ringkjoebing-landbobanks-fusion-sender-bundlinjen-den-forkerte-vej-4m82o>

N: Notat, Finanstilsynet, maj 2018

<https://www.finanstilsynet.dk/~media/Tilsyn/Afgorelser/2018/Vejledende-udtalelse-vedrrende-NEPinstrumenter-pdf.pdf?la=da>

O: Finanswatch Analytikere forventer afmatning i dansk økonomi, 02.01.20

<https://finanswatch.dk/Finansnyt/article11852986.ece>

P: BT, SparNord opgiver opkøb af Danske Andelskassers Bank, 26.03.20

<https://www.bt.dk/erhverv/spar-nord-opgiver-opkoeb-af-danske-andelskassers-bank>).

Q: Finanswatch, Landbobank-boss når fusionsmål to år før tid, 05.02.20

https://finanswatch-dk.zorac.aub.aau.dk/Finansnyt/Pengeinstitutter/Ringkj_bing_Landbobank/article11921158.ece

R: Finanswatch, Et langt sejt træk kan være vejen til at undgå opkøbsflop, 15.11.19

https://finanswatch-dk.zorac.aub.aau.dk/Finansnyt/Pengeinstitutter/Arbejdernes_Landsbank/article11748918.ece

S: Finanswatch, Topchef bekræfter opkøb i Vestjysk Bank: Al ligger lige under grænsen for pligttilbud, 11.11.19

https://finanswatch-dk.zorac.aub.aau.dk/Finansnyt/Pengeinstitutter/Arbejdernes_Landsbank/article11748236.ece

T: Finanstilsynet, Lov om værdipapirhandel §31

<https://www.finanstilsynet.dk/AttachedFiles/%7B0a77c4cf-1ec2-4535-86fe-183d174098b8%7D.%7Bcae6b30d-e69e-4c2b-b05b-535d48c9bf32%7D.VEJL9687-150914.pdf>

19.4 Hjemmesider:

1: Fakta og tal, Vestjysk Bank

<https://www.vestjyskbank.dk/om-banken/fakta-og-tal>

2: Historie, Arbejdernes Landsbank

<https://www.al-bank.dk/om-banken/fakta-og-historik/historie/historien-fortsaetter>

3: Ejerforhold, Arbejdernes Landsbank

<https://www.al-bank.dk/om-banken/fakta-og-historik/ejerforhold>

4: 100års Jubilæum, Arbejdernes Landsbank

<https://www.al-bank.dk/om-banken/fakta-og-historik/100-aars-jubilaeum>

5: Kapitalkrav til banksektoren

<https://www.consilium.europa.eu/da/policies/banking-union/single-rulebook/capital-requirements/>

6: Overenskomst 'OK2020', Finansforbundet

<https://www.finansforbundet.dk/da/OmFinansforbundet/Sider/OK2020.aspx>

7: Svineafregning og afrikansk svinepest, SEGES

<https://svineproduktion.dk/>

8: Skattesatser, Skat

<https://www.skm.dk/skattetal/satser/satser-og-beloebsgraenser/selskabsskatteloven>

9: Indskudsbevisrenten, Nationalbanken

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

10: Vestjysk Banks prisbog

<https://www.vestjyskbank.dk/om-banken/aftaler-og-vilkaar/priser-og-rentesatser>

11: Beta

<http://www.msn.com/da-dk/finans/aktieoplysninger/dkk-vjba/fi-adzmqh?symbol=VJBA&form=PRTPRQ>

12: Risikofri rente, Skat

<https://skat.dk/skat.aspx?oid=1813218>

13: 10-årig statsobligation, Nationalbanken

<http://www.nationalbanken.dk/da/statsgaeld/Auktionerogudstedelser/Sider/Auktionsresultater---Statsobligationer.aspx>

14: Find filialer, Arbejdernes Landsbank

<https://www.al-bank.dk/om-banken/kontakt-os/find-filial-og-medarbejder>

15: Afdelinger, Vestjysk Bank

<https://www.vestjyskbank.dk/alle-afdelinger>

16: Bestyrelsen, Arbejdernes Landsbank

<https://www.al-bank.dk/om-banken/fakta-og-historik/ledelse/bestyrelsen>

17: Pengeinstitutternes størrelsesgruppering, Finanstilsynet

<https://www.finanstilsynet.dk/Tal-og-Fakta/Statistik/Statistik-om-sektoren/Pengeinstitutternes-stoerrelsesgruppering>

18: Organisationskultur og Ledelse, Schein

<https://net2change.dk/edgar-schein-organisationskultur/>

19: Kotter & Schlesinger, Modstand mod forandring

<https://net2change.dk/kotter-og-schlesinger/>

20: Kapitalkrav, Finans Danmark

<https://finansdanmark.dk/aktuelle-emner/kapitalkrav/>

20. Bilagsliste

Bilag 1. Nøgletalsskema og oversigtsark Vestjysk Bank

Bilag 2. Værdiansættelse af Vestjysk Bank

Bilag 3. Nordea Renteprognose pr. 28. januar 2020.

Bilag 4. Oversigt over de 10 årige statsobligationer fra 2008 til 2020

Bilag 5. Værdiansættelse af Arbejdernes Landsbank

Bilag 6. Værdiansættelse af Arbejdernes Landsbank med opkøb af Vestjysk Bank

Bilag 7. Nøgletalskema og oversigtsark sammenligningsbanker