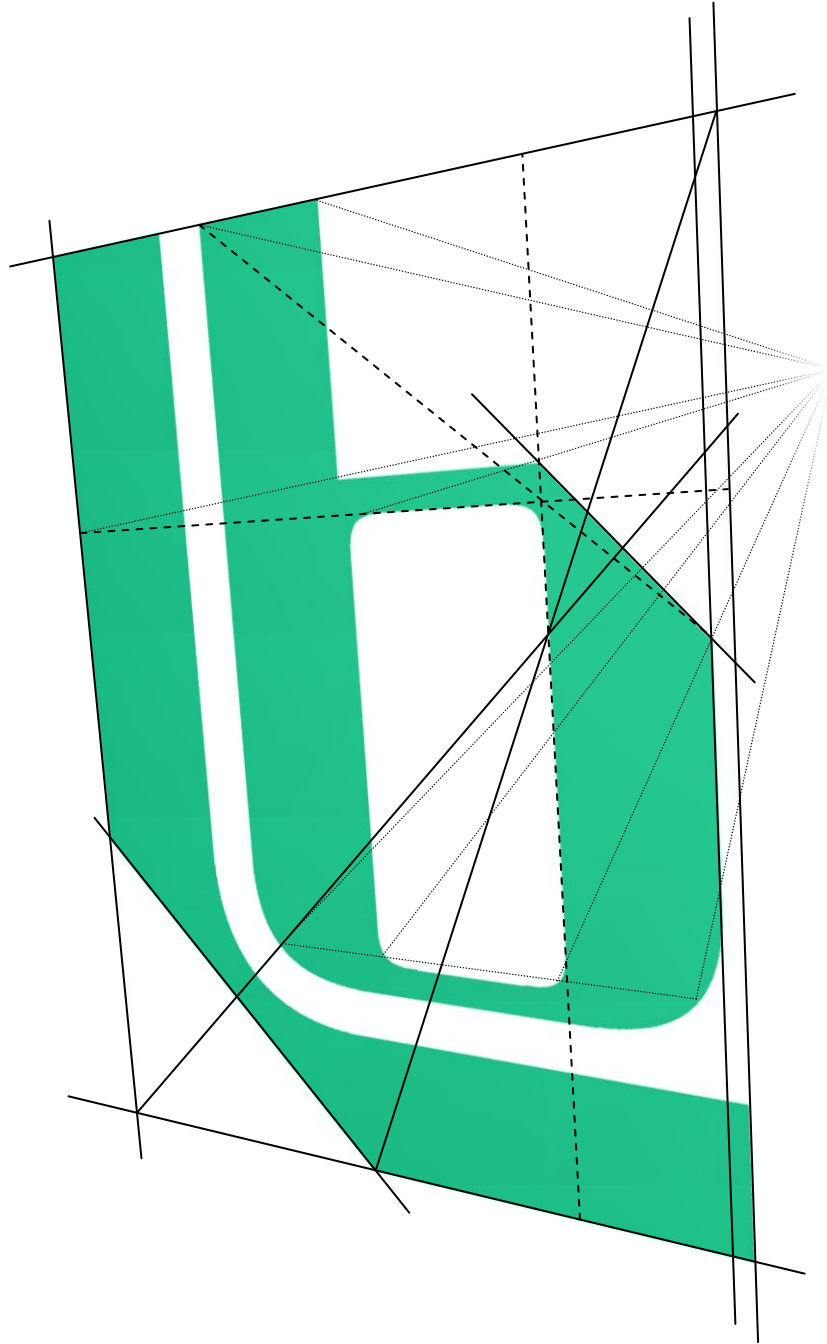




Forbedring af aktionærværdien i Lollands Bank

Speciale skrevet af Rasmus Mørkbak med Lars Krull som vejleder

HD 2. del i Finansiell Rådgivning

Aalborg Universitet

September 2011

Abstract

Shareholder value is interesting because it's a valuation of what a company's results means for the owners. Currently, Lollands Bank has been traded under its Price/book value which indicates that the investors expect the bank destroys shareholder value in the future. This project is about what the management can focus on when the shareholder value in Lollands Bank must be improved, and if an establishment of a branch in Vordingborg is a good idea in this context.

I start by analyzing what kind of activities a company like Lollands Bank is engaged in, and what it means for the shareholders. I find out that the banks plays an important role in the society, and that Lollands Bank's management can continue to focus on exercising corporate social responsibility according to laws and regulations which on long term can benefit the bank's reputation and business development.

I find a reasonable connection between the return on the shares and the return on equity. The market value of the equity is also significant, and can be interpreted as future instances of expected returns on equity. By working my way up through the typical income statement of a bank, I choose to investigate different approaches to improve the return on equity of the bank in order to improve the shareholder value.

Return on equity can be improved by reducing the equity by paying dividends or by improving the net profit by reducing the expenses or improving the income.

When paying dividends, the market value on Lollands Bank decreases with a smaller amount because the book value on the equity is less than the market value. This creates shareholder value as long as the risk from the worsened capital ratio is offset enough by the benefits of an expected profitability.

I don't think it's possible for the management to carry out a sufficient cut in the capacity costs and cost of capital in order to regain the economic profit. I advise to focus on means to reduce the loan impairment charges, raise the prices and increase the business volume. This makes demands on the bank to have exposures, products and services with an extraordinary quality.

Finally, I outline that a market expansion done by opening a branch in Vordingborg can be a effective way to increase the business volume in addition to the ongoing image campaign. Both initiatives can improve the shareholder value, but a market expansion is more ambitious.

Indholdsfortegnelse

1. Indledning	6
1.1 Problemformulering	6
1.2 Metode og afgrænsning	6
 2. Analyse af virksomhedens virke og omstændigheder	 8
2.1 Pengeinstitutternes funktion	8
2.1.1 Betalingsformidling	8
2.1.2 Kapitalforvaltning	9
2.1.3 Rådgivning	10
2.2 Retslig regulering	11
2.2.1 Krav om solvens	11
2.2.2 Krav om likviditet	12
2.2.3 Finanstilsynet og tilsynsdiamanten	13
2.3 Bankens vigtigste interessenter	15
2.3.1 Forskellen mellem en bank og sparekasse	16
2.3.2 Aktionærernes rolle i Lollands Bank	17
2.3.3 Corporate Governance i relation til aktionærerne	17
2.3.4 Investering for at få afkast og indflydelse	18
2.3.5 Stemmeretsbegrænsning	18
2.4 Delkonklusion	19
2.4.1 Investering for at få aktionærværdi	19
 3. Forhold der indvirker på aktionærværdien	 20
3.1 Udbud og efterspørgsel	20
3.2 Fundamental analyse	21
3.2.1 Eksterne og interne forhold	21
3.2.2 Aktieafkast og risiko	22
3.3 Aktionærværdi og overskud	23
3.3.1 Price/earning	23
3.3.2 Udviklingen i bankens P/E	24
3.3.3 Svagheder ved P/E	25
3.4 Sammenhæng mellem aktionærværdi og bankens drift	26
3.4.1 Aktieafkast og egenkapitalforrentning	27

3.4.2 Kurs/indre værdi	29
3.4.3 K/I og aktionærværdi	39
3.4.4 Aktionærernes afkastkrav	31
3.5 Delkonklusion	33
3.5.1 Egenkapitalforrentning er væsentlig	33
4. Forbedring af aktionærværdien	34
4.1 Udbetaling af udbytte	34
4.1.1 Selvfinansieret vækst ICGR	35
4.2 Bankens generiske strategi	36
4.3 Indtjening pr. omkostningskrone	38
4.3.1 Sammenligning af de små pengeinstitutter i markedsområdet	39
4.3.2 Styring af kapacitetsomkostninger	40
4.3.3 Omkostningsminimering ved at samordne organisationen	40
4.3.4 Fokus på værdikæde	41
4.3.5 Aktivitetsbaserede omkostninger	42
4.3.6 Nedskrivninger og basiskapitalforrentning	43
4.3.7 I/O og aktionærernes afkastkrav	45
4.4 Netto rente- og gebyrindtægter	46
4.4.1 Renteudgifter	46
4.4.1.1 Renteudgifter og soliditet	47
4.4.1.2 Renteudgifter og kreditrisiko	48
4.4.1.3 Funding-struktur	49
4.4.1.4 Kreditrisiko og funding	51
4.4.1.5 Rentefølsomhed og funding	52
4.4.1.6 Funding-omkostninger i 2011	53
4.4.2 Vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger	54
4.4.2.1 Kapitalomkostninger i 2011	55
4.4.2.2 WACC og driftsøkonomisk merværdi	56
4.4.2.3 Aktivernes afkastningsgrad og aktionærernes afkastkrav	58
4.4.3 Pris, kvalitet og samspil ved differentieringsstrategi	59
4.5 Udvidelse af forretningsomfanget	61
4.5.1 Imagekampagne	61
4.5.1.1 Corporate Branding	62

4.5.1.2 Værdibaseret ledelse og Corporate Social Responsibility	62
4.5.1.3 Corporate Branding i Lollands Bank	64
4.5.1.4 Immaterielle aktiver	64
4.5.1.5 Sikre værdi for tiltag	64
4.5.2 Markedsudvikling gennem organisk vækst	65
4.5.2.1 Etablering af en ny filial i Vordingborg	65
4.5.2.2 Forudsætninger for en lønsomhedsberegning	66
4.5.2.3 Undersøgelse af investeringens lønsomhed	69
4.5.2.4 Filialens indflydelse på bankens omkostninger	70
4.5.2.5 Projektledelse til optimering af egenkapitalbidrag	71
4.5.2.6 Ressourcer, arbejdsindsats og økonomi	74
4.5.2.7 Forankring af projektet og planen	75
5. Konklusion	77
5.1 Ny filial i Vordingborg	78
6. Materialeoversigt	79
Appendiks: Målhierarki over projektet	81

1. Indledning

Lollands Bank offentliggjorde en egenkapitalforretning før skat på 1,2 pct. p.a. i halvårsrapporten for 2011. Det er den hidtil værste egenkapitalforrentning der har været offentliggjort i over et årti. På trods af at egenkapitalforretningen i første kvartal også var meget dårlig, stod der ellers på bankens hjemmeside at ledelsen anså resultatet af den primære drift for tilfredsstillende. Markedet har da også været stagneret. Spørgsmålet er om det så er godt nok for aktionærerne. I samme periode har aktien givet et negativt afkast på ca. 15 pct. p.a. Isoleret betragtet lader det i hvert fald ikke til at være tilfredsstillende for en investor.

Hvis en investor køber en aktie i Lollands Bank, er det naturligvis fordi der er forventninger til aktiernes værdi. Bankens værdi kan vurderes ud fra forskellige opfattelser. Mange investorer er primært motiveret af at tjene penge på aktier i form af udbyttebetalinger og kursstigninger. Nogle investorer er motiveret af at en aktie også kan repræsentere andre værdier som ikke er økonomiske, og som synliggøres af selskabets rolle i forhold til dets omgivelser og interesser.

Hvis banken skal være en attraktiv investering, kræver det at ledelsen er fokuseret på at drive virksomheden med henblik på at skabe den bedste værdi for aktionærerne på sigt. Resultatbaseret ledelse kræver en forståelse for de sammenhænge der er mellem bankens strategi, dens resultater og værdien der skabes herved.

1.1 Problemformulering

Hvad kan ledelsen fokusere på når aktionærværdien i Lollands Bank skal forbedres, og er en etablering af en filial i Vordingborg en god idé i denne forbindelse?

1.2 Metode og afgrænsning

Mit udgangspunkt er at det er ledelsens ultimative mål at forbedre aktionærværdien i Lollands Bank fordi det er aktionærerne som ejer virksomheden.

Da jeg først bør gøre mig klart hvilken type virksomhed det drejer sig om så jeg bedre kan forstå rammerne for aktionærernes investering i banken, og hvilke forventninger aktionærerne stilles i udsigt, vil jeg starte med at analysere virksomhedens virke og omstændigheder. Det vil jeg gøre ved overordnet at beskrive hvad et pengeinstituts funktion er, den retslige regulering som Lollands Bank er underlagt, og hvilken rolle aktionærerne spiller i forhold til banken som dens vigtigste interesser.

Efterfølgende vil jeg undersøge hvilke forhold der indvirker på aktionærværdien. Det vil jeg fordi jeg skal have en dybere forståelse for hvordan aktionærværdien skabes, og fordi jeg vil finde ud af hvilke fundamentale forhold ledelsen også bør tage i betragtning når de forsøger at forbedre aktionærværdien. I denne forbindelse afgrænser jeg mig til at aktionærværdien grundlæggende er et aktieafkast.

Jeg vil benytte nøglebegreberne: Price/earning, egenkapitalforrentning og kurs/indre værdi til at undersøge hvordan jeg bedst kan etablere en sammenhæng mellem aktieafkastet og bankens offentliggjorte resultater. Denne sammenhæng er væsentlig hvis ledelsen indflydelse på aktionærværdien skal findes i relation til virksomhedens drift og dens strategi.

Fordi jeg forudsætter en sammenhæng mellem aktionærværdien og bankens resultater, vil jeg herefter finde ud af hvad ledelsen kan fokusere på når aktionærværdien skal forbedres ved især at øge bankens egenkapitalforrentning. Det vil jeg gøre ved at tage udgangspunkt i nogle fokusområder som jeg finder ved at arbejde mig op igennem resultatopgørelsen.

Det første fokusområde er udbetaling af udbytte. Det vil jeg se på da det forbedrer forrentningen af egenkapitalen ved at reducere den, modsat de efterfølgende fokusområder der alle gælder om at forbedre resultatet i overensstemmelse med bankens generiske strategi.

Det andet fokusområde er indtjeningen pr. omkostningskrone. Det vil jeg se på for at finde nogle muligheder til at reducere kapacitetsomkostningerne, nedskrivninger og tab på udlån.

Det tredje fokusområde er netto rente- og gebyrindtægter. Det vil fokusere på for at finde nogle muligheder til at forbedre indtjeningen fra bankens primære drift. Jeg vil koncentrere mig om at undersøge forhold omkring funding, kapitalomkostninger og renteindtægter.

Det fjerde fokusområde er en udvidelse af forretningsomfanget. Da banken har igangsat en større imagekampagne, vil jeg først undersøge hvordan arbejdet heromkring kan tænkes at bidrage til en øget vækst. Herefter vil jeg afslutte med at undersøge lønsomheden i at etablere en filial i Vordingborg, og jeg vil undersøge hvilken betydning det får for bankens omkostninger. Det vil jeg fordi jeg vil afgøre om ledelsen med fordel også kan fokusere på markedsudvikling gennem organisk vækst for at forbedre aktionærværdien.

Siden jeg vil undersøge hvad ledelsen ellers kan gøre for at få investeringen i en ny filial til at give en bedre aktionærværdi, vil jeg også komme ind på planlægningen af filialåbningen og hvordan projektet og planen med fordel kan forankres.

2. Analyse af virksomhedens virke og omstændigheder

Lollands Bank er et kreditinstitut hvis virksomhed består i at modtage indlån eller andre midler fra offentligheden, der skal tilbagebetales, samt i at yde lån for egen regning.¹

Udover kerneforretningen er Lollands Banks også engageret i andre aktiviteter som gør Lollands Banks virksomhed til det vi i dag forstår ved et pengeinstitut.

2.1 Pengeinstitutternes funktion

Nogle af de forhold der gør pengeinstitutterne specielle som forretningsdrivende er, at de er de eneste der har tilladelse til aktivt at gå ud og reklamere med at de tager imod indlån, og at de også har eneret på at benytte betegnelsen »bank«, »sparekasse« eller »andelskasse« i deres navn (dog således at det ikke giver indtryk af at de er en nationalbank).²

For at drive pengevirksomhed skal man have en særlig tilladelse.³ I Danmark udstedes en sådan tilladelse af Finanstilsynet.⁴

Desuden er der helt konkrete og faste rammer for hvilken slags virksomhed et pengeinstitut må udøve.⁵ Pengeinstitutternes forretningsområde handler overordnet om betalingsformidling, kapitalforvaltning og rådgivning. Som udgangspunkt er der tale om nært beslægtede aktiviteter, og det sætter grænser for Lollands Banks mulige forretningsudvikling.

2.1.1 Betalingsformidling

Som det fremgår af ordet, drejer betalingsformidling sig om at formidle en betaling fra afsender til modtager. Det kan gøres på mange forskellige måder. Grundlæggende er der tale om elektroniske overførsler fra konti til konti. Hertil eksisterer der forskellige betalingsmidler, og pengeinstitutsektoren har både nationalt og internationalt opbygget en omfattende infrastruktur.

Pengeinstitutterne kan udstede forskellige betalingsmidler i form af betalingskort, kreditkort, checks, veksler og elektroniske penge der skygger disse forskellige transaktioner og hjælper til at lokalisere og legalisere dispositionsberettigede. Det er kun nationalbanken der kan udstede pengesedler og mønter. Nationalbanken fungerer samtidig som ”bankernes bank”.

¹ Bekendtgørelse af lov om finansiel virksomhed, § 5, pkt. 2.

² Bekendtgørelse af lov om finansiel virksomhed, § 7, stk. 4-5.

³ Bekendtgørelse af lov om finansiel virksomhed, § 7, stk. 1.

⁴ Bekendtgørelse af lov om finansiel virksomhed, § 14.

⁵ Bekendtgørelse af lov om finansiel virksomhed, bilag 1.

I Danmark har vi forskellige systemer til betalingsformidling. Mange bliver styret af Nets, som førhen hed PBS, og som er et selskab der er ejet af pengeinstitutter. Internationalt har man bl.a. oprettet SWIFT, som står for Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication. SWIFT er et meget udbredt system og kan bruges til at foretage grænseoverskridende betalinger. Alverdens pengeinstitutter er således med til at sikre at likviditeten i samfundet kan flyde så frit som muligt, og det er vigtigt for at sikre markedernes frie bevægelighed.

Efter Lehman-krakket i efteråret 2008, som markerede starten på seneste finanskrisen, kunne man se hvordan mistilliden spredte sig i den finansielle sektor og fik alvorlige konsekvenser. Lehman Brothers var antaget at være en finansiell institution som var ”to big to fail”, så da den amerikanske regering lod den krakke mod alles forventninger, blev det svært for pengeinstitutterne at stole på hinanden. De blev bange for at låne hinanden penge, selv på helt kort sigt, og det bevirkede at likviditet i pengemarkedet forsvandt. I Danmark blev en så simpel ting som fx det at stille finansiering til rådighed i US-dollars, verdensvalutaen, pludselig til en langt mere bekostelig affære – det var en helt ekstraordinær situation.

2.1.2 Kapitalforvaltning

Et andet kerneområde pengeinstitutterne beskæftiger sig med er kapitalforvaltning. Det dækker både over at administrere og opbevare kapital. Kapital kan fx være i form af indlån på konti, noterede og unoterede værdipapirer i depoter eller sågar fysiske beviser i boks.

I sin simple form går kapitalforvaltning ud på at modtage indlån fra kunder og yde udlån til andre kunder. Pengeinstituttet fungerer som mellemmand og påtager sig kreditrisikoen på låntagernes vegne. Til gengæld får den enkelte indskyders risikoen på sit ”udlån” spredt ud på flere låntagere, og indskyderne skal ikke forholde sig til at kreditvurdere enkelte låntagere.

Kapitalforvaltning er også en form for formidling af midler, men hvor betalingsformidling tager udgangspunkt i selve akten at betale, så dækker kapitalforvaltning snarere et behov for enten at opbevare, aktivere eller tilvejebringe kapital. At kapitalen eventuel kan benyttes som betaling er her underordnet. Fx er sikkerhedsstillelser, som banker stiller, fx i form af en bankgaranti, ikke selve betalingen, men de er med til at sikre at en eventuel betaling kan ske.

Ligesom pengeinstitutterne skal være med til at sikre at likviditeten i samfundet flyder frit, så hjælper de altså også med til at kapitalen rundt omkring i samfundet bedre kan blive aktiveret.

2.1.3 Rådgivning

Pengeinstitutterne yder rådgivning til private personer og erhvervsvirksomheder. Til private personer er der typisk tale om rådgivning indenfor områder så som finansiering af bolig og bil, investeringer, pensionsopsparing og forsikring. Til erhvervsvirksomheder kan der ligeledes være tale om rådgivning indenfor finansiering og investering. Hertil kommer også rådgivning om fx kapitalstruktur, strategi, handel med virksomheder i forbindelse med opkøb eller generationsskifte osv.

I forbindelse med rådgivning spiller bankerne ligesom ved betalingsformidling og kapitalforvaltning også en rolle i samfundet. I den enkelte rådgivningssituation kan det nogle gange være svært at få øje på, men kutyper og forretningsgange i branchen får sammen med lovgivningen på de forskellige områder vidtgående konsekvenser for samfundet som helhed. Mange gange bliver det dog først for alvor tydeligt når samfundet befinder sig i krise eller i en recession.

Oplagte eksempler er personer der er blevet rådgivet forkert i forbindelse med investeringer. Nogle har haft voldsomt gearede investeringer uden stop-loss aftaler. Andre er blevet vildledt til at spille hasard med deres pensionsopsparinger. I forbindelse med finansiering har det også været udbredt at optage lån i fremmed valuta med lav rente så som Schweizerfranc. Det har så vist sig at valutaen steg, og de, der har ladet lånene løbe løbsk, ligger til sidst med kæmpe kurstab som de kan blive tvunget til at realisere. Mindre eksotisk kan nævnes dem der risikerer at skulle gå fra hus og hjem fordi de optog afdragsfrie rentetilpasningslån til lav rente i alt for dyre ejendomme der efterfølgende falder i pris, hvorved friværdien forsvinder, samtidig med at afdragsfriheden ophører, og renten stiger.

Alle disse ting er ikke strengt forbudte, men pengeinstitutterne har et rådgivningsansvar og et samfundsmæssigt ansvar for at deres kunder har den rigtige økonomiske profil til disse produkter. I de seneste år har der været mange tiltag til fremadrettet bedre at kunne forpligte pengeinstitutterne til at yde kompetent rådgivning til deres kunder. Her kan fx nævnes MiFID, Markets in Financial Instruments Directive, God Skik ved ejendomspant, trafiklysordning til klassificering af investeringsprodukter osv.

Man skal passe på med at alle disse regler og protokoller ikke medfører at pengeinstitutterne i stigende grad kan få vasket deres hænder. Opfølgning på kundernes dispositioner og ændringer i deres økonomiske profil er og forbliver et vigtigt ansvar for pengeinstitutterne.

2.2 Retslig regulering

Fordi banker spiller en stor samfundsmæssig rolle, er det kun naturligt at denne form for virksomhed gennem tiden er blevet underlagt en del reguleringer fra samfundets side. Den stigende globalisering og finanskriser har betydet at fokus til stadighed har været rettet herpå. Det smitter også af på Lollands Bank som befinder sig i branchen.

I Danmark er der navnlig to bekendtgørelser der danner rammerne til den særlige lovgivning for pengeinstitutterne. Den ene er bekendtgørelsen om lov om finansiel virksomhed, og den anden er bekendtgørelsen om kapitaldækning.

Lov om finansiel virksomhed indeholder bestemmelser for de forskellige typer af finansielle virksomheder, heriblandt som bekendt banker. Heri er der fx vigtige bestemmelser omkring krav til solvens og likviditet, tilsyn osv. Pengeinstitutvirksomhed er i disse henseende et meget reguleret forretningsområde, og på den måde adskiller Lollands Bank sig som selskab fra mange andre slags selskaber der beskæftiger sig med ting udenfor den finansielle sektor. Reguleringen hænger sammen med at pengeinstitutterne bidrager med nogle væsentlige samfundsøkonomiske komponenter, og at man ønsker at beskytte samfundet mod ustabilitet.

2.2.1 Krav om solvens

Solvensen tilkendegiver bankens betalingsevne på lang sigt. Det vil sige hvor vidt banken har mulighed for at opretholde sin eksistens og nogensinde evner at betale.

Solvens udtrykkes som forholdet mellem bankens basiskapital og de risikovægtede poster, som er fordelt mellem vægtede poster med kreditrisiko, markedsrisiko og operationel risiko.

$$\text{Solvens} = \frac{\text{Basiskapital}}{\text{Risikovægtede poster}}$$

Basiskapitalen opgøres i henhold til bestemmelserne i bekendtgørelsen om lov om finansiel virksomhed, og de risikovægtede poster sker blandt andet også efter nærmere specifikke regler i henhold til bekendtgørelsen om kapitaldækning.

Udover en minimumskapital på 5 mio. euro, skal Lollands Bank overholde et generelt solvenskrav på 8 pct.⁶ Det fremgår af Lollands Banks risikorapport for 2010 at ledelsens målsætning er minimum at have en solvens på 12 pct., hvilket svarer til 50 pct. overdækning.

⁶ Bekendtgørelse af lov om finansiel virksomhed, § 124, stk. 2.

Derudover skal Lollands Bank også opfylde et individuelt opgjort solvensbehov.⁷ Det individuelle solvenskrav findes ved at foretage forskellige stresstest. Lollands Banks individuelle solvensbehov er medio 2011 opgjort til 10,2 pct., og det fremgår af Lollands Banks risikorapport for 2010 at målsætningen også er minimum at have en solvens på det individuelt opgjorte solvensbehov plus 2 pct.

Lollands Bank har ikke lånt hybrid kernekapital, eller optaget anden efterstillet ansvarlig lånekapital. Derfor er basiskapitalen næsten lig med dens egenkapital. Med en basiskapital i midten af 2011 på 257 mio.kr. betyder det at de risikovægtede poster kunne have været op til ca. 2,1 mia.kr. mod de faktiske 1,6 mia.kr. uden at bankens målsætninger om solvens var uopfyldte. Jeg skønner derfor at kravene til solvensen ikke er kritiske og giver god bevægelsesfrihed til den fremtidige forretningsudvikling.

2.2.2 Krav om likviditet

Likviditet er et udtryk for bankens betalingsdygtighed, og er et mere kortsigtet syn på hvor god banken er til at betale her og nu. I lovgivningen opstilles grundlæggende to likviditetskrav: Lollands Banks frie og let omsættelige midler skal minimum udgøre 15 pct. af de kortsigtede betalingsforpligtelser, der forfalder med kortere varsel end én måned, og 10 pct. af de samlede gælds- og garantiforpligtelser.⁸ Likviditetskravene skal blandt andet sikre muligheden for at imødekomme at indskydere ønsker at hæve deres indlån.

Jeg kender ikke varigheden på bankens obligationsbeholdning, men hvis alle værdipapirer antages at falde med op til 30 pct., ligesom aktierne i deres stresstest, medfører det at likviditeten ultimo 2010 på 514 mio.kr. alt andet lige kun regnes for 312 mio.kr. Dette forudsat betyder at de samlede gælds- og garantiforpligtelser kan vokse fra 1,7 mia.kr. til 2,1 mia.kr., og at de gældsforpligtelser der forfalder på kort sigt højst må udgøre 1,4 mia.kr.

Forudsættes at en udlånsvækst fundes med nye indlån frem for en omlægning af likviditeten, skønner jeg derfor at det først bliver det kortsigtede likviditetskrav der bliver en udfordring fordi de gældsforpligtelser som skal betales på anfordring i 2010 allerede udgjorde 1,2 mia.kr.

I Lollands Bank er målsætningen altid at have en overdækning på minimum 50 pct. Lollands Bank havde ultimo 2010 en overdækning på 218,6 pct., som dog på det seneste er faldet til 138,8 pct.

⁷ Bekendtgørelse af lov om finansiel virksomhed, § 124, stk. 4.

⁸ Bekendtgørelse af lov om finansiel virksomhed, § 152, stk. 1-2.

2.2.3 Finanstilsynet og tilsynsdiamanten

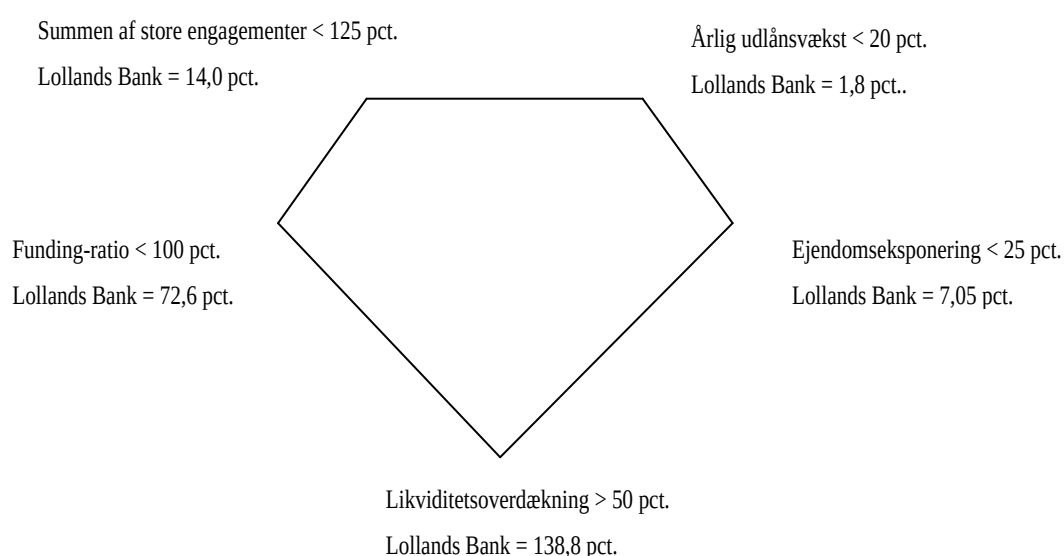
Siden der er love og regler, som et pengeinstitut skal overholde, så er der også nogen der skal holde opsyn med at det rent faktisk sker. Da finansielle virksomheder desuden spiller en særlig rolle i samfundet, har vi i Danmark, som i de fleste andre lande med et veludviklet pengeinstitutvæsen, et særligt organ der sørger for tilsyn. I Danmark hedder det Finanstilsynet.

Seneste finanskrisen har strammet op på regulering og tilsyn af den finansielle sektor. Det er blevet gjort nemmere og mere legitimt for Finanstilsynet at komme med sanktioner overfor de pengeinstitutter der ikke overholder reglerne. I den yderste instans kan Finanstilsynet afskedige bestyrelsesmedlemmer eller inddrage licensen til at drive pengeinstitutvirksomhed.

Da det således gælder om at holde sig på god fod med tilsynsmyndighederne, tilstræber Lollands Bank, som de fleste andre, at følge deres vejledninger og opfylde deres anbefalinger så vidt muligt. En af de seneste vejledende anbefalinger, som Finanstilsynet har introduceret her i landet i løbet af 2010, hedder Tilsynsdiamanten.

Tilsynsdiamanten består af fem vejledende grænseværdier som Finanstilsynet anbefaler at pengeinstitutterne befinder sig indenfor. Grænseværdierne fungerer som advarselssignaler. Der er derfor ikke tale om at det er ulovligt ikke at overholde dem, men som udgangspunkt har det erfaringsmæssigt vist sig ofte at være en god idé.

Figur 2.1: Tilsynsdiamantens grænseværdier og Lollands Banks værdier medio 2011⁹



⁹ Værdierne for Lollands Bank er hentet fra halvårsrapporten 2011 inde på bankens hjemmeside.

1) Summen af store engagementer: Et stort engagement udgør før fradrag af særlig sikre dele 10 pct. af basiskapitalen, dog maksimalt 25 pct. efter disse fradrag. Det er vigtigt at sprede risikoen og ikke blive for sårbar på grund af nogle få kunder. Derfor har Finanstilsynet en nedsat grænseværdi for summen af store engagementer på 125 pct. mod lovens 800 pct.

2) Årlig udlånsvækst: I lovgivningen er der ikke noget loft. Erfaringer har dog vist at meget stor udlånsvækst kan være alarmerende fordi virksomheden vokser hurtigere end den kan nå at tilpasse sig. Store vækstrater kan også indikere at man ikke er kritisk nok med hensyn til hvilke kunder man tager på bøgerne. Lollands Bank har indtil nu haft en lille vækst i 2011.

3) Ejendomseksponering: Ejendomssektoren er et andet område som erfaringsmæssigt har givet alvorlige problemer med nødlidende engagementer og tab når de meget volatile ejendomspriser falder. Mange pengeinstitutter har haft alt for store krediteksponeringer i netop denne branche. Det ser det ikke ud til at Lollands Bank har.

4) Likviditetsoverdækning: Ligesom Lollands Bank har Finanstilsynet fastsat en grænseværdi på 50 pct. overdækning i forhold til kravet om at de frie og let omsættelige midler skal udgøre minimum 10 pct. af bankernes samlede gælds- og garantiforpligtelser.

5) Funding-ratio: Denne ratio er forholdet mellem udlån og den arbejdende kapital (indlån, udstedte obligationer med restløbetid over ét år, efterstillede kapitalindskud og egenkapital). En øvre grænse på 100 pct. skal fungere som en tilskyndelse til at få en mere langsigtet funding-struktur i pengeinstitutsektoren. Lollands Bank havde et samlet udlån i medio 2011 på ca. 1,2 mia.kr. hvilket giver plads til yderligere godt 400 mio.kr. indenfor grænseværdien.

Fra ultimo 2012 vil Finanstilsynet systematisk gennemgå alle pengeinstitutter for at se om de overholder grænseværdierne. Overholder pengeinstitutterne ikke grænseværdierne, skal det offentliggøres. Finanstilsynet vil samtidig indgå i dialog med pengeinstituttets ledelse. Der kan fx være tale om at deres individuelle solvensbehov eventuelt skal justeres. Afhængig af hvor galt det står til, kan Finanstilsynet kræve at der bliver foretaget en nærmere undersøgelse der skal redegøre for tingenes tilstand. I sidste instans kan Finanstilsynet komme med et påbud om at få bragt relevante forhold i orden.¹⁰

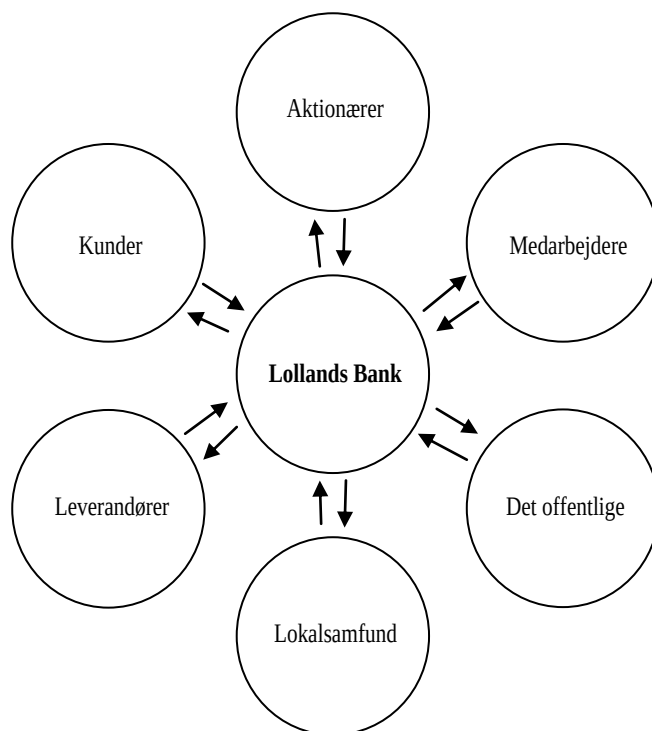
Lollands Bank overholdte alle grænseværdier medio 2011, jf. figur 2.1, og det ser ikke ud til at det i den nærmeste fremtid bliver et problem at overholde disse grænseværdier.

¹⁰ Finanstilsynet introducerer 'Tilsynsdiamanten' for pengeinstitutter i brev på: <http://www.ftnet.dk/da/Temaer/Strategi-2011/~media/Nyhedscenter/2010/Tilsynsdiamanten.ashx>

2.3 Bankens vigtigste interessenter

I og med Lollands Bank har et samfundsmæssigt medansvar og er underlagt tilsyn, er der mange interesser at tage højde for når banken skal tjene penge i sit daglige virke. Det kan man skitsere ved hjælp af interessentmodellen som behandler interaktionen mellem en organisation og dens omgivelser. Modellen fokuserer så at sige på forholdet mellem banken og de ”bevidste” interessenter og ikke på bankens reaktion alene ud fra ”døde” omstændigheder.

Figur 2.2: Lollands Bank og dens primære interessenter opstillet i en interessentmodel



De vigtigste interessenter er aktionærerne fordi det er dem der ejer Lollands Bank. Aktionærerne har indskudt kapital mod at de får et aktieafkast. Kunderne er også meget vigtige interessenter, og de danner grundlag for hele virksomhedens eksistentielle berettigelse. Banken opfylder deres behov for finansielle ydelser mod at modtage betaling. Medarbejderne bidrager med arbejde og kompetencer mod at de får løn, muligheder for at udvikle sig osv. Leverandørerne leverer systemer, produkter, ydelser og kapital mod at de får deres betalinger. Det offentlige hjælper blandt andet med at holde tilsyn med banken, hvilket er en positiv ting. Banken betaler til gengæld skat til det offentlige. Lokalsamfundet er bankens markedsområde og danner forretningsgrundlaget for banken. Samfundet får selv gavn af at bankens eksistens forhåbentlig hjælper med at understøtte en god udvikling og tilvejebringe likviditet, kapital og rådgivning – det er i hvert fald hensigten ifølge bankens egen forretningsmodel.

Interessentmodellen lægger vægt på de pluralistiske egenskaber ved organisationen. Den skitserer nemlig hvordan banken består og indgår i et netværk af relationer mellem mange forskellige interessenter eller interessegrupper som hver kan have deres selvstændige målsætninger. Sådan forstået er organisationens ene overordnede formål at opfylde flere interessenters målsætninger på én gang. Banken eksisterer med andre ord som organisation i et gensidigt nytteforhold med sine interessenter.

Man kan også sige at banken har en værdikæde som deler led med dens interessenters værdikæder. Går man derfor ind og ændrer på led i bankens værdikæde, vil det også få konsekvenser for interessenternes værdikæder. Beholder man denne tankegang burde det være muligt at forbedre aktionærværdien ved at ændre på forhold i banken.

Det kan virke meget banalt, men det er ikke alle ledere der resolut bekender sig til den måde at anskue tingene på når de driver virksomhed - nogle behøver det i hvert fald ikke.

2.3.1 Forskellen mellem en bank og en sparekasse

En anden ting der også kan virke banal, er at jeg fremhæver aktionærerne som de vigtigste interessenter for Lollands Bank, når det nu er et aktieselskab. Det behøver dog ikke være tilfældet for alle pengeinstitutter. Nogle pengeinstitutter er sparekasser, og de er bygget op omkring en anderledes selskabskonstruktion.

Banker og sparekasser har væsentligt forskellig ejerstruktur. Sparekasser er, modsat banker, selvejende institutioner med et egenkapitalgrundlag der består af en garantikapital og de optjente overskud fra driften. Garantkapitalen er fremkommet ved at garantier har indskudt kapital mod at de fik et garantbevis. Garanterne kan ikke komme til at eje mere af sparekassen end den kapital der er pålydende deres garantbeviser. Derudover består sparekassers egenkapitalgrundlag som sagt af de optjente overskud, som sparekassen qua selvejende institution selv ejer.

Det er med tiden blevet svære at skaffe kapital for sparekasser. Mange folk foretrækker nemlig i stigende grad at placerer deres midler i mere omsættelige og attraktive aktiver. Der er nemlig ikke et egentlig marked for garantibeviser, og det er ofte ret begrænset hvilket afkast man bliver garanteret fra garantibeviser. Oveni købet er sparekassen ikke forpligtet til at indløse garantibeviserne. Derfor er der da også mange sparekasser der vælger at blive omdannet til banker fordi det giver flere attraktive muligheder for at rejse kapital til virksomheden.

En bank er som sagt et aktieselskab hvis egenkapitalgrundlag består af en indskudt aktiekapital og de optjente overskud. Modsat sparekassen er den indskudte aktiekapital et udtryk for investorenes ejerandel af banken. Aktierne har derfor en kurs der tilkendegiver markedsværdien af bankens egenkapital, og er aktieselskabet børsnoteret, kan aktierne frit handles på dette regulerede marked.

2.3.2 Aktionærernes rolle i Lollands Bank

En aktionær i Lollands Bank er en investor der har investeret i Lollands Bank aktien. Der kan være mange forskellige årsager til at de vælger at investere i en virksomhed som Lollands Bank. Hvor incitamentet til at indskyde kapital i en sparekasse ofte spiller på et socialt hensyn, så er incitamentet til at indskyde kapital i en bank som hovedregel primært baseret på forventninger om et afkast. Derfor bliver indtjeningen naturligt nok vigtigere at forsvare i en bank fordi den her skal forsvares overfor aktionærerne som er bankens ejere.

Dermed ikke sagt at indtjening ikke også er relevant for en sparekasse. En vis indtjening til at dække omkostninger og fremstå som kapitaliseret er selvfølgelig nødvendig for at sikre enhver virksomheds overlevelse på sigt. Som selvejende institution har sparekassen og dens ledelse dog lettere ved at tage sig selvhøjtidelig.

2.3.3 Corporate Governance i relation til aktionærerne

Ledelsen i Lollands Bank lægger en positiv vægt på at drive banken så de anbefalinger der foreskrives af Corporate Governance efterleves i vid udstrækning.

”Bestyrelsen forholder sig løbende til ledelsesskik (Corporate Governance). Det er bestyrelsens opfattelse, at banken lever op til en meget væsentlig part af de officielle anbefalinger, herunder også Finansrådets anbefalinger om god selskabsledelse og ekstern revision, således at det løbende sikres, at bankens ledelsesstruktur og kontrolsystemer er hensigtsmæssige og fungerer tilfredsstillende.”¹¹

Det indbefatter at der udover indtjening også tages visse hensyn til bankens interessenter. Det kan fx være om åbenhed og gennemsigtighed. Anbefalingerne er ikke ment at skulle være på bekostning af indtjeningen. For at ledelsen kan opfylde sin forpligtelse overfor aktionærerne, er det vigtigt at disse hensyn bliver forretningsorienterede. Så kan det sandsynliggøres at anbefalingerne bidrager til at skabe overskud og aktionærværdi på længere sigt som tilsigtet.

¹¹ Årsrapport 2010 for Lollands Bank, side 13.

2.3.4 Investering for at få afkast og indflydelse

I en sparekasse kan en garant maksimalt have 20 stemmer – også selvom de har desto flere garantibeviser. På den måde sikres en demokratisk struktur hvor minoriteterne til en vis grad kan tilgodeses. Derudover er sparekassen ikke forpligtet til at yde en forrentning af garantkapitalen til garanterne, om end det nok er til gavn for sparekassens omdømme.

I en bank, som er et aktieselskab, er der til gengæld et mere nært sammenhæng mellem bankens resultater og aktieafkastet, og det skaber for aktionærerne en naturlig interesse for bankens virksomhed. Kommer aktieafkastet ikke i form af udlovet udbytte fra årsresultatet, forbliver kapitalen investeret i selskabet og bidrager til den fremtidige forrentning. Det smitter så alt andet lige positivt af på aktiekursen i stedet for.¹²

Da det er ejerandelen der bestemmer hvor stor andel en aktionær får af det udlovede udbytte, bestemmer den som udgangspunkt også hvor meget indflydelse denne aktionær skal have.

2.3.5 Stemmeretsbegrænsning

Lollands Bank har dog som mange andre lokale banker valgt at have en stemmeretsbegrænsning. For Lollands Banks vedkommende er stemmeretsbegrænsningen sat til at en aktionær maksimalt kan stemme for 1 pct. af stemmerne. Stemmeretsbegrænsningen er, ligesom hos sparekasserne, med til at bevare en mere demokratisk struktur hvor minoriteterne ikke kommer til at sidde overhørig.

*"Denne stemmeretsbegrænsning i vedtægterne er i fuld åbenhed vedtaget på generalforsamlingen som udtryk for, at banken ønskes bevaret som en selvstændig, stærk, lokal bank til glæde for alle bankens interessenter. En ophævelse af denne værnsregel vil - efter bestyrelsens opfattelse - medføre, at bankens aktier i høj grad gøres til et kortsigtet spekulationsobjekt, hvilket bestyrelsen ikke finder kan være i aktionærernes, kundernes, medarbejdernes og lokalsamfundets interesse. Bestyrelsen har derfor ikke til hensigt at ændre vedtægtsbestemmelsen herom."*¹³

Sum og summarum så er det ikke meningen at intentionen ved at investere i Lollands Bank for investorerne skal være at de får en afgørende indflydelse, som de kan misbruge, eller at de får et spekulativt afkast på kort sigt. Lollands Bank aktien skal betragtes som en investering over længere sigt – en investering der desuden foretages i lokalsamfundets interesse.

¹² Eller rettere: Aktiekursen falder i det mindste ikke med et udlovet udbytte som udebliver.

¹³ Corporate Governance og God selskabsledelse for Lollands Bank, side 3.

2.4 Delkonklusion

Fordi det som udgangspunkt kun er lovligt for banken at drive pengeinstitutvirksomhed og anden accessorisk virksomhed, behøver ledelsen ikke fokusere på nye forretningsområder udenfor den finansielle sektor i et forsøg på at forbedre aktionærværdien.

I min gennemgang af pengeinstitutternes funktion er jeg kommet frem til at Lollands Bank er med til at styre likviditeten og omfordele kapitalen i lokalsamfundet. Banken påtager sig i den forbindelse både et rådgivningsansvar og samfundsmæssigt ansvar. Ledelsen kan fokusere på at drive en ansvarlig bank. På sigt gavner det bankens omdømme og forretningsudvikling. Det smitter forhåbentligt af på aktionærværdien.

På trods af at banken befinder sig i en meget reguleret branche, vurderer jeg at de forskellige krav og rammer fra lovgivningen og tilsynsmyndigheder for tiden ikke begrænser bankens handlefrihed til en positiv udvikling af bankens forretningsomfang. Jeg skønner dog at det er grænserne for den kortsigtede gæld som er den mest risikable. Ved nuværende overdækning er det dog ikke aktuelt. Da det er væsentligt for banken altid at opfylde lovgivningen og følge Finanstilsynets anbefalinger, bør ledelsen bevare sit fokus på disse områder under sin stræben på at forbedre aktionærværdien.

2.4.1 Investering for at få aktionærværdi

I og med banken er en aktiv deltager i lokalsamfundet, indgår dens organisation i et gensidigt nytteforhold med sine interessenter. Bankens vigtigste interessenter er ejerne, som er bankens aktionærer. Dem har ledelsen et ansvar overfor. Det er derfor at jeg mener at aktionærværdien er interessant perspektiv for ledelsen at forholde sig til.

Forskellige interessenters værdikæder krydser hinanden, og derfor må det være muligt for ledelsen at udøve en indflydelse på aktionærværdien i et eller andet omfang ved at ændre på bankens egen værdikæde.

Lollands Bank har stemmeretsbegrænsning, som skal sikre at aktionærerne får en mere demokratisk indflydelse på banken. Det beskytter også banken mod fjendtlige overtagelser. Aktionærernes incitament til at investere i Lollands Bank er derfor ikke magt.

Ledelsen målsætning er at bevare Lollands Bank aktien som en etisk forsvarlig investering der kan give en langsigtet afkast og aktionærværdi.

3. Forhold der indvirker på aktionærværdien

En forbedring af aktionærværdien kræver et aktieafkast i ét eller andet omfang. Der er dog grænser for hvilke muligheder banken har for selv at skabe aktieafkastet og dermed aktionærværdien til sine aktionærer.

I det følgende vil jeg undersøge hvilke forhold der indvirker på aktieafkastet. Formålet er at identificere hvilke tiltag ledelsen kan benytte til at forbedre aktionærværdien. Det vil sige det gælder om at identificere nogle forhold som ledelsen har indflydelse på og kan gøre noget ved.

3.1 Udbud og efterspørgsel

I bund og grund dannes aktiekursen ved at en sælger og en køber mødes og bliver enige om at handle Lollands Bank aktien til en bestemt pris. Prisen de bliver enige om er afhængig af forskellige faktorer, heriblandt sælgers og købers forventninger.

I en teknisk analyse vil man typisk forsøge at finde aktiekursen for Lollands Bank ud fra udbud, bud, tidligere handler og deres volume. Det gælder dog ikke at sådan en teknisk analyse forudsiger hvad aktiekursen bliver i fremtiden, men man kan opstille nogle scenarier for hvad der kan være sandsynligt ud fra en analyse af trends og niveauer ved at studere udviklingen i aktiekurserne over en historisk periode.

Hvis en teknisk analyse skal tages seriøst forudsætter det at man antager at prisudviklingen ikke er fuldstændig tilfældig. Aktiekurser følger med andre ord ikke en "random walk". De følger nogle gange en trend, og det er disse trends der skal identificeres.

Svagheden ved en ren teknisk analyse, der kun forholder sig til aktiekursen ud fra udbud og efterspørgsel, er at den ikke fortæller noget om hvad der ligger til grund for værdien på Lollands Bank aktien. Man forholder sig ikke til om værdiansættelsen af bankens aktiekapital ligger over eller under bankens egenkapital, og man forholder sig heller ikke til banken og dens omgivelser som kan fortælle noget om hvorfor aktiekursen stiger eller falder.

I princippet skulle en perfekt teknisk analyse kunne tage højde for et fald i aktiekursen på baggrund af udbetalt udbytte alene ud fra en historisk betragtning af de tidligere udbud og efterspørgsler. Det virker irrationelt. Jeg kan derfor allerede her konkludere at jeg ikke kan bruge en teknisk analyse, som kun tager udgangspunkt i selve udbuddet og efterspørgslen, til at forklare det som jeg i bund og grund ønsker at undersøge.

3.2 Fundamental analyse

I en fundamental analyse vil man til gengæld gå ind og kigge på de bagvedliggende årsager der påvirker aktieafkastet på Lolland Bank. I dette perspektiv forsøger man med andre ord at besvare hvorfor aktieafkastet har været som det var, og hvorfor man forventer aktieafkastet vil udvikle sig i den ene eller den anden retning. Det betyder også at man får en nærmere begrundelse for hvorfor udviklingen i aktiekursen ikke er fuldstændig tilfældig.

I en fundamental analyse forholder man sig til hvad aktiekursen bør være ud fra nogle andre forhold i og omkring Lollands Bank end blot udbud og efterspørgsel.

3.2.1 Eksterne og interne forhold

For at få et overblik over hvad ledelsen kan fokusere på, kan man starte med at opdele de forskellige forhold, der kan påvirke aktiekursen, i eksterne og interne forhold.

Udviklingen af udbud og efterspørgsel på aktiemarkedet er eksterne forhold der påvirker aktiekursen.

Samfundsøkonomiske forhold, såsom vækst i BNP, udvikling i arbejdsløshed og konkurrencesituationen i den finansielle sektor, er også eksterne forhold der påvirker aktiekursen. Det gør de både ved generelt at påvirke hele stemningen på aktiemarkedet og specifikt ved at påvirke branchen eller driften i Lollands Bank og dermed aktiekursen på Lollands Bank.

Fælles for disse eksterne faktorer er at de alle er begrænsninger som banken og dens ledelse ikke kan bestemme over. Det er muligheder og trusler som ledelsen kan forholde sig til, indordne sig efter og forsøge at udnytte.

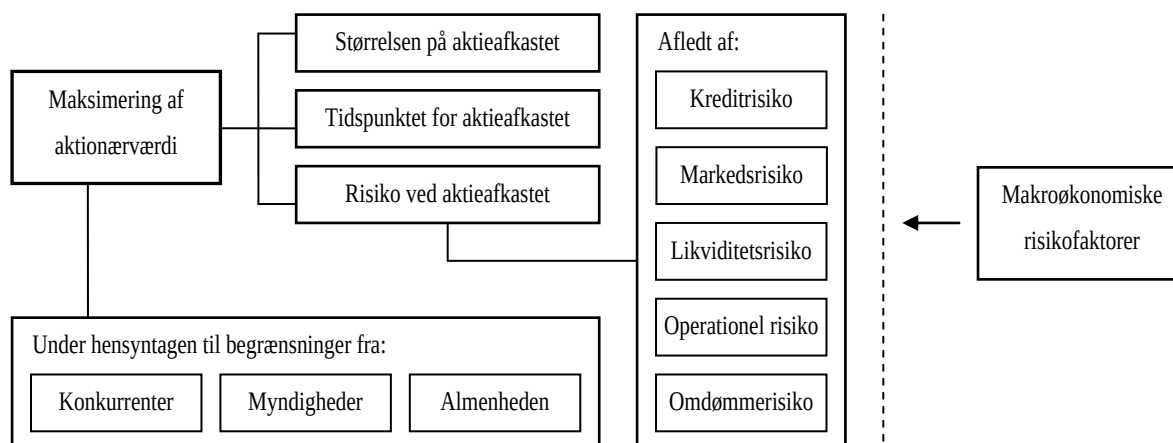
Tilbage er der de interne forhold i virksomheden der påvirker aktiekursen. Det kan være forhold der fx tager udgangspunkt i bankens strategi, dens potentielle lønsomhed, den daglige drift og evnen til at implementere bankens strategi i den daglige drift. Disse forhold har ledelsen mulighed for at bestemme over, og det kan de gøre imens de så vidt muligt tager hensyn til de eksterne faktorer fra omgivelserne.

Den store fællesnævner for alle de interne forhold er bankens overskud og forventningerne til overskuddet i fremtiden. Det er det fordi det er overskuddet der skal understøtte aktieafkastet enten i form af udbyttebetalinger eller en konsolidering af bankens egenkapital.

3.2.2 Aktieafkast og risiko

For at summere op indtil videre, har jeg valgt at fremstille et overblik over de forhold som ledelsen har indflydelse på i nedenstående figur.

Figur 3.1: Bankens mål om at skabe aktionærværdi gennem driften og begrænsningerne herved ¹⁴



Som det fremgår af figuren er ledelsens udgangspunkt at skabe den bedst mulige aktionærværdi ved at drive bankens virksomhed.

Driften i Lollands Bank er underlagt forskellige begrænsninger i sit markedsområde. Der er en konkurrencesituation der skal tages stilling til. Der er tilsyn og regulering der skal føjes. Og der er almenheden i form af lokalsamfundet osv.

Hvis vi måler aktionærværdien relativt til aktieafkastet i form af aktieudbytter og stigninger i aktiekursen, kan man sige at aktionærværdien dels afhænger af størrelsen på aktieafkastet, hvilket siger sig selv, men også af tidshorisonten og ikke mindst risikoen herved.

I figuren er det også vist hvordan risikoen ved aktieafkastet kan anskues som sammensat af en række forskellige former for risici der alle har en væsentlig indflydelse på bankens strategi og drift og dermed også for aktieafkastet. Alle disse risici er igen underlagt den overordnede makroøkonomiske situation i samfundet.

Risikoen er væsentlig fordi den er med til at bestemme hvilke krav aktionærerne stiller til aktieafkastet, og det er igen med til at bestemme hvilke forventninger aktionærerne har til fremtiden.

¹⁴ Inspireret af Benton E. Gup og James W. Kolari: Commercial Banking. The Management of Risk. 3. edition, side 11.

3.3 Aktionærværdi og overskud

Hvis ledelsen ikke kender aktionærernes forventninger til overskuddet i Lollands Bank, bliver det problematisk for ledelsen at finde ud af hvordan driften skal opfylde aktionærernes forventninger. Skuffede investorer betyder i sidste ende at udbuddet på Lollands Banks aktier stiger mere end efterspørgslen på aktierne, og det betyder et nedadgående pres på selskabets aktiekurs hvilket får en negativ konsekvens for aktionærværdien.

Ledelsen tiltag sker først og fremmest i forhold til en daglig drift der drives efter nogle bogførte værdier. Det er derfor et naturligt spørgsmål at få besvaret hvilke sammenhæng der er mellem udviklingen i bankens drift og udviklingen i aktien på markedet.

3.3.1 Price/earning

For at undersøge dette nærmere vil jeg først se på den sammenhæng der er mellem aktiekursen og overskuddet fra driften i Lollands Bank. Det vil jeg gøre ved at tage udgangspunkt i et meget anvendt nøgletal der hedder price/earning, P/E, som er børskursen i forhold til årets resultat pr. aktie. Nøgletallet beregnes ved hjælp af en af følgende formler:

$$P/E = \frac{\text{Aktiekurs}}{\text{Årets resultat pr. aktie}} \qquad P/E = \frac{\text{Aktiekurs} \cdot \text{Antal aktier}}{\text{Årets resultat}}$$

P/E kan bruges til at fortolke hvilke forventninger der er til den fremtidige vækst i overskuddet og risikoen ved selskabet som investering. Høj vækst og/eller lav risiko er lig med en høj P/E, mens lav vækst og/eller høj risiko er lig med en lav P/E.

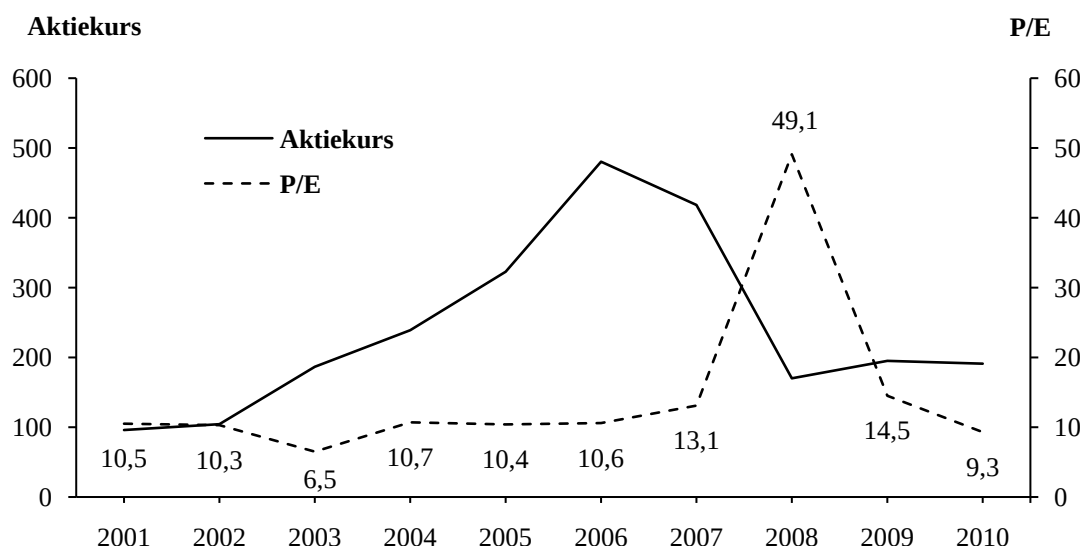
Stiger P/E skyldes det enten at aktiekursen stiger forholdsmæssigt mere end overskuddet, eller at overskuddet falder mere end aktiekursen. Det kan fortolkes som at aktien er blevet dyrere fordi forventningerne til det fremtidige overskud og den forbundne risiko er desto mere positive i forhold til det nuværende overskud. Når P/E falder, betyder det omvendt at forventningerne til fremtiden er blevet mere negative.

Man skal passe på med at sige P/E tilkendegiver et slags afkastkrav ved at tage reciprok værdien. Det er fordi P/E ikke har tilkendegivet hvor meget af selskabets overskud der bliver udbetalt i udbytte og hvor meget der bliver tilbageholdt og geninvesteret. Den del der bliver geninvesteret har ligesom resten af egenkapitalen i selskabet en markedsværdi, og bidrager derfor selv til en stigning i aktiekursen alt afhængig af hvor positive udsigterne for den kapital der er investeret i selskabets er.

3.3.2 Udviklingen i bankens P/E

På figur 3.2 kan man se at P/E i perioden 2001-2007 så ud til at være relativt stabil på trods af at aktiekursen steg. Det er fordi overskuddet tilsvarende steg uden dog at stige mere end forventet.

Figur 3.2: Aktiekursen og P/E for Lollands Bank pr. ultimo i årene 2001-2010



Ser vi bort fra 2008, har P/E for Lollands Bank gennemsnitligt ligget på omkring 10,5. Det betyder at aktionærerne har været villige til at betale 10,50 kr. hver gang Lollands Bank har givet 1 kr. i overskud. Fordi Lollands Bank ikke har haft negative årsresultater i perioden, er der enten blevet udbetalt udbytte, eller også har Lollands Bank konsolideret egenkapitalen.

I 2008 var P/E til gengæld ekstrem høj. Det indikerer at aktien var meget dyr. Når vi nu kan se at aktiekursen faldt drastisk, betyder det samtidigt at årets resultat har været desto endnu dårligere. Det drastiske fald på aktiemarkedet under finanskrisen var altså velbegrundet set i lyset af P/E. Nok blev aktien dyr, men samtidig fortæller det også noget om at der trods alt var mere positive forventninger til banken i fremtiden, og at det fra det daværende dårlige niveau i 2008 var forventet at overskuddet hurtigt ville vokse igen. Ellers ville aktiekursen være faldet endnu mere.

Banken har da også haft en god soliditet under forløbet og tabte trods alt ikke sin egenkapital. Man kan se hvordan P/E allerede i 2009 finder et mere "normalt" niveau igen. Eftersom aktiekursen da indfandt sig på et lavere niveau, betyder det tilsvarende at der ikke har været forventninger til at forbedringerne i overskuddet fortsat ville stige i denne størrelsesorden.

3.3.3 Svagheder ved P/E

P/E er et meget anvendt nøgletal hos aktieanalytikerne, men nøgletallet har nogle svage punkter. For det første kan man ikke nemt sammenligne P/E med både positive og negative årsresultater. For det andet forekommer det at man får en ekstrem høj P/E ved meget lave årsresultater som heller ikke er altid nemme at give en meningsfuld fortolkning.¹⁵

Jeg har demonstreret problematikken nedenfor ved at beregne et såkaldt trailing P/E for Lollands Bank, hvor jeg er gået ind i midten af regnskabsperioden for 2009 og beregner P/E på baggrund af seneste års resultater:¹⁶

$$\text{Ultimo 4. kv. 2008: } P/E = \frac{170,00 \cdot 915t}{6.821t + 4.824t + 2.345t - 10.822t} = 49,1$$

$$\text{Ultimo 1. kv. 2009: } P/E = \frac{165,00 \cdot 915t}{4.824t + 2.345t - 10.822t + 2.992t} = -228,4$$

$$\text{Ultimo 2. kv. 2009: } P/E = \frac{170,00 \cdot 915t}{2.345t - 10.822t + 2.992t + 5.054t} = -360,9$$

$$\text{Ultimo 3. kv. 2009: } P/E = \frac{210,50 \cdot 915t}{-10.822t + 2.992t + 5.054t + 2.791t} = 12.840,5$$

$$\text{Ultimo 4. kv. 2009: } P/E = \frac{195,00 \cdot 915t}{2.992t + 5.054t + 2.791t + 1.496t} = 14,5$$

Eksemplet viser meget vel at nok var P/E 49,1 ultimo 2008 og 14,5 ultimo 2009, men ind imellem har P/E haft en meget diffus udvikling. Det er også helt tilfældigt og belejligt at det sker i midten af en regnskabsperiode.

Selvom P/E virker diffus, så er begrundelsen at finde i ganske normale forhold. I slutningen af 2008 var der store nedskrivninger der betød at resultatet for 4. kvartalet i 2008 isoleret var meget dårligt. Kombineret med det generelle fald i indtjeningen herefter medvirkede til at banken gav underskud på året i det første halvår af 2009, og derfor blev P/E negativ. I 3. kvartal bliver det vendt til et lille overskud som til gengæld betyder at P/E var ekstrem høj.

Der findes næppe en seriøs fortolkning (udover den matematiske) for at P/E pludselig er næsten 1000 gange mindre. Det lyder som en voldsom forandring, men det er det ikke.

¹⁵ For det tredje kan man ikke regne P/E hvis årsresultatet er nul, men det er sjældent relevant.

¹⁶ Til opstilling af figur 3.2 og nedenstående beregninger er aktiekurserne indhentet på: <http://www.nasdaqomxnordic.com>, og antal aktier og de kvartalsvise resultater er fundet på baggrund af de offentliggjorte rapporter på Lollands Banks hjemmeside.

3.4 Sammenhæng mellem aktionærværdi og bankens drift

Hvis man antog at P/E var konstant så kunne ledelsen skabe aktionærværdi i form af stigende aktiekurser ved at simpelthen at øge overskuddet. Problemet med denne antagelse er dog at det ville være irrelevant for aktiekursen om overskuddet blev udbetalt som udbytte, og det er det ikke i virkeligheden.

En anden udfordring er at selvom man forholder sig til udviklingen i aktiekursen og overskuddet fra bankens drift, så kan det være svært at skelne om udviklingen i P/E skyldes ændringer i markedets forventninger til kapitalens vækst eller risiko. P/E egner sig derfor ikke til at stå alene, og det har jeg prøvet at illustrere nedenfor med et simpelt eksempel.

Figur 3.3: Price/earning viser ikke noget om egenkapitalforrentningen

	Bank med høj vækst	Bank med lav risiko
Markedsværdi	800.000.000 kr.	200.000.000 kr.
Overskud	80.000.000 kr.	20.000.000 kr.
P/E	10,0	10,0
Egenkapital	400.000.000 kr.	400.000.000 kr.
Egenkapitalforrentning	20 pct.	5 pct.

Banken til venstre har en højere markedsværdi end banken til højre. De to banker har dog samme P/E og egenkapital. Derfor har banken til venstre en kurs/indre værdi og en egenkapitalforrentning der er større end banken til højre.

Når investorerne er villige til at give flere penge for egenkapitalen i banken til venstre, skyldes det forventninger til den merværdi der bliver skabt i selskabet engang i fremtiden. Dette kan kun ske ved en relativt højere vækst end i den anden bank. Når banken til højre alligevel har den samme P/E, så må det i stedet for tilskrives at risikoen er desto lavere.

P/E kombinerer to forskellige forhold på samme tid. På den ene side er nøgletallet et forhold mellem markedsværdi og regnskabsværdi, men samtidig er det også et forhold mellem kapital og forrentning. P/E indeholder derfor ikke en værdiansættelse af kapitalen ud fra et regnskabsmæssigt synspunkt, og handler derfor ikke direkte om en sammenhæng mellem driftens forrentning af egenkapitalen og dens markedsværdi som aktieafkastet.

3.4.1 Aktieafkast og egenkapitalforrentning

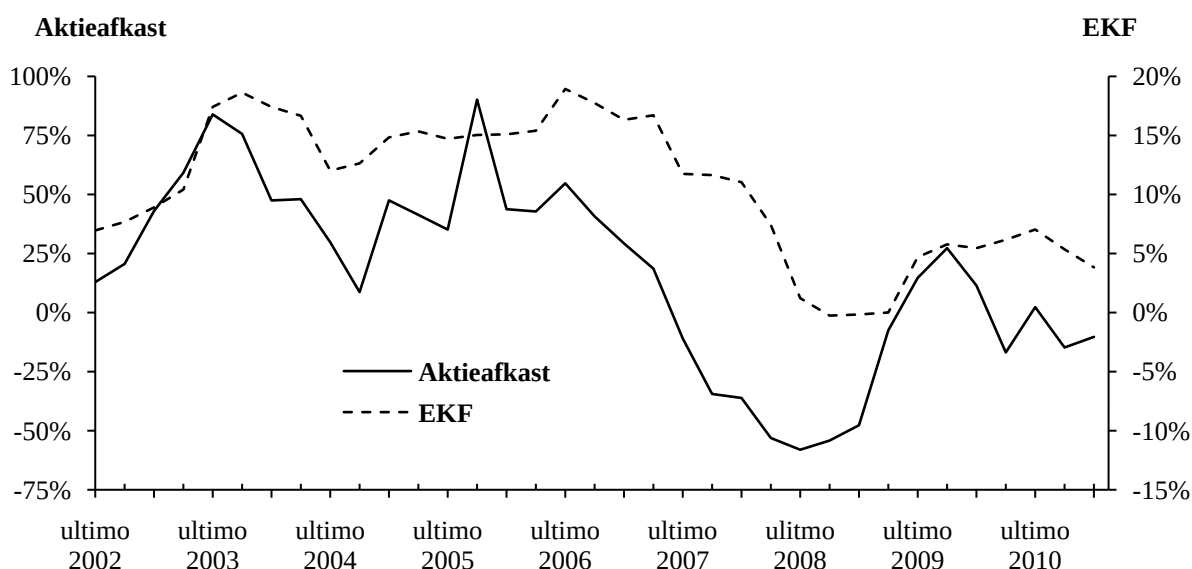
For at illustrere forskellen mellem det markedsmæssige aktieafkast på Lollands Bank og den regnskabsmæssige egenkapitalforrentning i Lollands Bank har jeg udregnet den kvartalsvise udvikling og opstillet dem i figur 3.4 nedenfor.¹⁷

Der er forskellige måder hvorpå man kan udregne det årlige aktieafkast og den årlige egenkapitalforrentning. Jeg har her valgt at benytte to meget almindelige metoder, og så simpelthen bare justere dem for at jeg måler kvartalsvist:

$$\text{Aktieafkast p. a.} = \frac{\text{Aktiekurs} - \text{Aktiekurs forrige år} + \text{Udbytter udbetalt i perioden}}{\text{Aktiekurs forrige år}}$$

$$\text{Egenkapitalforrentning p. a.} = \frac{\text{Resultat efter skat for de seneste fire kvartaler}}{\text{Egenkapital}/2 + \text{Egenkapital forrige år}/2}$$

Figur 3.4: Det årlige aktieafkast og den årlige egenkapitalforrentning målt kvartalsvist



Middelværdien af de observerede aktieafkast er på 16,72 pct., og middelværdien af de observerede egenkapitalforrentninger er lavere med 10,57 pct. Der er en positiv korrelation på 0,7373 mellem de to stikprøver.¹⁸ Det kan man også se ved at to grafers tendenser følger hinanden en smule. Ved at sammenligne de to afkastformer, er det tydeligt at aktieafkastet har haft et større udsving end egenkapitalforrentningen (bemærk akserne).

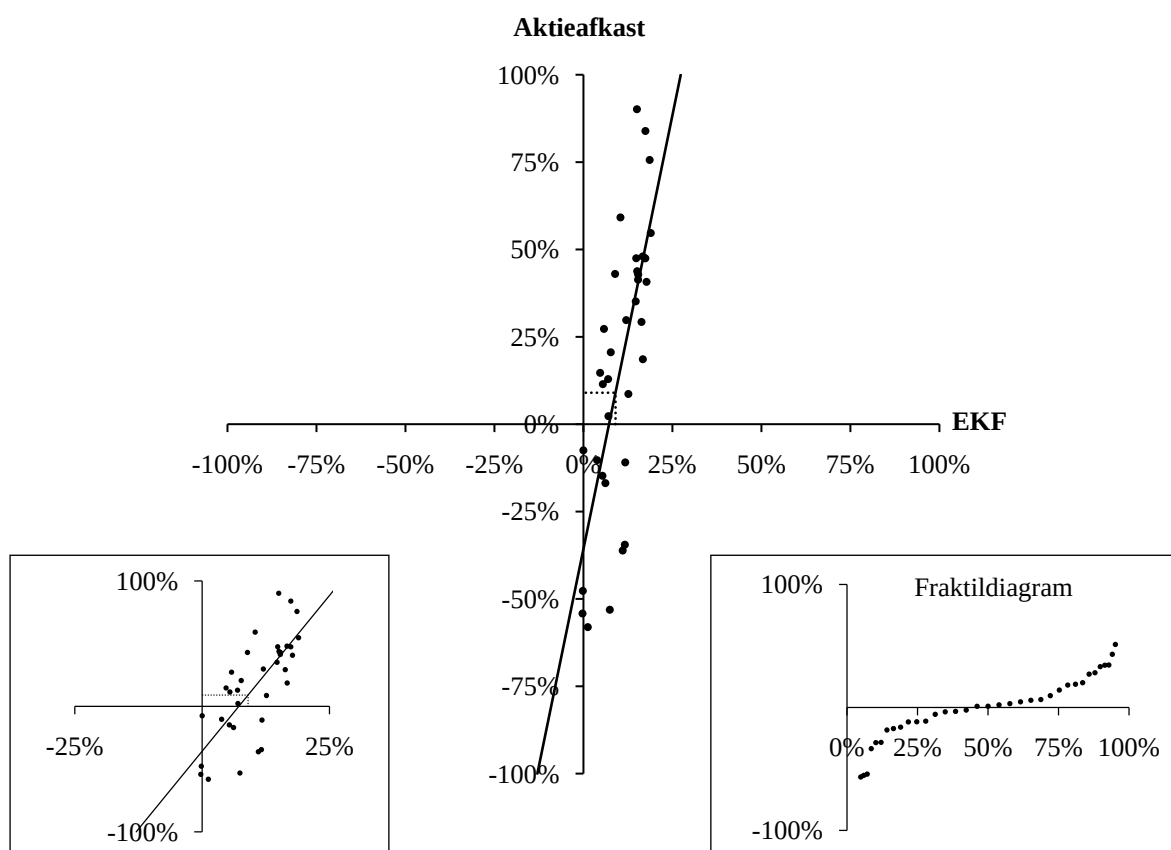
¹⁷ Aktiekurser fundet på: <http://www.nasdaqomxnordic.com>. Udbytter og de regnskabsmæssige værdier er fra Lollands Banks kvartalsrapporter på deres hjemmeside.

¹⁸ Middelværdierne og korrelationskoefficienten for stikprøverne er beregnet ved hjælp af Microsoft Excel.

En anden ting, man kan se, er at aktiekursen i perioden har haft en tendens til at være forud for udviklingen i egenkapitalforretningen. Hvis jeg i stedet sammenholdte aktieafkastet med det efterfølgende kvartals egenkapitalforrentning bliver korrelationen endnu større med 0,8345. Dette forhold vil jeg dog ikke fortolke nærmere her, men blot konstatere at det ud fra korrelationen mellem de to former for afkast virker rimeligt blandt andet at tage udgangspunkt i egenkapitalforrentningen når man vil forholde sig til aktieafkastet.

Det er dog også interessant at aktieafkastet har været mere volatilt og risikobetonet end forrentningen af egenkapitalen, og at aktieafkastet i gennemsnit for perioden har været 6,15 pct. større end den gennemsnitlige egenkapitalforrentning. En måde at forsøge at fortolke dette nærmere på er ved at lave et scatterplot mellem de to stikprøver for samme periode og estimere den karakteristiske linje i en simpel lineær regression.¹⁹

Figur 3.5: Scatterplot af den årlige egenkapitalforrentningen og det årlige aktieafkast



¹⁹ Den karakteristiske linje, $y = ax + b$, er estimeret i Microsoft Excel. For bedre at kunne se afvigelserne, vises scatterplottet i en anden skala i diagrammet til venstre. Jeg har i Microsoft Excel testet at egenkapitalforrentningen kan være signifikant til forklaring af aktieafkastet. Ifølge vejledningen i Excel er der en lille sandsynlighed, $F_{fordeling}(39,29623438;35-33-1;33) = 4,38488E-0,7$, for at jeg fejlagtigt forkaster $\beta = 0$. Jeg har også beregnet at der ingen korrelation er mellem fejllenedene, at deres middelværdi er nul, og at de danner varianshomogenitet. Fraktildiagrammet til højre viser at majoriteten af fejllenedene tilnærmer sig en ret linje og derfor tilnærmelsesvis følger en normalfordeling (Udarbejdet efter metode i Laursen, Jan; Olesen, John Vestergaard: Grundlæggende statistik. 4. udgave, side 261-263). Forklaringsgraden, R^2 , fortæller dog at den karakteristiske linje kun forklarer 54,35% af aktieafkastet ud fra egenkapitalforrentningen.

I figur 3.4 kan man se at når egenkapitalforrentningen var høj så havde aktieafkastet en tendens til at være desto endnu højere, mens det omvendte var tilfældet i perioder med lav egenkapitalforrentning. Det er også derfor at den karakteristiske linje i figur 3.5 bliver stejl. Det fortolker jeg som et udtryk for at markedet generelt fik mere tillid til banken i perioder hvor den fik gode resultater, mens dårlige perioder gav anledning til øget mistillid.

3.4.2 Kurs/indre værdi

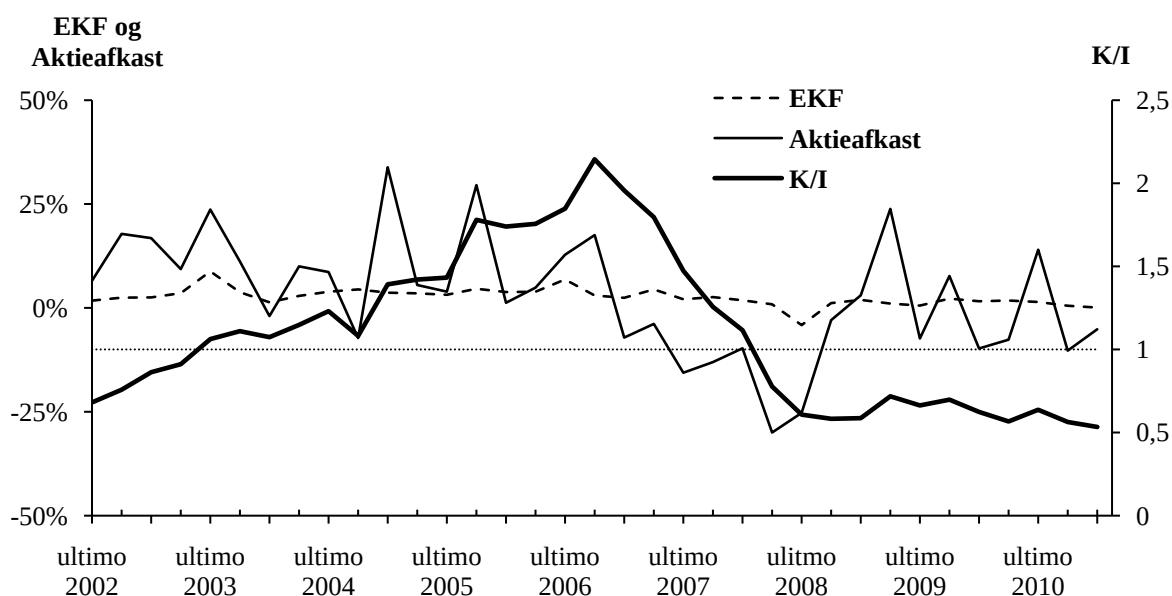
Når egenkapitalforrentningen er 9,01 pct. er den ifølge den karakteristiske linje i figur 3.5 lig med aktieafkastet. Hvis det var tilfældet at begge afkast var ens, ville det betyde at markedsværdien pr. egenkapitalkrone forblev uændret fordi tilvæksten i henholdsvis bankens markedsværdi og dens egenkapital var ens.

Udviklingen i aktieafkastet og egenkapitalforrentningen viser dog isoleret set ikke noget om hvordan markedet har værdiansat egenkapitalen som udgangspunkt. Det fremgår heller ikke af figur 3.5. For at finde ud af hvordan egenkapitalens markedsværdi forholder sig til dens regnskabsværdi, kan man beregne nøgletallet kurs/indre værdi, K/I:

$$K/I = \frac{\text{Aktiekurs} \cdot \text{Antal aktier}}{\text{Egenkapital}}$$

I figur 3.6 nedenfor har jeg vist de kvartalsvise aktieafkast og egenkapitalforrentninger samme med den kvartalsvise udvikling i K/I for Lollands Bank.

Figur 3.6: De kvartalsvise aktieafkast og egenkapitalforrentninger og kurs/indre værdi



Man kan se på figuren at K/I steg i de perioder hvor aktieafkastet var større end egenkapitalforrentningen. Det fortolkede jeg før med at markedet får mere tillid til banken i og med markedet betaler mere pr. egenkapitalkrone. Det er den tendens man generelt kan se i starten af perioden og frem til slutningen af 1. kvartal i 2007. Herefter faldt K/I tilbage de følgende år hvorefter den holdte sit niveau i resten af den observerede periode.

Det interessante er at hvis man sammenholder mekanismen i K/I med fortolkningen ud fra den karakteristiske linje i figur 3.5, så ser vi at det generelt ikke bare er nok med en positiv egenkapitalforretning for at få et positivt aktieafkast. Først når egenkapitalforretningen når et vist niveau (der hvor den karakteristiske linje krydser den vandrette akse), bliver aktieafkastet positivt.

Selvom aktieafkastet bliver positivt, er det er dog ifølge figur 3.5 stadig ikke ensbetydende med at der er skabt aktionærværdi. Hvis egenkapitalforrentningen er under 9,01 pct., er aktieafkastet mindre end egenkapitalforrentningen, og det betyder at K/I falder, markedet vil betale mindre pr. egenkapitalkrone, og tilliden til den investerede kapital er blevet mindre.

Det er lidt det samme der sker i virkeligheden når Lollands Bank K/I falder tilbage efter 1. kvartal i 2007 på trods af at banken ikke har realiseret negative resultater på nær i 4. kvartal 2008. Den stigende mistillid opstår fordi resultaterne ikke er store nok til at opveje markedets negative forventninger til fremtiden.

3.4.3 K/I og aktionærværdi

K/I kan fortolkes som markedets forventninger til hvorvidt banken i fremtiden skaber eller ødelægger aktionærværdi. Når K/I er under 1, betyder det at kursværdien på Lollands Banks aktier er mindre end egenkapitalen regnskabsværdi. Det peger på at markedet ikke tror at Lollands Bank i fremtiden kan opnå resultater der lever op til aktionærernes afkastkrav og derfor taber aktionærværdi (ikke nødvendigvis egenkapitalværdi). En K/I over 1 peger derimod på at markedet tror at banken i fremtiden kan opnå resultater der lever op til aktionærernes afkastkrav og derfor skaber aktionærværdi.

Fordi der både er forventninger til aktionærværdien på kort sigt og længere sigt, er det svært ud fra K/I at se hvorvidt aktionærernes afkastkrav er opfyldt på ét (nuværende) givent tidspunkt. K/I afspejler nemlig den samlede nutidsværdi af alle disse forventninger til både den nærmeste og fjerneste fremtid.

3.4.4 Aktionærernes afkastkrav

Man kan ikke helt og holdent identificere aktionærernes afkastkrav med 9,01 pct. fra figur 3.5. Den karakteristiske linje i figur 3.5 er kun et estimat og beskriver kun aktieafkastet ud fra den realiserede egenkapitalforrentning. Den karakteristiske linje forklarer ikke alt, og derfor er der naturligt nok også afvigelser.

Afvigelserne skyldes at aktieafkastet også afhænger af mange andre både eksterne og interne forhold som jeg gennemgik i figur 3.1. Disse forhold påvirker markedets forventninger til den fremtidige egenkapitalforrentning, og da forventningerne ændrer sig hele tiden, er det naturligt at aktionærernes afkastkrav til den nuværende egenkapitalforrentning også ændrer sig med tiden.

En meget udbredt metode til at bestemme aktionærernes afkastkrav er ved at benytte Capital Asset Pricing Modellen, CAPM. Modellen opstiller et lineært forhold mellem den systematiske risiko for et aktiv og dets forventede afkast. Dette forhold kaldes i modellen for Security Market Linjen:²⁰

$$k_e = r_f + \beta_i \cdot (E(r_m) - r_f)$$

CAPM tager udgangspunkt i det forventede markedsafkast på markedsporteføljen, $E(r_m)$. Denne portefølje består af alle markedets aktiver og er derfor fuldstændig diversificeret hvilket betyder at afkastet på markedsporteføljen ikke indeholder nogen usystematisk risiko. Ved at fratrække det risikofrie afkast, r_f , fås den forventede markedspræmie, $E(r_m) - r_f$, som er den ekstra betaling man opnår for at påtage sig den systematiske risiko på markedsporteføljen frem for blot at investere i et risikofrit aktiv, r_f .

Markedspræmien ganges herefter med faktoren, β_i , der benævner hvor megen systematisk risiko der på afkastet for Lollands Bank aktien i forhold til afkastet på markedsporteføljen. Er β_i over 1, betyder det at aktieafkastet på Lollands Bank har en større systematisk risiko end markedsporteføljens afkast, og at risikopræmien på aktien er tilsvarende større. Hvis β_i er under 1, betyder det at aktieafkastet har en lavere systematisk risiko en markedsporteføljens afkast, og at risikopræmien er tilsvarende lavere. (β_i er pr. definition lig med 1 på markedsporteføljens afkast). Det samlede afkastkrav, k_e , er således risikopræmien på aktieafkastet plus det risikofrie afkast.

²⁰ Michael Christensen og Frank Pedersen: Aktieinvestering. Teori og praktisk anvendelse. 3. udgave, side 203.

Der er forskellige muligheder til at nærme sig det forventede markedsafkast: Historiske observationer, rundspørge eller øvrige forventninger. Baserer man sine forventninger på et gennemsnit ud fra historiske observationer af et aktieindeks, bliver resultatet fx afgrænset af at et aktieindeks ikke omfatter alle aktiver. Desuden bliver resultatet afhængig af perioden man måler over, de enkelte observationers varighed, intervallet mellem observationerne og metoden til beregningen af gennemsnittet. Mens en lang historisk periode er repræsentativ, så har perioden en tendens til at være mere generel frem for at afspejle den nuværende situation. Baserer man sine forventninger på en rundspørge, afhænger det af hvem man spørger.²¹

I dette projekt vil jeg forvente et markedsafkast på 8 pct. p.a.

Samme problematikker gør sig gældende for et risikofrit afkast. Her benytter man traditionelt en rente på en lang statsobligation for det land hvor virksomheden er bosiddende. På den måde tages højde for landets egen inflation. Gældskrisen har dog vist at renten på fx sydeuropæiske statsobligationer på det seneste har virket meget mere ustabile end de sydeuropæiske landes generelle prisniveau. Man kan rejse mange spørgsmål om hvad der skal forstås ved risikofrit, og om et risikofrit afkast overhovedet er muligt. Det vil jeg ikke gøre.

I dette projekt vil jeg regne med et risikofrit afkast på 4 pct. p.a.

Endelig er der den systematiske risiko for Lollands Bank. Denne værdi kan estimeres ved fx at foretage en statistisk regression mellem markedspræmien på det danske aktieindeks og risikopræmien på Lollands Bank aktien. Igen kan der rejses spørgsmål omkring måle- og beregningsmetoder.²² Det bliver heller ikke meget mere objektivt ved en rundspørge.²³

I dette projekt har jeg valgt at sætte beta for Lollands Bank til at være 1,00.

Herefter kan afkastkravet beregnes til at være 8 pct. p.a. ved at sætte værdierne ind i formelen:

$$k_e = 4\% + 1,00 \cdot (8\% - 4\%) = 8,00\%$$

Man skal være opmærksom på at sigtbarheden også spiller ind på hvorvidt afkastkravet bliver opfyldt – det at investorerne er villige til at se tiden an. En daytrader forholder sig til et kortsigtet afkastkrav, mens man i et driftsøkonomisk perspektiv forholder sig til et mere langsigtet afkastkrav.

²¹ http://www.pwc.com/da_DK/dk/vaerdiansaettelse/assets/prisfastsaettelse-paa-aktiemarkedet.pdf.

²² Jeg har i Microsoft Excel estimeret med årlige afkast hvert kvartal for de seneste otte år og fået 1,24. Jeg har også estimeret med kvartalsvise afkast hvert kvartal og fået 0,91. Begge gange forudsatte et konstant risikofrit aktiv.

²³ 0,45 på <http://www.proinvestor.com>. 0,805 på <http://www.bloomberg.com> (i skrivende stund).

3.5 Delkonklusion

Aktieafkastet består af udbyttebetalinger og kursudsving. Aktieudbyttet forudsætter et overskud i form af egenkapital. Kursudsving skyldes ændringer i værdiansættelsen af egenkapitalen. Aktiekursen er ganske vist bestemt af udbud og efterspørgsel, men hvis man ønsker at forklare udviklingen heri, bliver man nødt til at undersøge forholdene for bankens virksomhed og aktieafkast mere fundamentalt.

I bankens omgivelser er der risici i form af trusler og muligheder som kan have en indflydelse på bankens virksomhed og på aktieafkastet. Disse eksterne forhold kan bankens ledelse ikke bestemme over, men ledelsen kan tilpasse virksomheden og dens interne forhold herefter.

Ledelsen kan som udgangspunkt fokusere på at de har deres primære indflydelse på aktieafkastet gennem overskuddet fra bankens drift, strategi og evne til at implementere strategi i drift. Det er vigtigt at dette fokusområde accepteres, ellers mener jeg at ledelsens forsøg på at forbedre aktionærværdien er lige meget.

3.5.1 Egenkapitalforrentning er væsentlig

P/E fortæller i sig selv ikke noget om hvordan investorerne har værdiansat egenkapitalen, og høj vækst eller lav risiko kommer ud på ét. Anvendelsen af P/E bliver derfor en ekstrinsisk afvejning mellem aktiekurs og overskuddets vækst eller risiko. P/E viser i princippet ikke den korrelation der er mellem Lollands Banks egenkapitalforrentning og aktieafkastet.

I Lollands Bank er der en tendens til at egenkapitalforrentningen har været på et vist niveau for at bidrage til et positivt aktieafkast, og at egenkapitalforrentningen i snit har været endnu større for at bidrage til en positiv udvikling i K/I.

Der er skabt positiv aktionærværdi når aktieafkastet er større end aktionærernes afkastkrav. Aktieafkastet kan forklares som afhængig af den nuværende egenkapitalforrentning og investorernes forventninger til den fremtidige aktionærværdi afspejlet i K/I. Når aktieafkastet er mindre end egenkapitalforrentningen, falder K/I. Det betyder at markedsværdien på egenkapitalen og dens forrentning bliver mindre, og at mistilliden til at banken skaber aktionærværdi i fremtiden vokser. Selvom nuværende egenkapitalforrentning er større end aktionærernes afkastkrav, bliver der derfor ikke skabt positiv aktionærværdi hvis mistilliden vejer for tungt. Ledelsen kan fokusere på at en forbedring af den nuværende eller fremtidige egenkapitalforrentning alt andet lige er en forbedring af aktionærværdien.

4. Forbedring af aktionærværdien

Hvis egenkapitalforrentningen for tiden ligger under afkastkravet til egenkapitalen, kan man have en målsætning om at opfylde dette krav. Så realiserer man ikke driftsøkonomiske værditab som kan ødelægge aktionærværdien. Ligger egenkapitalforrentningen over afkastkravet, kan man også have en målsætning om at forbedre forrentningen og den driftsøkonomiske merværdi. Så skaber man desto mere aktionærværdi.

Indtil videre har jeg altså fundet ud af at ledelsen hele tiden kan fokusere på at forbedre egenkapitalforrentningen for at forsøge at forbedre aktionærværdien. Nøgletallet for egenkapitalforrentningen udregnes som bekendt ved hjælp af følgende formel:

$$\text{Egenkapitalforrentning} = \frac{\text{Resultat}}{\text{Egenkapital}}$$

Det fortæller mig at der grundlæggende er to metoder til at forbedre nøgletallet. Enten kan man forsøge at øge resultatet eller også kan man reducere egenkapitalen.

4.1 Udbetaling af udbytte

Der findes forskellige måde hvorpå egenkapitalen kan reduceres. Først og fremmest kan den tabes. Det giver som udgangspunkt en negativ egenkapitalforrentning, men herefter er der bedre mulighed for at generere en større forrentning af den tilbageværende egenkapital. Det forudsætter dog at de problemer der ligger til grund for det tidligere dårlige resultat ikke længere er til stede. Det er ofte alt andet lige ikke tilfældet.

En mere acceptabel måde hvorpå en reduktion af egenkapitalen forekommer, er når selskabet udbetaler udbytte til sine aktionærer. Når man udbetaler udbytte kan man overveje hvor kapitalen bliver bedst forrentet. Aktionærerne har så at sige en genplaceringsrisiko, og det er ikke sikkert at de kan placere pengene lige så tilfredsstillende andetsteds.

Udbetalingen af udbytte er i princippet ikke noget der i sig selv skaber aktionærværdi. Det er fordi aktiekursen bliver reguleret for denne udbetaling. Til gengæld er det en måde at få frigjort det afkast som aktionærerne i sidste ende ønsker uden de skal ud og sælge aktien. Det begrænser udbuddet, og det kan godt have en positiv indflydelse på aktiekursen. Desuden reducerer det som sagt egenkapitalen, og hvis virksomheden fortsat kan præstere de samme beløbsmæssige resultater, så betyder det en forbedret egenkapitalforrentning, og det er først og fremmest den betragtning som jeg ønsker at holde fast i her.

4.1.1 Selvfinansieret vækst ICGR

Når man udbetaler udbytte, bør man også overveje om et mindre kapitalgrundlag vil komme til at begrænse bankens handlefrihed. Der kan være tale om en situation hvor man vurderer at kapitalgrundlaget er for spinkelt og en konsolidering er nødvendig. Det kan fx være tilfældet hvis man ønsker at øge de risikovægtede poster uden at forværre solvensen.

En sådan selvfinansieret vækst kommer til udtryk i nøgletallet, ICGR, som står for Internal Capital Growth Rate:²⁴

$$\text{ICGR} = \frac{1}{\text{Capital ratio}} \cdot \text{Return on assets} \cdot \text{Earnings retention ratio}$$

Capital ratio står her for soliditeten, som er forholdet mellem egenkapitalen og aktiverne, og Return on assets står for forholdet mellem resultatet og aktiverne, dvs. aktivernes afkast. Alternativt kan man benytte basiskapitalen i stedet for egenkapitalen og de risikovægtede aktiver i stedet for blot aktiverne. I så fald står Capital ratio for solvensen, og Return on assets for afkastet fra de risikovægtede poster. De to første led giver samlet egenkapitalforrentningen, eller som alternativ basiskapitalforrentningen. Earnings retention ratio står for hvor mange procent af årsresultatet der er tilbage efter udlovet udbytte.

Formlen viser at hvis vi alt andet lige reducerer Capital ratio, så stiger forrentningen af egenkapitalgrundlaget og følgelig forudsætningerne for en høj selvfinansieret vækstrate.

Nedenfor har jeg udregnet nøgletallet for Lollands Bank med udgangspunkt i regnskabstallene ultimo 2010:

$$\text{ICGR} = \frac{19.545}{263.862} \cdot \left(1 - \frac{3.660}{19.545}\right) = 6,02\%$$

Her har jeg først opsat årsresultatet i forhold til basiskapitalen. Herefter har jeg udregnet Earnings retention ratio i parentesen, hvor jeg trækker udbyttet på 3.660 t.kr. ud af årsresultatet. Regnestykket viser at de risikovægtede poster kan udvides med 6,02 pct. indenfor det næste år uden at solvensen forværres forudsat resultatet og udbyttet er uforandret.

Ønskes en større vækst uden at solvensen forværres, bliver man nød til at udbetale mindre i udbytte. Overstiger væksten basiskapitalforrentningen, er det nødvendigt at indskyde kapital, og det er som sagt noget der stiller krav til at denne kapital kan blive tilstrækkelig forrentet.

²⁴ Benton E. Gup og James W. Kolari: Commercial Banking. The Management of Risk. 3. edition, side 365.

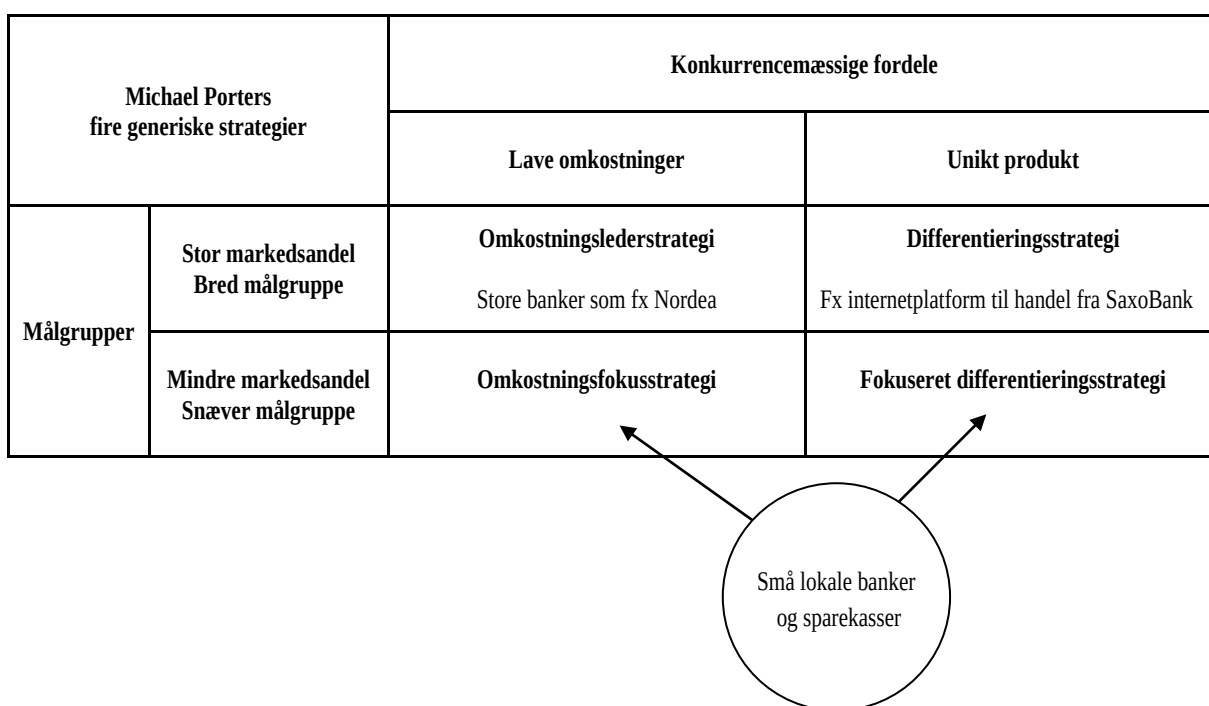
4.2 Bankens generiske strategi

Den anden indgangsvinkel til at forbedre egenkapitalen tager udgangspunkt i at øge bankens resultat. Det kan ske enten ved at tjene mere på det nuværende forretningsomfang, eller ved at udvide forretningsomfanget og dermed øge indtjeningen. Alt dette sker dog i konkurrence med de andre banker. Derfor vil jeg først undersøge Lollands Banks generiske strategi.

Den generiske strategi fortæller mig noget om hvilken type virksomhed Lollands Bank er, hvilket marked banken opererer i, og hvordan Lollands Bank prøver at opnå en fordel i forhold til sine konkurrenter. Alt sammen ting der er rare at have med i overvejelserne omkring hvordan bankens resultat kan øges.

Ifølge Michael Porters model findes der fire generiske strategier der er defineret ud fra hvorvidt en virksomheds målgruppe er bred eller smal og hvilke konkurrencemæssige fordele virksomheden kan spille på. Det har jeg stillet op i nedenstående figur.²⁵

Figur 4.1: Skema over de fire generiske strategier



Lollands Bank er en lille lokal bank, og derfor er det givet på forhånd at banken har en snæver målgruppe. Snæver kan her både forstås som geografisk, men også at banken ikke henvender sig til alle typer af bankkunder fordi den relativt lille kapital og kapacitet sætter grænser for størrelsen og kompleksiteten i de kunder den kan servicere.

²⁵ Videre bearbejdelse af figur hentet fra Internettet: <http://toolbox.systime.dk/index.php?id=496>

Når det dermed er taget i betragtning, kan ledelsen i Lollands Bank, ifølge Porters model, overveje om de kan opnå konkurrencemæssige fordele ved enten at minimere bankens omkostninger eller ved at tilbyde kunderne en bedre kvalitet.

Det er en fordel for stort set alle virksomheder at minimere deres omkostninger. På den måde forbedrer de deres overskud fra det eksisterende indtjeningsgrundlag. Ved en omkostningsfokus strategi stræbes der efter at holdes omkostningerne på deres laveste med henblik på at kunne opfylde kundernes behov så billigt som muligt i forhold til konkurrenterne. På den måde fastholder og tiltrækkes kunder samtidig med at man alligevel opnår en tilfredsstillende avance.

Udviklingen i den finansielle sektor har bevirket at der for tiden er meget stor fokus på omkostningsminimering. En lille bank kan godt have en omkostningsfokusstrategi, men det bliver stadig svære i en sektor hvor omkostningerne til kapacitet og funding for de små pengeinstitutter stiger forholdsvis mere end for de store pengeinstitutter der kan gøre brug af deres stordriftsfordele.

Ledelsen i Lollands Bank har også, som så mange andre, haft fokus på at nedbringe deres omkostninger med henblik på at øge overskuddet, men det har ikke været med henblik på at gå på kompromis med pris og kvalitet. Lollands Banks generiske strategi er i stedet en fokuseret differentieringsstrategi hvor man tilbyder noget ekstraordinært der berettiger til at tage en højere pris og af den vej opnå en tilfredsstillende avance. Det ekstraordinære banken tilbyder i forhold til konkurrenterne er samtidig det der skal fastholde og tiltrække kunder.

*"I Lollands Bank gør vi alt, hvad der står i vores magt for at tilbyde kunderne de produkter og løsninger, som kunderne har behov for. Vore tilbud er fuldt ud konkurrencedygtige, men vi sætter alligevel rådgivning højere end satser og priser. Vore erfarne og veluddannede kunderådgivere er klar til at hjælpe dig i alle økonomiske sammenhænge, hvad enten det drejer sig om køb eller salg af bolig, pensionsopsparing, investering eller andre økonomiske forhold. Vor rådgivning er vort kvalitetsmærke !"*²⁶

De produkter og serviceydelser Lollands Bank tilbyder, er ikke unikke i sig selv. Det eneste der adskiller dem fra konkurrenterne er indpakningen, eller de omstændigheder hvorunder produkterne og serviceydelser bliver leveret. Derfor er det primært på kvalitet, service og i de menneskelige relationer at mulighederne for at differentiere banken ligger.

²⁶ <http://www.lollandsbank.dk/produkter?OpenDocument> - Lollands Banks hjemmeside om deres produkter.

4.3 Indtjening pr. omkostningskrone

Med Lollands Banks generiske strategi i baghovedet, er der nu bedre forudsætninger for at tilvejebringe en mere praktisk mening når de forskellige angrebepunkter til forbedring af bankens resultat og egenkapitalforrentning undersøges.

Først og fremmest kan indtjeningen optimeres på det nuværende forretningsomfang. Det kan fx gøres ved at fokusere på at minimere bankens omkostninger.

Omkostningerne i Lollands Banks regnskab kan overordnet opdeles i to grupper: Kapacitetsomkostninger og kapitalomkostninger. Kapacitetsomkostninger er omkostningerne set i relation til bankens kapacitet. Det er udgifter til personale og administration samt andre driftsudgifter i relation til bankens aktiver, herunder afskrivninger og nedskrivninger.

Kapitalomkostninger er derimod de omkostninger der relaterer sig til bankens passiver som i Lollands Bank primært er sammensat af gæld til kreditinstitutter og centralbanker, indlån og anden gæld samt egenkapital. Strukturen i begge omkostningsgrupper kan forsøges optimeret. I det følgende vil jeg først undersøge kapacitetsomkostningerne.

En måde at måle hvor godt kapaciteten udnyttes er ved at udregne nøgletallet for indtjening pr. omkostningskrone. Nøgletallet er en før skat betragtning og defineres på følgende måde:

$$I/O = \frac{\text{Netto rente- og gebyrindtægter} \pm \text{Kursreguleringer} + \text{Andre driftsindtægter}}{\text{Samlede udgifter, afskrivninger og nedskrivninger}}$$

Alt hvad der var tilsigtet at skulle give en indtjening medregnes i tæller. Det betyder blandt andet at negative kursreguleringer også skal medregnes heri fordi det stammer fra aktiviteter der som udgangspunkt er tilsigtet at skulle give et afkast. Nedenfor har jeg demonstreret hvordan I/O beregnes for Lollands Bank med udgangspunkt i årsregnskabet 2010:

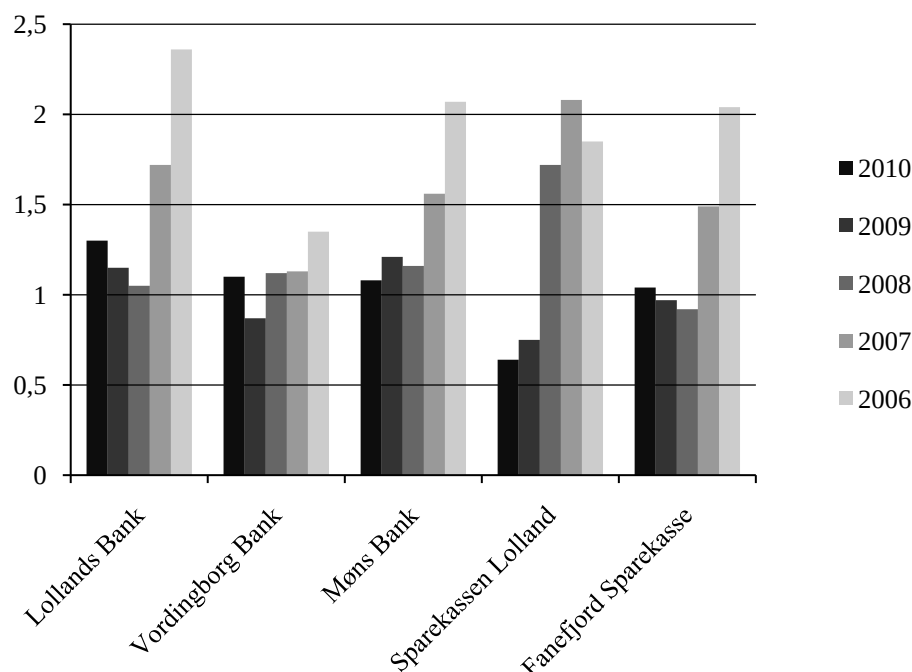
$$I/O \text{ for } 2010 = \frac{101.592 + 10.857 + 1.832}{59.103 + 742 + 4.273 + 23.871} = 1,30 \text{ kr.}$$

Alt andet lige gælder det om at have den størst mulige I/O. I forbindelse med bankens resultat og egenkapitalforrentning, kan man dog godt retfærdiggøre at I/O er lavere hvis indtjeningen beløbsmæssigt er så meget større at det betyder at overskuddet også i sidste ende er større. Man kan derfor ikke nøjes med at betragte I/O i en isoleret sammenhæng. Nøgletallet fortæller som sagt noget om hvor godt kapaciteten udnyttes, men ikke noget om hvor stor kapaciteten er.

4.3.1 Sammenligning af de små pengeinstitutter i markedsområdet

På nedenstående figur har jeg vist udviklingen i nøgletallet for nogle af de små pengeinstitutter som opererer i det samme markedsområde eller i nærheden: Lolland Kommune, Guldborgsund Kommune og Vordingborg Kommune.

Figur 4.2: Indtjening pr. omkostningskrone i de lokale små pengeinstitutter²⁷



Når vi sammenligner Lollands Bank med de andre, kan man se at Lollands Bank i 2010 faktisk ligger med den bedste I/O på 1,30 kr. blandt de lokale små pengeinstitutter. Det skyldtes sandsynligvis at ledelsen har haft fokus på minimering af kapacitetsomkostningerne.

*”Banken fastholder en stram omkostningsstyring. Som følge af tidligere års sammenlægninger af filialer har banken ved mere effektive arbejdsgange gennem året ved naturlig afgang reduceret det gennemsnitlige antal beskæftigede...”*²⁸

Man kan se at der er en tendens til at I/O blandt de små lokale pengeinstitutter er faldet de seneste fem år. En af de primære årsager hertil har været finanskrisen og den følgende lavkonjunktur i samfundet hvilket har betydet større nedskrivninger. En stor del af forringelserne skyldtes derfor tab så set i forhold til kreditrisikoen har der altså været en dårlig udnyttelse af kapaciteten. Det viser sig dog ofte først på længere sigt.

²⁷ Tallene er indhentet fra de enkelte pengeinstitutters årsrapporter for 2010.

²⁸ Fra Lollands Banks årsrapport 2010, side 9.

4.3.2 Styring af kapacitetsomkostninger

Ved styring af kapaciteten gælder det på kort sigt om at foretage den nødvendige allokering og opnå den bedste udnyttelse af kapaciteten med hensyn til driftens variable og faste omkostninger. Fortsat fokus herpå giver også værdi på lang sigt. Styringen af kapaciteten skulle gerne bidrage til en forbedret I/O.

Der kan dog også være tale om at ledelsen har foretaget vise tiltag eller investeringer som i starten bevirker at omkostningerne øges, og I/O bliver dårligere, men hvor disse tiltag eller investeringer på længere sigt tjener sig hjem i form af besparelser. Det kan være alt lige fra fx fratrædelsesgodtgørelser til Lean-projekter. At få identificeret og implementeret den bedste praksis i bankens processer giver bedre forudsætninger for en god styring af kapaciteten.

Fordi Lollands Bank er en finansiell servicevirksomhed, kræver det et indgående kendskab til virksomhedens ressourcer og de værdistrømme som opfylder bankens kundeværditilbud for at kunne komme med præcise og kvalificerede bud på hvordan kapacitetsomkostningerne optimeres i de konkrete situationer.

4.3.3 Omkostningsminimering ved at samordne organisationen

Samordning af organisationen handler blandt andet om styring af organisationen operationelle processer. Det er værdiskabende at have fokus på at samordne organisationen både med hensyn til dens enkelte enheder, men også under hensyntagen til bankens leverandører af systemer, produkter, ydelser og kapital. Det hjælper banken til at forblive konkurrencedygtig ved at have fokus på omkostninger og kvalitet på samme tid.

En forudsætning for at samordne organisationens er at have nogle fælles målsætninger som alle kender helt ud i organisationens enkelte enheder. Det gavner integrationen af en fælles kultur.

Når bankens forretningsenheder ikke er samordnet, risikeres det at de unødvendigt kommer til at modarbejde hinanden fordi de udvikler hver deres kultur og forretningsorientering. Manglende samordning kan medføre at der sker en suboptimering i nogle af de enkelte forretningsenheder fordi de følger nogle individuelle mål som ikke er konsistente med de andre enheders målsætninger eller organisationens overordnede mål. Det afspejler sig typisk i stigende omkostninger. En samordning af forretningsenhederne i bankens organisation er derfor altid vigtigt i et eller andet omfang for at få det optimale udbytte af den daglige drift.

4.3.4 Fokus på værdikæde

Samordning behøver dog ikke kun være et internt organisatorisk anliggende. En fuldstændig samordning rækker ud over organisationen selv fordi organisationen sameksisterer med nogle af de omgivende interessenter i en værdikæde.

Lollands Bank er et lille pengeinstitut, og derfor har banken desto flere eksterne leverandører af systemer, produkter, ydelser og kapital at drage hensyn til. Lollands Bank er fx medlem af Finansrådet, Foreningen af Lokale Pengeinstitutter og Pengeinstitutternes Udviklingssamarbejde. Bogføring og registrering sker via BEC og betalingsformidling via Nets. På investeringsområdet er Lollands Bank medejer af BankInvest, Sparinvest, Garantinvest, ValueInvest og samarbejder med LD Invest. Realkreditlån afsættes i samarbejde med Totalkredit og DLR-Kredit, skadesforsikringer i samarbejde med Privatsikring og livs- og pensionsforsikringer i samarbejde med Letpension og PFA. Uddannelse leveres af Finanssektorens Uddannelsescenter i Skanderborg.²⁹

(Indlånskunderne skal vi heller ikke glemme. De er i princippet nogle af de vigtigste samarbejdspartnere idet de leverer kapital. Her tænker jeg dog i første omgang på de kapacitetsomkostninger der bliver afholdt i forbindelse hermed).

Når jeg nu mener der skal drages hensyn til disse leverandører og samarbejdspartnere, mener jeg ikke bare at der skal tage hensyn hertil. Jeg mener at det gælder om sammen med leverandørerne at drage fordel af den ekstra kapacitet og de ekstra immaterielle aktiver, som fx knowhow og brands, der i princippet bliver stillet til rådighed for Lollands Bank, og som banken også har betalt for. I nogle tilfælde betyder det at banken opnår stordriftsfordele som den i kraft af sin egen størrelse ellers ikke kan opnå alene.

Når bankens organisation er samordnet, og når banken er velintegreret i sin værdikæde, er der bedre muligheder for at samarbejde med de andre interessenter om at udnytte kapaciteten bedst muligt. Det er effektiviteten som i sidste ende sætter grænserne for hvorvidt høj kvalitet og lave omkostninger forenes.

Det gælder som sagt om at strukturen i de omkostninger der bruges til at opfylde kundeværditilbuddet optimeres for at banken allerede på kort sigt får den bedst mulige bundlinje og på længere sigt forbliver konkurrencedygtig.

²⁹ http://www.lollandsbank.dk/banken/om_lollands_bank?OpenDocument

4.3.5 Aktivitetsbaserede omkostninger

Frem for at kigge på helheden, kan I/O også søges optimeret ved at kigge på de enkelte enheder på de forskellige niveauer i organisationen. Dette kan foretages ved fx at lave ABC-analyser. ABC står for Activity Based Costs.

En ABC-analyse på filialniveau kan fx foretages ved først at se bort fra bankens grundlæggende omkostningsstruktur, som består af de omkostninger som ikke bliver mindre selvom man lukker en filial. Det kan fx være lokaleomkostninger til stabsfunktionerne osv. Alle andre faste og variable omkostninger, som kan henføres til driften i filialerne, deles så ud på de enkelte filialer. Herefter vil man kunne undersøge I/O for de enkelte filialer og identificere hvilke filialer der tynger henholdsvis løfter bankens samlede I/O.

Hvis en filial skiller sig ud, kan man herefter gå ind på aktivitetsniveau og finde ud af hvad der gør forskellen. ABC-analysen kan hertil udbygges til en TDABC-analyse. TDABC står for Time Driven Activity Based Costs og går i sin enkelthed ud på at omregne alle omkostningerne der afholdes i forbindelse med en aktivitet til en pris/tid på linje med lønomkostninger. Herefter kan man undersøge hvorvidt kapaciteten (samlede antal medarbejdertimer) udnyttes, og til hvilke aktiviteter den udnyttes.

Hvis der fx er tale om at aktivitetsniveauet generelt er for lavt, er der plads til at I/O for filialen kan forbedres. Det kan også være I/O kan forbedres ved at ændres på hvilke aktiviteter man bruger tiden på. Og det kan igen også være at der er medarbejdere med de forkerte kompetencer der laver de forskellige aktiviteter.

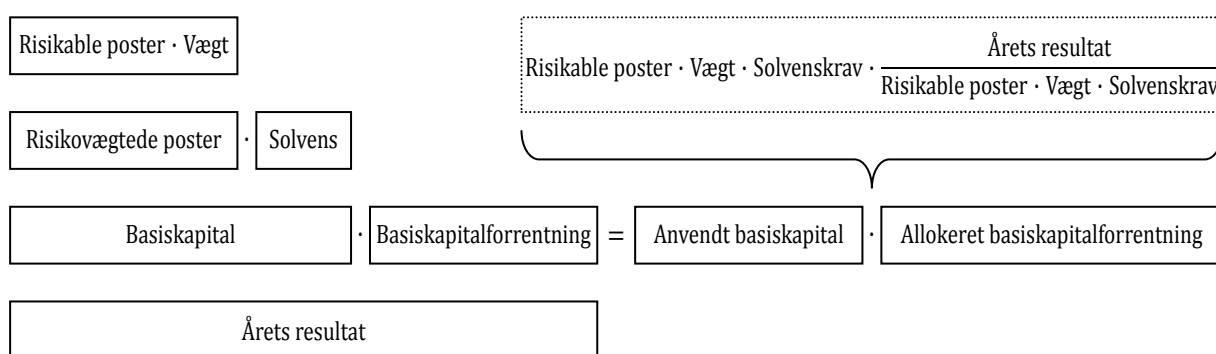
Eksempler hvor ABC-analyser temmelig sikkert har spillet ind i en eller anden form, er den stigende udvikling af ”kassefrie” afdelinger, og afdelinger der fungerer som kompetencecentre. Kasseekspeditioner er dyre og tidskrævende, men er stadig nødvendige i et eller andet omfang. I små afdelinger er det et problem at der blandt de få medarbejdere skal være et vist kompetenceniveau hvis man vil tilbyde en ordentlig kunderådgivning lokalt. Det betyder omvendt at en forholdsvis veluddannet og dyr medarbejder nogle gange risikerer at skulle side i kassen og bruge sin tid på at stemme differencer af frem for at udnytte sine kompetencer til kunderådgivning. Man kan så vælge at lukke kassen, eller man kan udskifte og flytte de kompetente medarbejdere til større kompetencecentre. Det kræver dog en vis fleksibilitet af kunderne, og derfor må man følge op på at sådanne tiltag resulterer i at indtjeningen helst flyttes frem for at den mistes, og at I/O i det hele taget forbedres.

4.3.6 Nedskrivninger og basiskapitalforrentning

I min tidligere undersøgelse af I/O for de små lokale pengeinstitutter fandt jeg blandt andet at I/O var blevet dårligere på det seneste, og at nedskrivninger på nødlidende engagementer her har spillet en stor rolle. Nedskrivninger er derfor også et væsentligt fokusområde at have med når man leder efter muligheder til at forbedre bankens I/O.

En måde til at behandle den del af I/O uafhængigt af de andre driftsomkostninger kan være ved at tage udgangspunkt i basiskapitalforrentningen. Dette nøgletal er interessant fordi det fortæller noget om hvordan banken udnytter sit kapitalgrundlag, og hvad banken tjener herpå. Nedenfor har jeg lavet en figur der skitserer mit udgangspunkt.

Figur 4.3: Årsresultatet set som en forrentning af en basiskapital og dens komponenter



De risikable poster er de uvægtede poster der ligger til grund for krediteksponeringerne, markedspositionerne og basisindikatorerne der benyttes til at bestemme de risikovægtede poster i banken som igen er fordelt mellem vægtede poster med kreditrisiko, markedsrisiko og operationel risiko. Opgørelsen af de risikovægtede poster sker i henhold til bekendtgørelsen om kapitaldækning. Solvensen er forholdet mellem basiskapitalen og de risikovægtede poster. Basiskapitalforrentningen bliver derfor et udtryk for et risikojusteret afkast.

Årets resultat kan i princippet betragtes som en forrentning af et valgfrit kapitalgrundlag afhængig af hvad man søger at forklare. Det kan fx være en egenkapitalforrentning som viser forrentningen af en virksomheds egenkapital. Det kan også være Return On Assets, ROA, som viser afkastet fra virksomhedens aktiver. I figur 4.3 har jeg valgt til venstre at vise årets resultat som forrentningen af den del af den efterindstillede kapital der er optaget som basiskapital. Til højre har jeg vist hvordan samme årsresultat også kan betragtes som en forrentning af udelukkende den basiskapital der har været påkrævet i henhold til bankens solvenskrav.

Som formel kan nøgletallet opstilles på følgende måde:

$$\text{Basiskapitalforrentning} = \frac{\text{Resultat}}{\text{Basiskapital (anvendt)}}$$

Ultimo 2010 har Lollands Bank derfor haft en basiskapitalforrentning på følgende:

$$\text{Basiskapitalforrentning efter skat} = \frac{19.545}{263.862} = 7,41\%$$

Solvensen var på samme tidspunkt opgivet til 18,1 pct. Bankens target var og er det individuelt opgjorte solvensbehov plus 2 pct. Ultimo 2010 gav det et solvenskrav på 12,0 pct.³⁰ Der har med andre ord været en stor overdækning. Hvis bankens målsætning er at realisere 10,7 pct. i forrentning af bankens egenkapital før skat ($8\% / (1-25\%)$), kan den ønskede forrentning før skat af den allokerede basiskapital udregnes:

$$\text{Allokeret basiskapitalforrentning} = \frac{10,7\% \cdot 286.528}{(263.862/18,1\%) \cdot 12,0\%} = \frac{30.563}{174.936} = 17,47\%$$

I dette regnestykke er den uanvendte del af basiskapitalen ikke forrentet. Til gengæld fortæller nøgletallet nu hvilken forrentning før skat til en given risiko en nyanvendt basiskapital tilsigtes at skulle give efter afholdte omkostninger i forbindelse med den enkelte forretning.

Et nyudlån på 1 mio.kr. kan fx nedvægtes til 50 pct. i krediteksponering hvis det er sikret ved tilpas pant i en erhvervsejendom.³¹ Det gør det unægtelig nemmere at opnå det krævede resultat på forretningen for at den tilsigtede forrentning opnås. I dette tilfælde halveres kravet:

$$\frac{20.965}{(1.000.000 \cdot 100\%) \cdot 12,0\%} = \frac{10.483}{(1.000.000 \cdot 50\%) \cdot 12,0\%} = \frac{10.483}{60.000} = 17,47\%$$

Udover at nøgletallet kan sikre at man får en forholdsmæssig forrentning der er risikojusteret i henhold til lovgivningen, er det interessant fordi en forbedret basiskapitalforrentning også virker mere tabsbegrænsende pr. afkastkrone, og derfor også tilsigter at forbedre I/O. Hvis det ikke er prisen der er hævet, er det dog ikke noget man kan se på kort sigt. Først når engagementer bliver nødlidende viser det sig ved at gæld bedre kan inddækkes ved at realiserer sikkerheder der i henhold til lovgivningen må antages at være bedre. Inden da bidrager det til gengæld til at forbedre forventningerne til den fremtidige egenkapitalforrentning i banken, og det smitter positivt af på K/I og aktionærværdien.

³⁰ Risikorapport 2010 for Lollands Bank, side 13.

³¹ Bekendtgørelse om kapitaldækning, bilag 3, pkt. 17.

4.3.7 I/O og aktionærernes afkastkrav

I 2010 var Lollands Banks gennemsnitlige egenkapitalforrentning før skat:

$$\text{Egenkapitalforrentning før skat} = \frac{I - O}{\text{Gns. EK}} = \frac{114.281 - 87.989}{268.982/2 + 286.528/2} = 9,47\%$$

Hvis man med udgangspunkt i egenkapitalen ultimo 2010 i stedet som før ønsker at opfylde et afkastkrav før skat til egenkapitalen på 10,67 pct., kan man regne ud hvor meget omkostningerne skal reduceres hvis indtjeningen er uændret:

$$\text{Egenkapitalforrentning før skat} = \frac{I - O}{\text{Ultimo EK}} = \frac{114.281 - 83.718}{286.528} = \frac{30.563}{286.528} = 10,67\%$$

Regnestykket viser at omkostningerne skal reduceres ca. 4,3 mio.kr. som er en omkostningsreduktion på 4,85 pct., og at I/O skal forbedres fra 1,30 kr. til 1,37 kr.

En anden mulighed er at øge indtjeningen. Hvis man holder omkostningerne, O, konstante, skal indtjeningen så hæves med de førnævnte 4,3 mio.kr.:

$$\text{Egenkapitalforrentning før skat} = \frac{I - O}{\text{Ultimo EK}} = \frac{118.552 - 87.989}{286.528} = \frac{30.563}{286.528} = 10,67\%$$

Til gengæld svarer det kun til en merindtjening på 3,74 pct. I/O er her 1,35 kr. hvilket er lavere end ved omkostningsreduktionen. Kravet til I/O bliver altså mindre desto større indtjeningen er.

For første halvår i 2011 er I/O for Lollands Bank kun 1,05 kr. Det skyldtes at den gennemsnitlige indtjening indtil videre har været markant dårligere end i 2010 med ca. 22,7 mio.kr. p.a. Nedenfor har jeg udregnet I/O for 2011 hvor de forskellige poster er omregnet til gennemsnitlige årlige beløb ved at gange dem med 2 for at kunne sammenligne med 2010:³²

$$\text{I/O for 1. halvår 2011} = \frac{98.176 - 6.772 + 208}{61.310 + 710 + 10.168 + 14.714} = 1,05 \text{ kr.}$$

Samtlige indtjeningsposter er forværret. Negative kursreguleringer har været særlig udslagsgivende. Selvom nedskrivningerne er markant lavere i 2011 og lige netop kompenserer for de marginalt højere udgifter til personale og administration og de markant højere driftsudgifter til indskydergarantifonden, har det dog ikke været tilstrækkeligt nok.

³² De halvårslige poster er hentet fra resultatopgørelsen i halvårsregnskabet 2011 for Lollands Bank.

4.4 Netto rente- og gebyrindtægter

Når man ønsker at forbedre egenkapitalforrentningen med fokus på indtjeningen fra bankens kerneforretninger, kan man forsøge at udvide forretningsomfanget og opnå mere indtjening, og man kan forsøge at opnå bedre netto rente- og gebyrindtægt på forretningsomfanget.

Når man forsøger at opnå forbedrede netto rente- og gebyrindtægter på bankens forretningsomfang, forsøger man som før nævnt at forbedre I/O ved at forbedre indtjeningen.

Ca. én fjerdel af netto rente- og gebyr indtægterne i Lollands Bank vedrører aktieudbytter og gebyrer som er indtægter der opstår fra gang til gang. En forbedring af disse indtægter opnås ved enten at øge aktivitetsniveauet på forretningsomfanget, eller ved simpelthen at hæve priserne.

Størstedelen af netto rente- og gebyrindtægterne vedrører til gengæld renter. Renteindtægterne er en løbende indtægt fra bankens udlån og tilgodehavender. Renteudgifterne er en løbende udgift på bankens gæld, herunder primært indlån. Rentemarginalen er forskellen mellem den gennemsnitlige udlånsrente og den gennemsnitlige indlånsrente.

Netto renteindtægterne forbedres ved at opnå den bedst mulige rentemarginal. Det kan ske enten ved at hæve udlånsrenten eller ved at sænke indlånsrenten. Man kan også forsøge at opnå lavere renteudgifter på bankens øvrige gæld.

4.4.1 Renteudgifter

Det er kun naturligt at der i den økonomiske recession hvor bankerne oplever stigende tab, bliver fokuseret mere på hvor godt bankerne er kapitaliseret. Den stigende kreditrisiko har bevirket at der er kommet et langt større spænd i priserne på penge- og kapitalmarkederne overfor pengeinstitutter der henholdsvis er gode eller dårligt kapitaliseret.

En fornuftig prissætning på gæld hænger sammen med den kreditrisiko der skal opnås en betaling for, og som jeg forventer i et eller andet omfang også dikterer indlånsrenterne som Lollands Bank selv stiller i konkurrence med de andre pengeinstitutter.

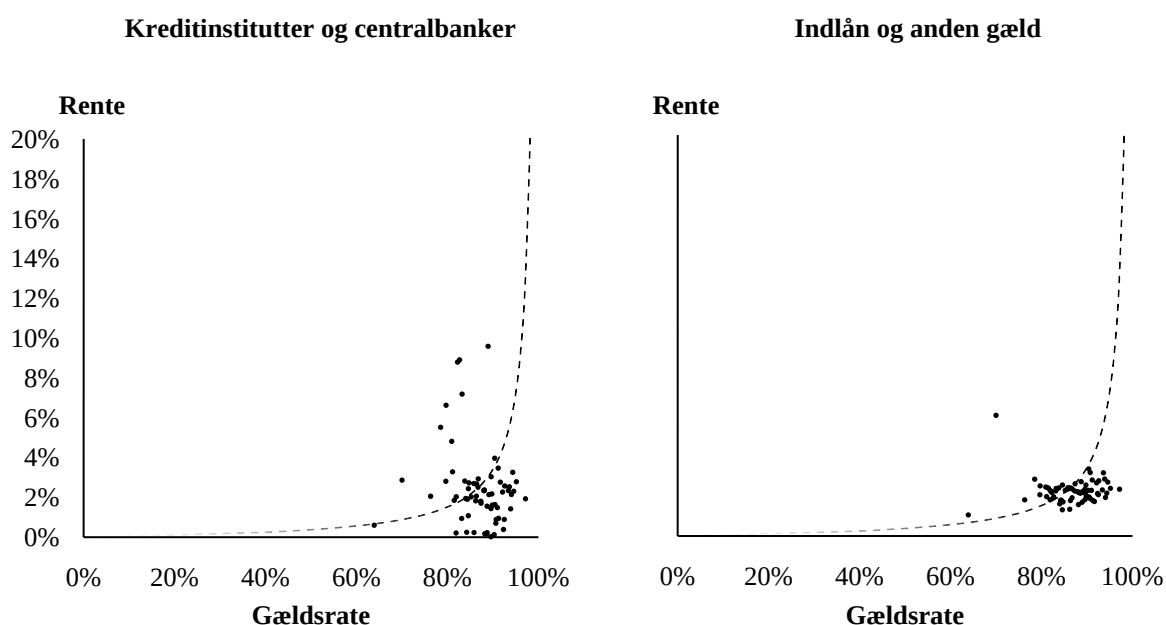
Kreditrisikoen handler dog ikke kun om bankens kapitalgrundlag. Den indeholder også andre elementer omkring bankens tilbagebetalingsevne så som bankens likviditet og rentabilitet. Her må man ind og forholde sig til selve driften.

4.4.1.1 Renteudgifter og soliditet

Hvis solvensen i Lollands Bank forværres, vil man umiddelbart alt andet lige forvente at gældsomkostningerne før eller siden bliver større fordi kreditrisikoen på banken også er blevet større.

Jeg har undersøgt de væsentligste gældposter for pengeinstitutterne i gruppe 3. Nedenfor har jeg vist den gennemsnitlig fremmedkapitalforrentning for gæld til kreditinstitutter og centralbanker og for indlån og anden gæld.³³ Figuren viser det er urealistisk at soliditeten alene bestemmer gældsomkostningerne.

Figur 4.5: Fremmedkapitalforrentning i 2009 for de fleste pengeinstitutter i gruppe 3



Jeg har med den stiplede linje illustreret hvordan forrentningen af fremmedkapitalen alt andet lige kan tænkes at udvikle sig for det enkelte pengeinstitut hvis gældsraten stiger og renteniveauet er uændret.

Scatterplottet viser at renteudgifterne for samme periode i de forskellige pengeinstitutter ikke fordeler sig efter et sådant mønster. Jeg har derfor ikke fundet nogen generel sammenhæng mellem renteudgifter og soliditet.³⁴

³³ Baseret på 66 offentliggjorte regnskabsnoter om renteudgifterne i resultatopgørelsen for 2009 for de pågældende balanceposter i 2008-2009. Stikprøven udgør hovedparten af de pengeinstitutter der tilhører gruppe 3 og som primo 2010 har haft en arbejdende kapital på over 250 mio.kr. og op til 10 mia.kr. Oversigten er udgivet på www.finanstilsynet.dk.

³⁴ Lignende undersøgelser på udstedte obligationer, kapitalindskud og garantkapital viser ligeledes hverken hver for sig eller samlet en entydig sammenhæng mellem gældsraten og forrentningen – heller ikke når jeg inddrager størrelsen på balancen som en ekstra faktor.

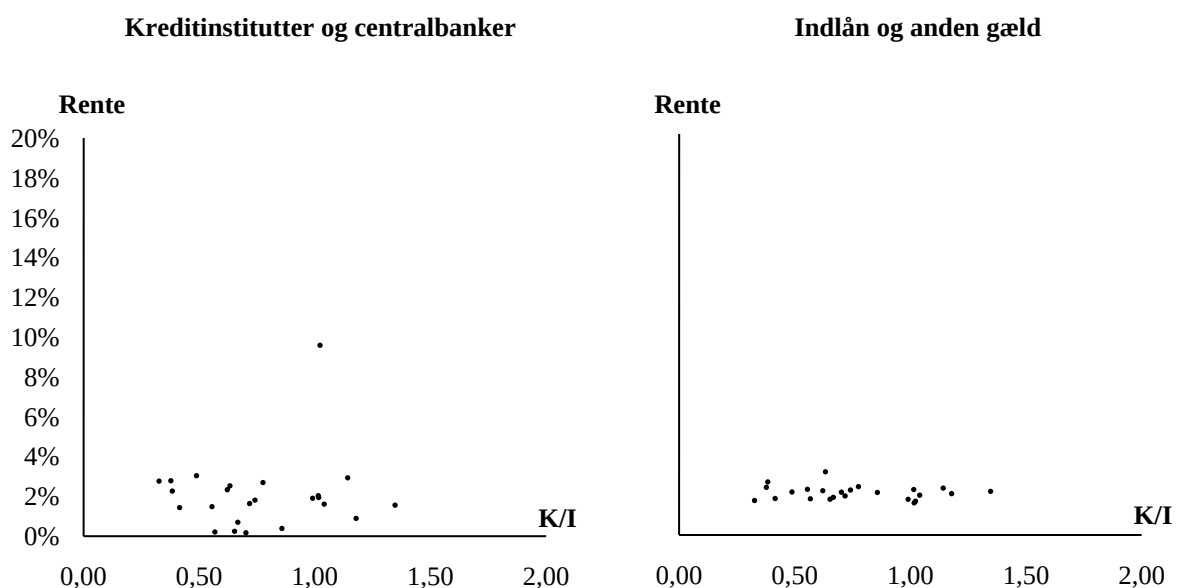
4.4.1.2 Renteudgifter og kreditrisiko

Selvom jeg ikke har påvist en sammenhæng mellem pengeinstitutternes renteudgifter og deres soliditet, betyder det ikke at der ikke er en sammenhæng mellem pengeinstitutternes kreditværdighed og deres gennemsnitlige fremmedkapitalforrentning. Det kan man forsøge at undersøge ved at lave en undersøgelse med udgangspunkt i pengeinstitutternes rating.

I stedet for at tage udgangspunkt i ratingen fra et ratingbureau, har jeg valgt at rangere dem af pengeinstitutterne fra den tidligere undersøgelse som er børsnoterede banker efter deres K/I. Det er fordi K/I er en måde at måle markedets forventninger til fremtiden. Det kan både være baseret på forventninger til økonomien generelt, branchen eller den enkelte bank. Undersøgelsen er derfor relativ, men da alle de undersøgte selskaber dog befinder sig i samme branche og er underlagt de samme generelle vilkår, er der ikke noget i vejen med det.

Har en bank en højere K/I i forhold til en anden bank, fortolker jeg det som om at dens kreditværdighed tilsvarende er højere fordi man ser positiv på fremtiden og omvendt. Som det fremgår af figur 4.6, er det dog alligevel ikke lykkedes at finde nogen klar sammenhæng.

Figur 4.6: Fremmedkapitalforrentning i 2009 for de fleste børsnoterede banker i gruppe 3



Når jeg tænker efter, er jeg egentlig ikke overrasket. Nationalbanken har ”standardsatser” som reguleres i nogle ryk. Prisen på indlån, som hovedsagligt er den største gældspost for bankerne i denne gruppe, fastsættes lidt på samme manér af bankerne selv under hensyn til konkurrencen i markedet. Disse prissætninger fungerer derfor ikke ligeså effektivt som resten af penge-, kapital- og aktiemarkedet.

4.4.1.3 Funding-struktur

Pengene som Lollands Bank udlåner til sine kunder er skaffet fra ét eller andet sted. Det kaldes funding. Sammensætningen af den funding er interessant da den kan fortælle noget om hvor følsom banken er overfor ændringer på de finansielle markeder. Disse ændringer kan fx være i renteniveauet, likviditeten osv.

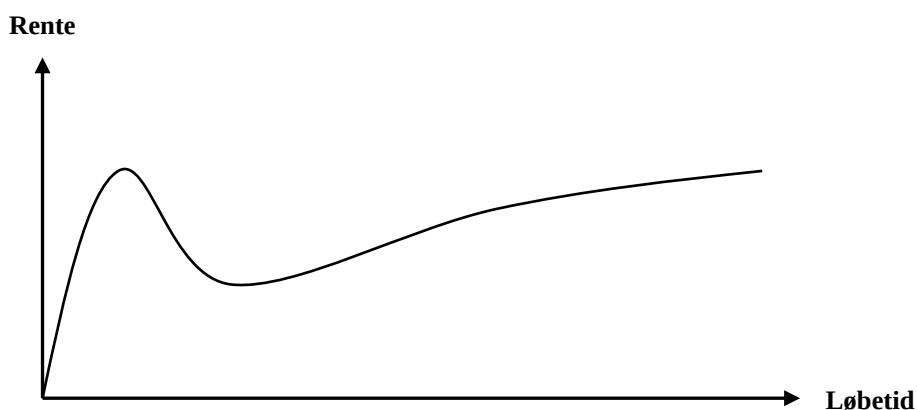
Hvis banken skal operere i markedet på rationel vis, kræver det at markedet har en vis stabilitet og gennemskuelighed. Ellers bliver det svært at tage hensyn til markedet. Finanstilsynet nævner i diskussionen om stabil funding:

”Den finansielle krise har vist, at indlånsunderskud og afhængighed af kortsigtet markedsfunding gør pengeinstitutter sårbare over for skift i tilliden på finansielle markeder.”³⁵

Har et pengeinstitut fundet sig kortsigtet er det nemlig til stadighed afhængig af det finansielle marked forbliver stabilt og effektivt på kort sigt. Det er fordi pengeinstituttet så at sige skal oftere ud og tage stilling til fundingen fremadrettet, og derfor er afhængig af den konkrete markedssituation.

De finansielle markeder har historisk set ikke været stabile hele tiden. Fra tid til andet har der fx været perioder hvor de korte renter har været ”unaturligt” højere end de lange renter. Det kaldes en invers rentestruktur og kan se ud som på figur 4.7. Jeg har hørt at nogle økonomer ligefrem mener de er uundgåelige og markerer et skift i konjunkturens udvikling. En invers rentestruktur er ikke kendetegnet ved at være en stabil situation, om end dens eksistens vel nok må tilskrives at markederne har prissat den kortsigtede likviditet effektivt ud fra risiko.

Figur 4.7: Eksempel på en invers rentestruktur



³⁵ <http://www.ftnet.dk/da/Temaer/Strategi-2011/~media/Nyhedscenter/2010/Tilsynsdiamanten.ashx> (side 4).

Renten er prisen på penge. Prisen på penge og afkastkravet til kapital er mere eller mindre samme sag. Renten er sammensat af mange forskellige forhold for ud- eller indlånet som fx løbetid, risiko, valuta, konkurrence, udbud, efterspørgsel osv. Renteniveauet påvirker strukturen i bankens netto renteindtægter, men renteniveauet indvirker omvendt også på bankens kursreguleringer. Stiger renten, vil der fx være en tendens til at kurserne på obligationsbeholdningen falder. Et stigende renteniveau indikerer også en stigende risiko og et stigende afkastkrav i markedet. Kursen på de enkelte aktier i bankens beholdning udvikler sig derfor også alt afhængig af hvordan aktieselskaberne kan håndtere denne situation.

Af nedenstående figur fremgår det at Lollands Bank i ultimo 2010 ikke var ramt af de kortsigtede problematikker der opstår ved at have indlånsunderskud. Banken havde indlånsoverskud på 136 mio.kr. og havde ikke brug for at funde sine udlån på andre måder end fra indlån.³⁶

Figur 4.8: Balancen i Lollands Bank ultimo 2010 skitseret med fokus på funding-struktur

Kunder	Udlån	Indlån	Gab
På anfordring	94.703	1.107.996	-1.013.293
Til og med 3 måneder	356.721	28.519	+328.202
Over 3 måneder og til og med et år	222.375	23.434	+198.941
Over et år og til og med 5 år	335.619	46.382	+289.237
Over 5 år	160.679	99.653	+61.026
I alt	1.170.097	1.305.984	-135.887
Kreditinstitutter og centralbanker			
	Tilgode	Gæld	Gab
På anfordring	22.711	107.236	-84.525
Til og med 3 måneder	10.752	0	+10.752
I alt	33.463	107.236	-73.773
Kassebeholdning	202.247		
Værdipapirer/Egenkapital	288.806	286.528	
Andre poster	35.001	11.672	
Balance	1.729.614	1.729.614	

³⁶ I 1. kvartalsrapport 2011 fremgår det at balancen var blevet mindre blandt andet fordi der var hævet et enkeltstående tidsindskud på 75 mio.kr. Udlånet var dog også faldet i perioden, og derfor voksede indlånsoverskuddet til 149 mio.kr. Medio 2011 var indlånsoverskuddet vokset yderligere til 154 mio.kr. - overordentligt positivt.

4.4.1.4 Kreditrisiko og funding

Figur 4.8 viser at mens Lollands Banks indlån, som er langt den vigtigste funding-kilde, primært er på anfordring, og derfor er helt kortsigtet, så er bankens udlån mere jævnt fordelt over forskellige løbetider. Indlån som kortsigtet funding gør Lollands Bank sårbar overfor opstående mistillid til banken. En øget mistillid kan sidestilles med at bankens kreditværdighed nedsættes, og i sådan en situation er der fare for at indlånskunderne hæver deres penge for at få dem placeret andre steder. Funding i penge- og kapitalmarkederne med kort løbetid tilbage vil også blive ramt i og med den hurtigt forfalder til refinansiering hvorfor vilkårene så at sige bliver tages op til revurdering. En langsigtet funding fra kapitalmarkederne ville derimod ikke være blevet ramt så hårdt i første omgang.

Når mistilliden til banken stiger, danner det et opadgående pres på bankens renteudgifter. Indlånskunderne skal have en højere indlånsrente for at forblive fastholdt. Alternative funding-kilder på penge- og kapitalmarkederne kræver ligeledes en højere rente som kompensation for den øgede risiko.

I starten af Finanskrisen opstod der en generel mistillid i hele sektoren. Det betød at likviditeten på pengemarkedet forsvandt og priserne på kapitalmarkederne eksploderede. Bankerne havde derfor ikke nogen reel mulighed for at finde alternativ funding. Regeringen i Danmark valgte derfor at gribe ind ved at lave Bankpakke I. Hermed blev alle indlån uanset størrelse statsgaranterede så indskyderne trygt kunne lade deres indlån blive stående i bankerne. Det betød at bankerne blev mindre sårbare overfor situationen og fik mere tid til at sikre deres funding fremadrettet. Omkring samme tid begyndte Nationalbanken også midlertidigt at tilbyde lån til pengeinstitutterne mod alternative sikkerhedsstillelser.³⁷

Bankpakke I udløb 30. september 2010. Almindelige indskud er nu kun dækket op til 100.000 EUR. Derfor er der en tendens til at kunder med særligt store indlån søger over mod større pengeinstitutter ud fra en ”to big to fail”-betragtning eller alternativt placerer deres penge i fx kortsigtede stats- eller realkreditobligationer for på den måde helt at undgå at blive ramt af indskydergarantiloftet. Det rammer særligt de små pengeinstitutters funding-situation, og fordi penge- og kapitalmarkederne stadig er svært tilgængelige på trods af Bankpakkerne II, III og IV, har Nationalbanken valgt at opretholde dens midlertidige udlånsmuligheder og ligefrem udvide med muligheden for at pengeinstitutter kan belåne udlån af god bonitet.³⁸

³⁷ Mulighederne fremgår af oversigt over de midlertidige lånetiltag i Nationalbanken inde på Nationalbankens hjemmeside.

³⁸ Presmeddelelse 16. august 2011, Ref.: 2011-29. Nationalbanken udvider belåningsgrundlaget.

4.4.1.5 Rentefølsomhed og funding

Det er sund fornuft at jo længere tid en kreditfacilitet prissættes over, desto højere bliver udlånsrenten alt andet lige i et marked med en normal rentestruktur. Førhen var der en større sammenhæng mellem løbetid/varighed og renterisiko på bankernes udlån. Det var ikke unormalt for 15-20 år tilbage at et almindeligt banklån ofte blev ydet til en på forhånd fastsat rente. Der var så tilsvarende en kursrisiko ved at førtidsindfri lånet, og derfor var værdien, uanset hvordan man vendte og drejede det, følsom overfor ændringer i renteniveauet.

I dag ydes langt de fleste bankudlån til detailkunder dog til en variabel rente, en såkaldt p.t. sats, som pengeinstituttet forbeholder sig ret til selv at kunne ændre fra tid til anden afhængig af renteutviklingen og konkurrencen på markedet.

Almindelige indlån på anfordring er ligeledes til en mere eller mindre variabel sats. Øvrige almindelige indlån som fx aftalekonti, højrentekonti osv., er derimod bundet til en fast aftalt rentesats. Ved et relativt højere renteniveau betyder det alt andet lige at banken får en fordel, mens det omvendt er tilfældet ved at faldende renteniveau.

Hvis man kender satser, perioder og følsomhed i forrentningen af bankens aktiver og passiver, kan man lave en analyse af hvad ændringer i renteniveauet betyder for bankens egenkapital. Ændringerne vil afsættes i resultatopgørelsen enten som ændringer i netto renteudgifterne eller som kursreguleringer af i bankens aktiver og passiver.

Det kræver dog et internt kendskab til regnskabet hvis man vil lave en sådan analyse af bankens rentefølsomhed. Det eksterne regnskab stiller godt nok op med forskellige løbetider på indlån og udlån, men det fortæller ikke noget om sammenhæng mellem det oprindelige låneformål, løbetiden og pris.

Varigheden på indlån og udlån som er oplyst i det eksterne regnskab informerer derfor mere om det kreditmæssige med hensyn til likviditeten og funding-situationen, og ikke så meget om det prismæssige med hensyn til indtjeningen og rentabiliteten.

Det betyder dog ikke at vi ikke kan finde ud af noget om renterisikoen i Lollands Bank. Revision skal nemlig selv oplyse hvad denne renterisiko er. I halvårsregnskabet 2011 er Lollands Banks renterisiko opgjort til 1,4 pct. Det vil sige at en stigning i renteniveauet på 1 pct. alt andet lige forventes at ville bidrage til en stigning i årsresultatet og dermed egenkapitalen på 1,4 pct. af egenkapitalen tilsvarende knap 4,0 mio.kr.

Omfortolket til et såkaldt Duration Gap svarer det til at banken har et negativt Duration Gap, dvs. den gennemsnitlige varighed pr. passivkrone er større end den gennemsnitlige varighed pr. aktivkrone. Når renten stiger vil værdien af passiverne derfor falde mere end aktiverne, og tilsvarende vil forrentningen af passiverne stige mindre end afkastet fra aktiverne. Det får bankens resultat og egenkapital til at stige.

For Lollands Banks vedkommende er der dog kun tale om en marginal renterisiko på linje med en passiv strategi. Ved aktive strategier har et pengeinstitut en væsentlig større renterisiko, men hvor man så i pengeinstituttet vender renterisikoen sådan som man så forventer at markedet vil udvikle sig. Den lave renterisiko i Lollands Bank tror jeg dog også skyldtes et mindre behov for styring af renterisikoen fordi funding-omkostningerne kan væltes over på en stor del af udlånskunderne.

4.4.1.6 Funding-omkostninger i 2011

Lollands Banks funding-omkostninger lå i 2010 på 1,03 pct. Jeg gætter at de for 2011 kan komme til at stige marginalt til ca. 1,25 pct. Det er bare et pessimistisk gæt, og det gør jeg ud fra at vi netop har oplevet et rekordlavt renteniveau, og at renterne har belæg for at skulle op igen (spørgsmålet er bare hvor hurtigt det kommer til at ske). Der tegner sig nemlig et billede af at risikoen er steget rundt omkring i verden. Her kan fx nævnes de spændende gældskriser i Europa og USA. Det betyder at afkastkravet på kapital og prisen på penge stiger. Den øgede mistillid fastlåser likviditetsmarkederne, og det bliver derfor mere sandsynligt at der kommer en øget konkurrence om indlånskunderne i fremtiden.

Danmarks Nationalbank har også i 2. kvartal 2011 været ude og forhøje de toneangivende renter, og i juli måned har de fleste pengeinstitutter, herunder Lollands Bank, hævet deres satser på udlån og indlån. Rentemarginalen skønner jeg er blevet udvidet med ca. 0,25-050 pct. i og med indlån ikke har fået samme stigning som udlån.³⁹ Det er kun normalt fordi rentemarginalen har været under pres på grund af det lave renteniveau. Den seneste mindre nedsættelse af renten på indskudsbeviser har ikke rokket meget ved dette.

Samtidig oplever jeg også at medierne endnu ikke har flyttet deres fokus på pengeinstitutterne med hensyn til deres kreditværdighed og finansiering. Udviklingen i pengeinstitutternes nedskrivninger iagttages nærgående, og ingen ved sig sikre på om den negative udvikling er vendt. Det indikerer at andre også ser en fremtid med stigende renteudgifter.

³⁹ Nationalbankens ændringer kan findes inde på <http://www.nationalbanken.dk>

4.4.2 Vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger

Det der gør et bankregnskab specielt i forhold til et regnskab for en klassisk produktionsvirksomhed er at man forholder sig forskelligt til omkostningerne på fremmedkapitalen. I og med en bank er næringsdrivende indenfor fordringer, figurerer renteudgifter højt oppe i resultatopgørelsen under den primære drift. Renteudgifterne er her at sidestille med vareforbruget i en produktionsvirksomhed. I produktionsvirksomheden holdes de finansielle omkostninger adskilt fra den primære drift i resultatopgørelsen ved at have dem stående efter dækningsbidraget og kapacitetsomkostningerne.

I bund og grund gælder det dog om det samme i begge typer virksomheder. Afkastet fra balancens aktiver skal overstige omkostningerne på balancens passiver, kapitalomkostningerne, for at der skabes et positivt resultat.

I et normalt regnskab sidestilles kapitalomkostningerne med renteudgifterne på fremmedkapitalen. I så fald har man ikke forholdt sig til at egenkapitalen også har en pris. Hvis man medregner omkostningerne til egenkapitalen, får man de samlede kapitalomkostningerne der skal inddækkes. Dette bliver interessant fordi det fortæller noget om hvorvidt banken kører med et driftsøkonomisk overskud eller underskud. Det er igen interessant at vide fordi det fortæller noget om hvorvidt driften opfylder aktionærene afkastkrav og isoleret set skaber positiv aktionærværdi.

Kapitalomkostninger kan findes ved at beregne nøgletallet WACC, som står for Weighted Average Cost of Capital. Hertil vil jeg benytte følgende formel:⁴⁰

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

Formlen fungerer ved at den beregner et vægtet gennemsnit mellem prisen på fremmedkapitalen, k_d , og prisen på egenkapital, k_e . Da renteudgifterne til fremmedkapitalen løbende fradrages ved opgørelse af den skattepligtige indkomst, skal der også korrigeres for denne fradragsværdi ved hjælp af den aktuelle skattesats, T .⁴¹ Prisen på egenkapital sættes traditionelt til at være lig med aktionærene afkastkrav, COE. Fremmedkapitalforrentningen efter skat og aktionærernes afkastkrav vægtes herefter med henholdsvis gældens andel af den samlede kapital, L , og egenkapitalens resterende andel af den samlede kapital.

⁴⁰ Benton E. Gup og James W. Kolari: Commercial Banking. The Management of Risk. 3. edition, side 268.

⁴¹ Jf. Statsskatteloven § 6, litra a og e, om fradragsret og Ligningsloven § 5, stk. 4-5, om fordeling af renteudgifterne over en periode.

4.4.2.1 Kapitalomkostninger i 2011

Jeg vil nu demonstrere hvordan man kan beregne WACC for Lollands Bank for 2011. Til det mangler jeg at opstille nogle forudsætninger om hvad den gennemsnitlige gældsrate bliver.

Ultimo 2010 var balancen på 1.730 mio.kr. Medio 2011 er balancen skrumpet til 1.661 mio.kr. Der er dog gjort en række tiltag til at fastholde og forbedre forretningsomfanget. Jeg regner i det følgende med en gennemsnitlig balance på 1.700 mio.kr.

Ultimo 2010 var egenkapitalen på 287 mio.kr. Medio 2011 var egenkapitalen 285 mio.kr. efter udbetalt udbytte. Ledelsen fastholder i kvartalsrapporten forventningerne om et forbedret resultat før nedskrivninger og kursreguleringer i forhold til 2010. Nedskrivningerne er indtil videre lavere end forrige år, men kursreguleringer er til gengæld 14 mio.kr. ringere. Hvis jeg i bedste fald forventer et årsresultat for 2011 på cirka det halve af årsresultatet i 2010, som var 20 mio.kr., kan jeg regne med en gennemsnitlig egenkapital på 290 mio.kr.

Jeg kan nu beregne L som den gennemsnitlige gældsrate:

$$L = 1 - \frac{290}{1.700} = 82,94\%$$

Herefter kan jeg beregne WACC ved at indsætte de forskellige værdier. Den gennemsnitlige fremmedkapitalforrentning k_d sætter jeg til 1,25 pct. ud fra mine forventninger i punkt 4.4.1.6. Skatten, T, sætter jeg til selskabsskattesatsen i Danmark på 25 pct. Prisen på egenkapital k_e sætter jeg tilsvarende aktionærernes afkastkrav på 8,00 pct. Det giver en WACC for 2011 på 2,14 pct.:

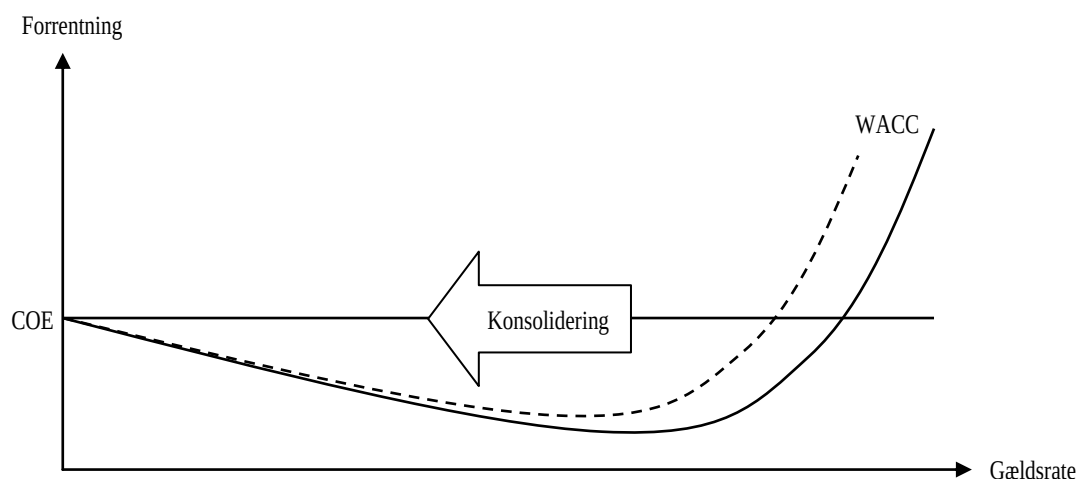
$$WACC = 1,25\% \cdot (1 - 25\%) \cdot 82,94\% + 8,00\% \cdot (1 - 82,94\%) = 2,14\%$$

WACC ligger normalt over bankens gennemsnitlige fremmedkapitalforrentning. Det hænger naturligt sammen med at den også indeholder en andel af den dyrere egenkapital. Egenkapital er normalt altid dyrere end fremmedkapital. Det er fordi egenkapitalen er mere risikabel end fremmedkapitalen i og med den er efterindstillet fremmedkapitalen.

På figur 4.9 har jeg prøvet at skitsere hvordan WACC og bankens soliditet forholder sig til hinanden. Det vil jeg gerne vise fordi soliditet netop er et vigtigt element i formlen til beregning af nøgletallet.⁴²

⁴² Figuren er ikke målfastsat.

Figur 4.9: WACC som en funktion af gældsrate



I figuren har jeg holdt omkostningerne til egenkapitalen, COE, konstant som en vandret graf. Er en virksomhed gældfri, er WACC lig med COE (det kan aldrig være tilfældet for en bank med indlån).

WACC falder jo større andel af billigere fremmedkapital der er på balancen. Bliver soliditeten dog for dårlig, stiger WACC fordi omkostningerne til fremmedkapitalen stiger. Det sker på grund af at långiverne tager sig øget betaling for den stigende kreditrisiko.

Alt andet lige gælder det om at WACC er så lav som muligt. Den teoretisk mest optimale WACC finder man ved den soliditet der ligger ud for bunden af grafen for WACC. Stiger risikoen i branchen generelt, bliver fremmedkapitalen dyrere. Det betyder at WACC stiger, og bunden rykker mod venstre. Det har jeg prøvet at illustrere ved den stiplede graf.

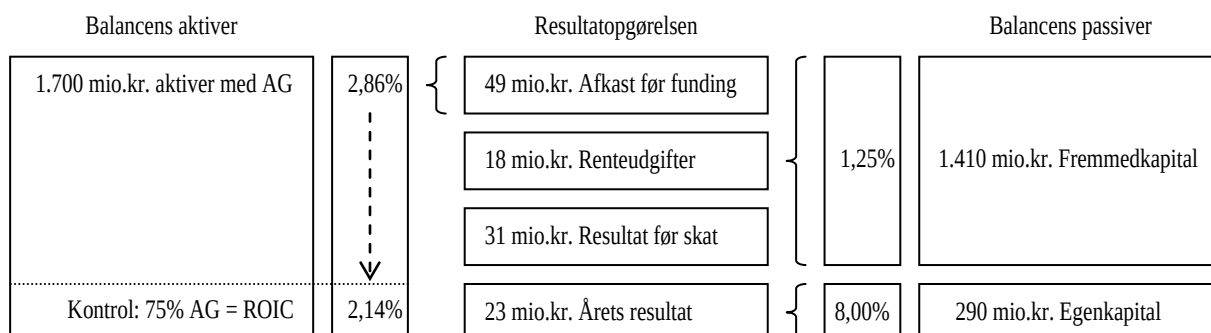
Figuren viser meget klart, at en optimering af WACC omfatter at ledelsen aktivt går ind og påvirker soliditeten i den retning man ønsker.

4.4.2.2 WACC og driftsøkonomisk merværdi

I resultatopgørelse bliver nettoafkastet fra balancens aktiver fratrasket omkostningerne til balancens gæld hvorefter det gerne skal resultere i et positivt årsresultat. I resultatopgørelsen fratrækkes dog ikke omkostninger til egenkapitalen. Ved at medregne aktionærernes krav til egenkapitalforrentningen i kapitalomkostningerne, kræver det et årsresultat der svarer til en egenkapitalforrentning som er større end aktionærernes krav hvis det vel og mærket skal resultere i en driftsøkonomisk merværdi, også kaldet Economic Value Added, EVA.

I figur 4.10 har jeg prøvet at illustrere denne sammenhæng ved at regne baglæns i en resultatopgørelse hvor det kun er renteindtægterne der figurerer oppe under den primære drift som omsætning, mens renteudgifterne er trukket ned som finansielle omkostninger efter kapacitetsomkostningerne.

Figur 4.10: Afkastkravet og gældsomkostningerne bestemmer den nødvendige afkastningsgrad



Som udgangspunkt skal banken realisere et årsresultat på ca. 23 mio.kr. der minimum svarer til aktionærernes afkastkrav på 8 pct. for at banken genererer driftsøkonomisk merværdi og positiv aktionærværdi. Før skat svarer det til ca. 31 mio.kr., og sammenlægges det med de forventede renteudgifter på fremmedkapitalen, fås ca. 49 mio.kr. som er det resultat der skal opnås fra aktiverne efter kapacitetsomkostningerne er betalt. Det svarer til at aktivernes afkastningsgrad før skat skal være på minimum 2,86 pct. og efter skat på minimum 2,14 pct., og det er netop denne sammenligning med aktivernes afkast der gør WACC interessant.

Når Lollands Bank kun opnår en egenkapitalforrentning på 7,04 pct. i 2010, og aktionærernes afkastkrav er 8,00 pct., så kan man hurtigt konkludere at banken i 2010 fik et driftsøkonomisk værditab. Nedenfor har jeg beregnet nøgletallet EVA for at vise dette:

$$EVA = (ROE - COE) \cdot EK = (7,04\% - 8,00\%) \cdot 277.755 \text{ t. kr.} = -2.675 \text{ t. kr.}$$

Det fortæller dog ikke noget om hvor det er man kan forsøge at gøre noget for at forbedre dette resultat. Når man forholder sig til WACC, så kan man til gengæld anlægge overordnet to betragtninger med udgangspunkt i aktiviteten og kapitalomkostningerne for 2010. Enten skulle man have opnået en billigere finansiering så man før skat havde sparet 2.675 t.kr., eller man skulle have fået aktivernes til at generere et afkast der var 2.675 t.kr. højere ved enten at have taget en højere pris eller ved at have udnyttet kapaciteten bedre.

Alle disse tiltag medvirker til at forbedre indtjeningen pr. omkostningskrone. Men med WACC forholder man sig nu også nærmere til strukturen i netto renteindtægterne.

4.4.2.3 Aktivernes afkastningsgrad og aktionærernes afkastkrav

Hvis vi forudsætter at både kapacitets- og kapitalomkostningerne ikke kan reduceres mere, er der kun tilbage at få flere indtægter hvis årsresultatet og egenkapitalforrentningen skal forbedres. Det kan ske ved at hæve priserne og ved at øge forretningsomfanget.

Jeg vil nu fx finde ud af hvad den passende gennemsnitlige udlånsrente skal være. Som udgangspunkt vil man ikke have udlån på balancen som bidrager med et driftsøkonomisk værditab. Jeg viste i figur 4.10 at kravet i 2011 til det gennemsnitlige afkast fra et aktiv efter kapacitetsomkostninger og før kapitalomkostninger er 2,86 pct. Hvis vi fratrækker funding-omkostninger på 1,25 pct., får jeg et nødvendigt overskud fra udlånet på 1,61 pct.:

$$\text{Udlånets ønskede AG} - \text{Funding-omkostning} = \text{Udlånets overskud}$$

$$2,86\% - 1,25\% = 1,61\%$$

Overskuddet svarer forholdsmæssigt til indtjeningen pr. omkostningskrone minus én omkostningskrone. Jf. bankens rapporter er I/O faldet drastisk i starten af 2011 fra 1,30 kr. til 1,05 kr. Hvis jeg forudsætter at I/O for 2011 kan øges til 1,10 kr., betyder det at man får et overskud på 0,10 kr. hver gang man afholder én omkostningskrone. Regnes baglæns, finder man den nødvendige netto renteindtægt fra udlånet før kapacitetsomkostninger til 17,67 pct.:

$$\frac{\text{Udlånets overskud}}{\text{I/O} - 1} \cdot \text{I/O} = \text{Udlånets netto renteindtægt}$$

$$\frac{1,61\%}{0,10} \cdot 1,10 = 17,67\%$$

Tilbage er der nu bare at tillægge udlånet en funding-omkostning på 1,25 pct. hvilket giver en nødvendig gennemsnitlig udlånsrente på 18,92 pct.:

$$\text{Udlånets netto renteindtægt} + \text{Funding-omkostninger} = \text{Nødvendig udlånsrente}$$

$$17,67\% + 1,25\% = 18,92\%$$

Der er ingen tvivl om at en udvidelse af rentemarginalen vil være til gavn for banken, men som man kan se, er det helt urealistisk at forsøge at opfylde aktionærernes afkastkrav ud fra de opstillede forudsætninger alene ved at hæve den gennemsnitlige udlånsrente, som i 2010 var på 7,42 pct., til 18,92 pct. Regnestykket rammes af den lave I/O, og hvis omkostningerne ikke kan reduceres mere, bliver man nødt til i stedet at udvide det rentable forretningsomfang.

4.4.3 Pris, kvalitet og samspil ved differentieringsstrategi

For at generere mere indtjening kan man som allerede nævnt hæve priserne på bankens produkter og udvide forretningsomfanget. De to tiltag har dog en tendens til at modarbejde hinanden set i lyset af kundernes prisfølsomhed. Højere priser vil isoleret set ikke tiltrække flere kunder. Tværtimod bevirker relativt højere priser i forhold til konkurrenterne at det alt andet lige bliver svære at fastholde kunderne.

For at kompensere for dette bliver banken nød til at synliggøre overfor kunderne at de får en bedre kvalitet og service end hos konkurrenterne. Det berettiger banken til at tage den ekstra pris som den tager for sine produkter og ydelser. Ellers vil kunderne naturligt søge over til konkurrenterne. Kundetilfredsheden bliver derfor altafgørende. Dette er blandt andet hvad en differentieringsstrategi tager udgangspunkt i.

På bankens hjemmeside står der fx følgende:

*"I Lollands Bank sætter vi en ære i at rådgive og betjene vore kunder hurtigt, fagligt korrekt og professionelt. Vi er mere end 60 medarbejdere, der vil "stå på hovedet" for at leve op til bl.a. dette mål, således at kundernes forretninger udføres til gensidig tilfredshed. Vi bestræber os på løbende at være "på forkant" med den finansielle udvikling, sådan at vor rådgivning netop er ajourført, og vi har et andet mål, der tilsiger os, at deltage aktivt i udviklingen af vort geografiske markedsområde."*⁴³

Det som står på hjemmesiden, forpligter banken. En sådan formuleret differentieringsstrategi handler ikke bare om at blive det foretrukne valg hos sin målgruppe. Det bliver i det daglige arbejde at banken og medarbejderne for alvor skal bevise overfor kunderne at kunderne har valgt den rigtige bank ved at vælge Lollands Bank. Kundernes skal med andre ord både tiltrækkes, men også fastholdes.

Det er vigtigt at kapaciteten udnyttes på bedste vis. Det er som regel billigere at udvikle forretningsomfanget med de eksisterende kunder frem for først at skulle etablere nye kundeforhold. Det er heller ikke godt hvis banken får så mange nye kunder at kapaciteten bliver overbelastet. Det kommer til at gå ud over kvaliteten, og det giver en dårligere kundeoplevelse både for de nye kunder men også for de eksisterende kunder, og utilfredse kunder opfører sig mere prisfølsomme. Derfor er det vigtigt at kunderne har en opfattelse af at tingene spiller sammen.

⁴³ <http://www.lollandsbank.dk/banken?OpenDocument> - Lollands Banks hjemmeside om banken.

Ved kontinuerligt at fokusere på at forbedre betingelserne for samspillet mellem bankens medarbejdere, mener jeg, der skabes et miljø som i højere grad medvirker til at medarbejderne leverer de gode kundeoplevelser der skal til for at kunderne bliver loyale og mindre prisfølsomme overfor Lollands Bank.

Samspillet skal fx udvikles professionelt og teknologisk. Med det mener jeg for det første at der skal sikres ressourcer til at medarbejderne får sparring med hinanden og udvikler deres kompetencer i det daglige arbejde så det professionelle samspil forbedres. For det andet at der også skal være fokus på systemerne og datadisciplinen i forbindelse med at medarbejderne registrerer og deler vigtige informationer om kunderne og kontakterne så samspillet med teknologien forfines.

Begge aspekter bidrager til at kunderne får en hurtig og korrekt betjening, og selvom en kundes primære kontakt i banken ikke lige skulle være tilgængelig, bør kollegaerne have de bedste muligheder for at udvise fleksibilitet og tilkendegive et engagement overfor denne kundes henvendelser. Veludviklede samspil, hvor medarbejderne kender hinandens kompetencer og igangværende sager, bidrager også til at arbejdsopgaverne prioriteres, fordeles og koordineres på en mere hensigtsmæssig måde.

Samspillet i rådgivernes bagland er et vigtigt grundlag hvis der skal etableres gode kunderelationer. Samspil understøtter så at sige en god Customer Relationship Management, også kaldet CRM. Har kunden haft en dårlig oplevelse sidste gang han var i kontakt med banken, uanset hvem, er det ofte det første kunden nævner for rådgiveren, og så er stemningen sat. Småting kan hurtigt forhindre en gensidig udvikling af forretningssamarbejdet.

En vellykket CRM bidrager til at bankens fokuserede differentieringsstrategi bliver en succes. Det skal være en CRM der har fokus på at differentiere sig fra sine konkurrenter ved at positionerer sig som den lokale bank der leverer kvalitetsmærket rådgivning og er god til at pleje sine kunderelationer ved at være koordineret og opsøgende.

Når det rent faktisk resulterer i en forbedret kundetilfredshed, så bliver det helt legitimt at banken kræver den merpris for sin ydelser der helt naturligt er nødvendig. Samtidig betyder den forbedrede kundetilfredshed at medarbejderne får en god selvfølelse og er stolte over det de tilbyder. Så forbliver de også mere loyale, og banken beholder deres kompetencer. Det betyder igen at den sparer udviklingsomkostninger til nye medarbejdere og derved undgår en negativ indvirkning på I/O.

4.5 Udvidelse af forretningsomfanget

Der er forskellige måder man kan søge at udvide bankens forretningsomfang. Man kan prøve at øge aktivitetsniveauet på de eksisterende kunder, man kan prøve at tiltrække flere kunder i markedsområdet, eller man kan prøve at tiltrække flere kunder udenfor nuværende markedsområde ved simpelthen at udvide bankens markedsområde.

4.5.1 Imagekampagne

Ledelsen i Lollands Bank har valgt at opstarte en imagekampagne som sigter på at udvide bankens forretningsomfang i det nuværende markedsområde.

”Banken har i 2011 igangsat en større imagekampagne med det formål at øge bankens forretningsomfang. Helt konkret budgetterer banken med tilgang af 1.000 gode nye kunder og en ind- og udlånsstigning på hver 100 mio. kr. Aktiviteten forventes ikke at få indflydelse på det budgetterede årsresultat.”⁴⁴

Rentemarginalen for Lollands Bank i 2010 var på 6,38 pct. Forudsat den ikke bliver mindre i 2011 og frem, vil det give en netto renteindtægt fra ind- og udlånsstigningen på minimum 6,38 mio.kr. p.a. Med en I/O på 1,10 kr. giver det et resultat før skat på 580 t.kr. p.a. og et resultat efter skat på 435 t.kr. p.a. Hertil kommer så alle gebyrer på det øvrige forretningsomfang i form af depoter, som jeg dog vil holde udenfor betragtningen.

Hvis man forudsætter at bruge 250 t.kr. af egenkapitalen til markedsføringsomkostninger på en sådan kampagne fra fx kassebeholdningen, skal man det første år før skat tjene ca. 277 t.kr. på ind- og udlånsvæksten for at investeringen er lønsom. Det beløb svarer til de brugte markedsføringsomkostninger plus aktionærernes afkastkrav før skat på 10,67 pct. Nedenfor har jeg lavet et overslag der viser at det kunne svare til knap 80 pct. i målopfyldelse.

Figur 4.11: Budgetteret overslag over resultatet fra investeringen under de nævnte forudsætninger

2011	Målsætning	Overskud
1. kvartal	20 pct.	29 t.kr. kv.
2. kvartal	40 pct.	58 t.kr. kv.
3. kvartal	60 pct.	87 t.kr. kv.
4. kvartal	80 pct.	116 t.kr. kv.
I alt	50 pct.	290 t.kr. p.a.

⁴⁴ Fra Lollands Banks 1. kvartalsrapport 2011.

4.5.1.1 Corporate Branding

Når banken opstarter en imagekampagne, er det dog ikke alting ved en sådan investering der lige let kan gøres op i kroner og øre. Et oprigtigt arbejde med bankens image består ikke kun i en reklamekampagne. Det er også et spørgsmål om at arbejde videre med bankens identitet intern i organisationens kultur og i relation til bankens interesser. Det griber om sig og kan omfatte alt muligt lige fra kurser til medarbejderudvikling, en videreudvikling af bankens vision osv.

Samlet kaldes alle disse aktiviteter for Corporate Branding. Som begreb er Corporate Branding umiddelbart noget man forbinder med meget store virksomheder der er ledende indenfor deres felt. Det kan hænge sammen med at de virksomheder man kommer i tanke om netop er dem der har haft succes med at udvikle et godt brand.

Corporate Branding handler om at brande banken og skabe en identitet ud fra nogle værdier som tiltaler og tiltrækker interessenterne. Det drejer sig ikke kun om bankens kunder, men også om medarbejdere, aktionærer, leverandører osv. Corporate Branding handler med andre ord om måden hvorpå banken differentieres i det offentlige rum.

Dette er også et relevant emne for en lille lokal bank som Lollands Bank der opererer på et tilsvarende lille lokalt markedsområde. For at kunne kalde Lollands Bank et stærkt brand, er det ikke nødvendigt at være meget kendt nationalt eller internationalt. Det er tilstrækkeligt at være meget kendt i sit eget markedsområde som er på Lolland og omegn.

4.5.1.2 Værdibaseret ledelse og Corporate Social Responsibility

I starten var værdibaseret ledelse også kun noget de store virksomheder beskæftigede sig med. I dag er det blevet mere udbredt og anvendes også af små og mellemstore virksomheder. (Jeg har fået oplyst af en medarbejder at Lollands Bank p.t. arbejder med følgende fem kerneværdier: Fleksibel, hurtig, professionel, loyal og lokal). Det samme gælder Corporate Social Responsibility, CSR, som så småt er begyndt at aktualisere sig for små og mellemstore virksomheder. I banksektoren kan man vel nærmest sige at finanskrisen er med til at trække det ned over hovedet på ledelserne rundt omkring.

Hvor værdibaseret ledelse blandt andet går ud på at definere virksomhedens værdigrundlag, så tager CSR udgangspunkt i at efterleve det omkringliggende samfunds værdier. Værdibaseret ledelse og CSR bør derfor gå hånd i hånd.

Corporate Branding er i den forbindelse et arbejde med bankens image ved at skabe en sammenhæng mellem organisationens værdier og den kultur der er både i og uden for organisationen. At lede ud fra værdier er derfor ikke bare at finde nogle kerneværdier for driftens etiske berettigelse som så skal gennemsyre alt i organisationen. Når værdier skal ligges til grund for ledelsens beslutninger, vil det være for snæversynet i ledelsens beslutningsgrundlag ikke også at inddrage værdier fra omgivelserne bare fordi ledelsen ikke selv har defineret disse.

Værdierne skal dog udnyttes. Banken skal udvise et forretningsdrevet engagement og samfundsansvar der samtidig kan hjælpe til at vigtige interessenter såsom medarbejderne, kunderne og aktionærene i en højere grad fastholdes fordi de på hver deres måde får en affektion for banken og dens virke.

Det at opføre sig samfundsansvarligt, forstår jeg generelt som det at drive banken med hensyn til de værdier som kulturen i lokalsamfundet værdsætter. Det handler dog ikke kun om ansvarlig opførsel. Det drejer sig samtidig om at få det fulde udbytte af at udvise et ansvarligt engagement og styrke den langsigtede forretningsudvikling.

Den langsigtede forretningsudvikling styrkes ved på den ene side at reducere risiciene for at få et dårligt ry – en trussel der ikke er blevet mindre på grund af den seneste finansielle krise og det dårlige omdømme det generelt affødte i branchen – og på den anden side at udnytte mulighederne for at tiltrække og fastholde investorerne, kunderne og medarbejderne ved at appellere til den fælles værdiskabende bevidsthed der tilkendegiver hvorfor samarbejdet er attraktivt.

Branded skal som sagt ikke kun understøtte kunderne. Branded skal være med til i det hele taget at forbedre relationerne til alle organisationens andre væsentligste interessenter: Investorerne, medarbejderne osv. Investorerne er her i en bred forstand ment som alle de eksterne interessenter, lige fra leverandører til aktionærer, der indgår eller kan komme til at indgå i bankens værdikæde og derfor på en eller anden vis investerer i bankens drift og har en interesse i at den fortsætter. Kunderne og medarbejderne omfatter ligeledes både eksisterende og potentielle personer.

Derfor mener jeg også det er vigtigt at tage udgangspunkt i nogle værdier der kan accepteres af interessenterne samtidig med at disse værdier kan fungere sammen med det image banken har eller prøver på at udvikle. Ellers kommer det hele til at virke utroværdigt før eller siden.

4.5.1.3 Corporate Branding i Lollands Bank

Når jeg læser Lollands Banks seneste årsrapport og deres publikation om Corporate Governance og god selskabsledelse, får jeg indtryk af at ledelsen har nogle gode holdninger til i hvilken retning de vil trække banken og dens brand. Ledelsen er dog også opmærksom på at der sagtens kan gøres mere arbejde netop inden for dette område.

”Banken har ikke en formuleret politik for samfundsansvar. Dog mener vi, at vi som lokal bank i mange år har været med til at støtte udviklingen i lokalområdet. Det være sig både som långiver og rådgiver for vores kunder, men også som sponsor til de lokale idrætsklubber og kulturlivet i nærområdet. Banken har altid følt et ansvar overfor medarbejderes trivsel og understøtter dette, såvel fagligt som ved sociale aktiviteter, der bidrager til at højne kompetenceniveauet og arbejdsglæden.”⁴⁵

4.5.1.4 Immaterielle aktiver

Corporate Branding skal medvirke til at skabe overskud, egenkapitalforrentning og aktionærværdi. I sidste ende er det meningen at bankens ekstra investeringer skal være lønsomme i form af tilfredsstillende afkast. Det kan dog godt være at nogle tiltag ikke vil øge indtjeningen nu og her. Til gengæld vil det så øge værdien på bankens immaterielle aktiver. Her tænker jeg ikke på bogførte immaterielle aktiver i regnskabet, men blandt andet på kundepotentialet og værdien af de eksisterende kunders engagementer som hver især repræsenterer evnen til at tiltrække kunder og fastholde kunder.

Med andre ord har brandet en værdi med det knowhow og goodwill brandet står for. Et forbedret brand aflejres derfor alt andet lige i positive forventninger til den fremtidige egenkapitalforrentning og indvirker positivt på bankens K/I. Lidt på samme måde som jeg forventer en forbedret basiskapitalforrentning på baggrund af øgede sikkerhedsstillelser gør.

4.5.1.5 Sikre værdi for tiltag

Fordi det er svært præcist at måle effekten ved investeringer i Corporate Branding i kroner og øre, mener jeg ikke man ikke skal forsøge at undersøge effekten overhovedet. Det er vigtigt at finde ud af om banken nu også får en værdi ud af de forskellige tiltag. Dette kan gøres ved at foretage forskellige undersøgelser af fx kunde- og medarbejdertilfredshed. Disse undersøgelser kan sagtens indeholde helt konkrete spørgsmål omkring bankens image.

⁴⁵ Lollands Banks årsrapport for 2010 på side 19 om bankens samfundsansvar.

4.5.2 Markedsudvikling gennem organisk vækst

Et andet forsøg på at øge indtjeningen, forbedre egenkapitalforrentningen og skabe aktionærværdi ved at udvide forretningsomfanget, er at banken udvider sit markedsområde.

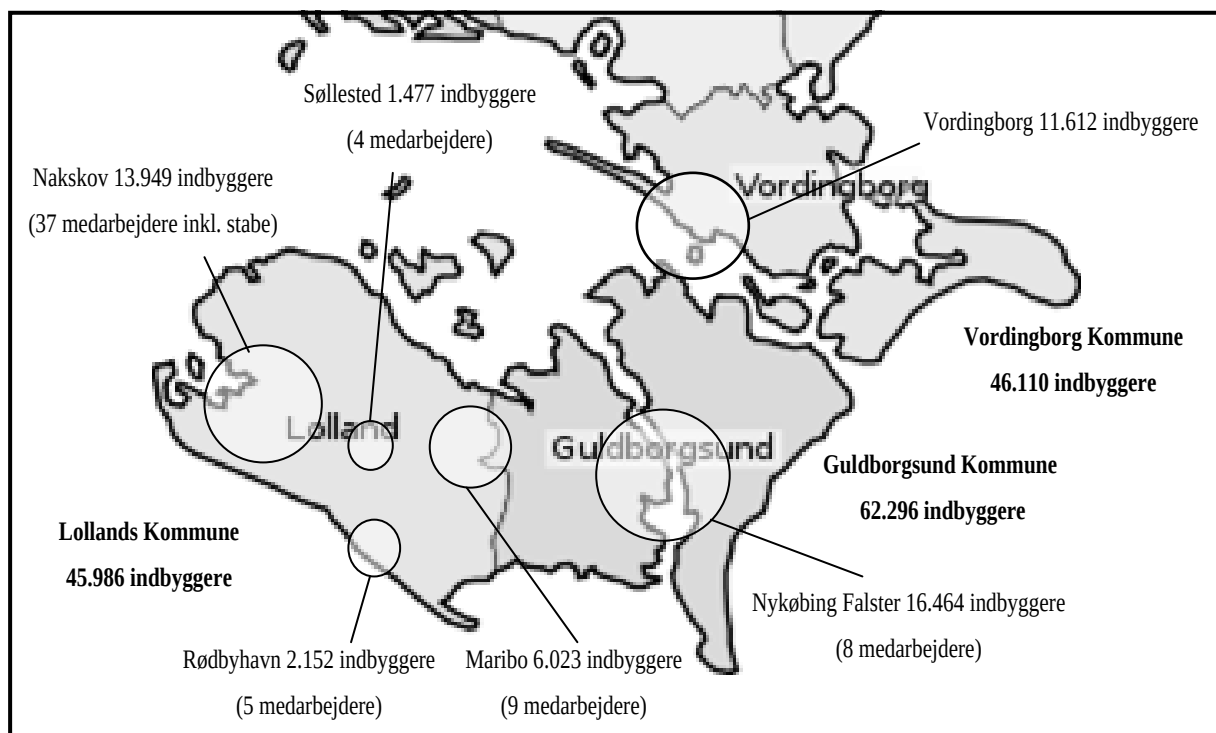
Markedsområdet kan fx udvides med hensyn til produkter eller geografisk. Begge ting kræver en udvidelse eller omstilling af bankens kapacitet. Jeg vurderer at Lollands Bank har en bred produktportefølje relativt til bankens størrelse. Derfor vil jeg i det følgende koncentrere mig om en geografisk udvidelse af bankens markedsområde.

Jeg har valgt at tage udgangspunkt i at undersøge hvorvidt det kan være en lønsom investering af åbne en ny filial i Vordingborg. (Det er sikkert ikke en ny tanke hos ledelsen).

4.5.2.1 Etablering af en ny filial i Vordingborg

Inden filialen kan etableres, er der mange ting der skal besluttes. Der skal besluttes hvor stor filialen skal være, om der kun skal være privatkunderådgivning, eller om man også vil satse på erhvervsrådgivning. Disse ting kræver en nærmere markedsundersøgelse af demografien og erhvervet i området. En sådan detaljeret markedsundersøgelse vil jeg ikke foretage.

Figur 4.12: Overblik over geografien, indbyggertal og filialer i Lollands Bank⁴⁶



⁴⁶ Kort og indbyggertal er taget fra Wikipedia, den frie encyklopædi. Filialer og antal medarbejdere er fundet på Lollands Banks hjemmeside.

4.5.2.2 Forudsætninger for en lønsomhedsberegning

For at kunne finde ud af hvorvidt det er en god idé at åbne en filial i Vordingborg, bliver jeg nød til at opstille nogle forudsætninger til beregningen af hvorvidt investeringen er lønsom.

Først og fremmest skal der være nogle lokaler. Jeg har undersøgt hvad der p.t. ligger af muligheder for enten at købe eller leje nogle lokaler. Jeg synes vi som udgangspunkt skal placere os så tæt som muligt på Vordingborgs bymidte for at få den maksimale eksponering i gadebilledet.

For tiden har jeg ikke kunnet finde nogen attraktiv ejendom tilpas tæt på Vordingborgs bymidte som kunne købes. Til gengæld har jeg fundet et lejemål som jeg synes er værd at overveje. Lejemålet ligger tæt på bymidten, og der er gode parkeringsmuligheder lige udenfor.

”Algade 65/Lillevorv 3, Vordingborg

Ca. 392 m2. Kan anvendes til butik/detailhandel/motionscenter.

Månedlig leje kr. 29.833,33 og a/c vand kr. 2.000,00. Ledig pr. 01.10.2011.”⁴⁷



⁴⁷ http://www.ejendomshuset.dk/viewpage.php?page_id=2 (Billederne har jeg lavet med Google Maps).

Forudsætninger til at opstille et resultatbudget:

1) I forbindelse med indflytningen skal der påregnes nogle omkostninger til fx depositum for lejemål, renovering af facaden, opsætning af skilt, markedsføring, indretning af lokalerne med de nødvendige rum, indkøb og opsætning af arbejdspladser, kasseekspedition, pengeautomat, døgnboks osv.

Jeg forudsætter at vi budgetterer med 2.500 t.kr. til at dække disse initiale omkostninger, og at der er tale om egenkapitalfinansiering.

2) Jeg sætter de årlige løbende omkostninger til lokaler til 500 t.kr. Det skal dække leje, vand, varme, el og evt. tillægssikringer.

3) Ud fra antallet af indbyggere i Vordingborg har jeg ud fra en gennemsnitlig betragtning i forhold til Lollands Banks øvrige filialer skønnet at den burde kunne tiltrække en kundeportefølje stor nok til at holde syv medarbejdere beskæftiget. Jeg forudsætter derfor at vi opstarter en filial med syv fuldtidsbeskæftigede.

4) Hvis jeg tager udgangspunkt i regnskabet for 2010. Koster en medarbejder ca. 518 t.kr. om året. Administrationsudgifter fordelt på medarbejder er ca. 364 t.kr. Det giver samlet ca. 882 t.kr. pr. medarbejder.

Jeg budgetterer derfor med oprundet 6.000 t.kr. til udgifter til personale og administration for Vordingborg filialens syv medarbejdere.

5) Lollands Bank har i 2010 tjent 101.592 t.kr. i netto rente- og gebyrindtægter med et gennemsnitligt forretningsomfang på ca. 3.597 mio.kr. (3.651/2 mio.kr. + 3.543/2 mio.kr.). Jeg anslår at der har været ca. 50 medarbejdere med rådgiverkompetence inkl. filialdirektører og souschefer.

Det svarer til at hver rådgiver har haft 72 mio.kr. i forretningsomfang på sin kundeportefølje og en tilsvarende kundelønsomhed på porteføljen i form af netto rente- og gebyrindtægter på godt 2.032 t.kr.

Jeg forudsætter som udgangspunkt at forholdet mellem rådgiver, forretningsomfang og netto rente- og gebyrindtægter er konstant. Jeg kan derfor regne ud at det for syv medarbejdere cirka svarer et forretningsomfang på 500 mio.kr. og en netto rente- og gebyrindtægt på ca. 15 mio.kr.

6) Jeg forudsætter dog ikke at forretningsomfanget er 500 mio.kr. fra starten. I starten skal medarbejderne først og fremmest beskæftige sig med akkvisition. Desto mere forretningsomfanget stiger, desto mindre tid vil der være til at virke akkvisitiv. Forretningsomfanget vokser derfor hurtigere i starten end senere i takt med at kapaciteten bliver udnyttet til eksisterende kunder.

Jeg sætter en målsætning for det første år på ca. 3 mio.kr. tilvækst i forretningsomfang hver måned pr. medarbejder. Det giver et forretningsomfang efter 1 år på godt 250 mio.kr. og et gennemsnitligt forretningsomfang det første år på ca. 125 mio.kr. Det virker ambitiøst, men som før nævnt er der ekstra meget tid til at dyrke akkvisition.

Andet år sætter jeg en tilvækst i forretningsomfanget på ca. 2 mio.kr. hver måned pr. medarbejder. Det giver et forretningsomfang efter 2 år på ca. 420 mio.kr. og et gennemsnitligt forretningsomfang andet år på ca. 335 mio.kr.

Jeg forudsætter at et forretningsomfang på de tilsigtede 500 mio.kr. er nået ved udgangen af tredje år. Det svarer til en tilvækst i forretningsomfanget på ca. 1 mio.kr. hver måned pr. medarbejder og giver et gennemsnitligt forretningsomfang på ca. 460 mio.kr.

Fjerde år holder jeg forretningsomfanget konstant på 500 mio.kr.

7) Det er ikke for at virke pessimistisk, men det er også nødvendigt at budgettere med tab på udlån. Jeg skønner at udlån udgør ca. 1/3 af forretningsomfanget som i 2010.

Nedskrivning på udlån er meget relevant fordi det har en væsentlig indflydelse på afdelingens indtjening pr. omkostningskrone. Desuden er der her tale om en ny afdeling hvis forretningsomfang vil være præget af helt nye kunder, og når der er så mange nye kunder, er det uundgåeligt at der vil være brodne kar imellem. Erfaringsmæssigt går der dog noget tid inden det bliver synligt.

Derfor har jeg budgetteret med en lavere nedskrivningsprocent de første år: ca. 0,5 pct. 1 år, ca. 0,75 pct. 2 år og ca. 1 pct. de følgende år. Det kan godt være det virker lidt højt sat, men det forekommer mig dog på ingen måde som et uvirkeligt scenarie.

8) Endelig ser jeg bort fra kursreguleringer, andre driftsindtægter, af- og nedskrivninger på immaterielle og materielle aktiver og andre driftsudgifter udover leje af lokaler. Det gør jeg fordi disse omkostninger enten er utilregnelige eller marginale og vedrører enten hovedsædet eller den eksisterende forretning.

4.5.2.3 Undersøgelse af investeringens lønsomhed

Nedenfor har jeg med udgangspunkt i de førnævnte forudsætninger opstillet et resultatbudget for Vordingborg Afdeling.

Figur 4.13: Resultatbudget for Vordingborg Afdeling de første 5 år

Budget for Vordingborg Afdeling i t.kr.	Opstart	1. år	2. år	3. år	4. år	5. år
Forretningsomfang	0	125.000	335.000	460.000	500.000	500.000
Forholdsmæssige netto rente- og gebyrindtægter	0	3.530	9.462	12.992	14.122	14.122
Budgetteret netto rente- og gebyrindtægter	0	3.500	9.500	13.000	14.000	14.000
Udgifter til personale og administration	0	6.000	6.000	6.000	6.000	6.000
Lokaler	0	500	500	500	500	500
Nedskrivninger på udlån	0	200	800	1.500	1.700	1.700
Initiale omkostninger i forbindelse med etablering	2.500	0	0	0	0	0
Kapacitetsomkostninger	2.500	6.700	7.300	8.000	8.200	8.200
Resultat før skat	-2.500	-3.200	2.200	5.000	5.800	5.800
Akkumuleret resultat før skat	-2.500	-5.700	-3.500	1.500	7.300	13.100
Intern rente før skat		...	-50,42%	11,56%	36,19%	46,99%
Indtjening pr. omkostningskrone		0,52	1,30	1,63	1,71	1,71

Jeg nævnte før at jeg forudsætter at selve etableringen af filialen finansieres uden stiftelse af gæld. De 2.500 t.kr. er med andre ord en egenkapitalfinansiering.

Hvis man betragter investeringen isoleret, kan det beregnes hvorvidt den er lønsom eller ej ved at opstille det som en cash flow analyse og finde udviklingen i den interne rente. I starten af betalingsstrømmen har jeg indsat etableringsomkostningerne på 2,5 mio.kr. Herefter følger tilbagebetalingerne fra investeringen hvert år med deres resultater før skat. Udviklingen i denne interne rente kan herefter holdes op imod ejernes afkastkrav til egenkapitalen før skat på 10,67 pct. ($8\% / (1-25\%)$).

Man kan se at forrentningen af den initiale investering på 2,5 mio.kr. egenkapital starter med at være negativ men forbedres fra år til år. Allerede efter tre år er forrentningen positiv på 11,56 pct. og større end aktionærernes afkastkrav til egenkapitalen på 10,67 pct. Det betyder at investeringen allerede dér bliver lønsom og giver et driftsøkonomisk overskud. (Havde jeg regnet på nutidsværdien af de forskellige betalingsstrømme og brugt afkastkravet på 10,67 pct. som kalkulationsrente, så ville nutidsværdien efter tre år og frem give en positiv nutidsværdi).

4.5.2.4 Filialens indflydelse på bankens omkostninger

Når man går ind og ændrer på bankens kapacitet og forretningsomfang får det konsekvenser for bankens omkostninger.

Jeg har tidligere brugt at I/O for 2011 kommer til at ligge på ca. 1,10 kr. Det er meningen at den nye filial sigter på at få en højere og mere tilfredsstillende I/O. I figur 4.13 kan man se at Vordingborg Afdeling i 3. år og frem får en I/O der ligger på niveau med bankens I/O i 2007 før den seneste økonomiske recession blev aktuel. I starten er dog klart at etableringen af afdelingen og det manglende forretningsomfang kommer til at belaste bankens samlede I/O.

En dårligere I/O kan komme til at betyde at investeringen på kort sigt ikke medvirker til at skabe aktionærværdi. Hvis investeringen skal skabe aktionærværdi med det samme, kræver det at investorernes forventninger til den skabte aktionærværdi i fremtiden også forbedres. Investorerne skal tro på at filialåbningen kommer til at bidrage med en desto bedre driftsøkonomisk merværdi på sigt som kan opveje den dårligere I/O i opstartsfasen.

Vordingborg Afdeling påvirker også alt andet lige bankens kapitalomkostninger. Det er interessant fordi det betyder at kravet til aktivernes gennemsnitlige afkast i hele banken også ændrer sig.

Som det fremgår af resultatbudgettet i figur 4.14, påvirker filialen bankens egenkapital dels ved opstart i form af afholdte udgifter i forbindelse med investeringen, og dels ved at filialen bidrager til bankens årsresultat.

Filialen påvirker også bankens balance fordi indlån og udlån øges. I Lollands Bank er det cirka en tredjedel af forretningsomfanget der består af indlån, en tredjedel der består af udlån, og en tredjedel der består af udstedte garantier og depoter under forvaltning.

I nedenstående figur har jeg med disse forudsætninger opstillet hvordan Vordingborg Afdeling alt andet lige kommer til at påvirke WACC.

Figur 4.14: Vordingborg Afdelings betydning for kravet til aktivernes afkastningsgrad

	Uændret	Opstart	1. år	2. år	3. år	4. år	5. år
Akkumuleret resultat før skat	0	-2.500	-5.700	-3.500	1.500	7.300	13.100
Akkumuleret ændring i egenkapital	0	-1.875	-4.275	-2.625	1.125	5.475	9.825
Nyt forretningsomfang på balancen	0	0	41.667	111.667	153.333	166.667	166.667
Egenkapital	290.000	288.125	285.725	287.375	291.125	295.475	299.825
Balance	1.700.000	1.700.000	1.741.667	1.811.667	1.853.333	1.866.667	1.866.667
L	82,94%	83,05%	83,59%	84,14%	84,29%	84,17%	83,94%
WACC	2,14%	2,13%	2,10%	2,06%	2,05%	2,06%	2,07%

Jeg har taget udgangspunkt i min tidligere beregning af WACC for 2011. Egenkapitalen øges med det akkumulerede resultat efter skat. Balancen øges med en tredjedel af det budgetterede forretningsomfang tilsvarende en tredjedel i udlån på aktivsiden og en tredjedel i indlån på passivsiden. Herefter kan jeg beregne den nye gældsrate, L, for perioden.

Vi kan se at L frem til og med 3. år bliver større. Den mindre soliditet betyder at WACC bliver mindre fordi den dyrere egenkapital indgå med en mindre andel i nøgletallet. I takt med at filialen begynder at give bedre overskud i 4. og 5. år, overstiger filialens bidrag til den selvfinansierede vækst filialens bidrag til væksten på balancen. Det betyder filialen bidrager til en øget konsolidering i banken, og at WACC bliver større. Det kan eventuelt imødekommes ved at betale mere i udbytte.

4.5.2.5 Projektledelse til optimering af egenkapitalbidrag

For at få mest muligt ud af investeringen, er det vigtigt at den planlægges omhyggeligt så filialen hurtigst muligt kan komme til at bidrage til bankens samlede egenkapitalforrentning. For at give opgaven det nødvendige fokus hertil, kan der etableres en projektorganisation.

Der bør også udarbejdes en fælles projektplan der blandt andet skal indeholde de væsentligste aktiviteter og milepæle. Det hjælper til at få et overblik over projektopgaven.

Figur 4.15: Oplæg til koordinations- og styringstidsplan for projekt om en ny filial

Indsatsområder:	Køreplan		Gantt-skema 2011/12						Deltagere				Budget Fremdrift Forbrug		
	Start	Slut	3. kv.	4. kv.	1. kv.	2. kv.	B	R	O	A	BCWS	BCWP	ACWP		
Aktiviteter og milepæle															
Idémodning: Udvikling af markedet	Jul	Sep						X			X				
Undersøge strategisk forenelighed			-												
Forundersøgelser af markedet og interessenter			—												
Lønsomhedsanalyse			—												
Milepæl: Bestyrelsens godkendelse				▲											
Foranalyse: Planlægning af filialåbning	Aug	Dec						X	X		X				
Risikoanalyse			—												
Målepunkter og mål			—												
Nødvendige tiltag og finansiering heraf				—											
Milepæl: Opdateret projektplan					▲										
Specifikation: Samordning af organisation	Dec	Apr								X	X				
Budgettering og allokering af ressourcer				—											
Tilslutte filialer, støtteenheder og medarbejdere					—										
Tilslutte eksterne samarbejdspartnere					—										
Milepæl: Etableret projektorganisation					▲										
Konstruktion: Etablering af drift	Okt	Apr								X	X				
Finde lokaler og medarbejdere				—											
Etablering af systemer og nøgleprocesser					—										
Salgsplanlægning, reklamer og kampagner				—											
Milepæl: Setup på plads						▲									
Implementering: Overvågning og læring	Apr									X	X				
Eksekvering af filialåbning						·									
Opfølgning på driftsmæssige problemer						—									
Udfolde organisatoriske synergier						—									
Milepæl: Handlingsplaner							▲								
Evaluerings: Testning og tilpasning	Maj							X	X	X	X				
Opfølgning på målepunkter og mål							—								
Opfølgning på salg og lønsomhed							—								
Justering af organisationen							—								
Milepæl: Rapporter til bestyrelsen							▲								
I alt															

Gantt-skemaet hjælper til se hvordan indsatsområdernes forskellige aktiviteter hænger sammen med hinanden. På den måde bliver det lettere at være særlig opmærksom på udførelsen af de kritiske aktiviteter som andre aktiviteter afhænger af. De kritiske aktiviteter er dem der former projektets kritiske linje. Det vil sige at de er nødvendige at udføre for at projektet kan skride frem, og at der ikke er mulighed for at udsætte dem uden at det forsinker hele projektet. Ved omvendt at fokusere på at disse aktiviteter gennemføres hurtigst muligt, har man mulighed for at fremskynde projektet.

I koordinations- og styringstidsplanen har jeg foreløbig gjort plads til fire deltager som til dagligt har hver deres funktion, og som jeg synes er vigtige at have med i projektet: Bankdirektøren, regnskabschefen, organisations- og IT-chefen samt administrationschefen.

I planen har jeg ud for hvert indsatsområde sat et kryds under de af deltagerne som efter min mening kommer til at spille væsentlige roller. Krydsene er med andre ord ikke udtømmende.

Bankdirektøren hjælper bestyrelsen med at udvikle strategien. I samarbejde med regnskabschefen kan strategien herefter konverteres til nogle finansielle målsætninger som regnskabschefen omsætter til en handlingsplan for driften. Organisations- og IT-chefen bidrager med processer og systemer til at udrulle disse mål i organisationen og til rapportering af målenes opfyldningsgrad. Sammen overvåger de tre deltagere implementeringen af filialåbningen og evaluerer dens forskellige tiltag. Administrationschefen rolle bliver central som projektleder og skal stå for at oprette og organisere den midlertidige projektorganisation.

Efter deltagerne i de sidste tre kolonner har jeg gjort plads til at registrere deltagernes forventede forbrug på projektet. Forbruget kan i princippet måles i en valgfri ressourceenhed som fx et beløb eller antal timer. I den første kolonne under Budgetted Cost of Work Scheduled, BCWS, skrives det samlede forventede forbrug på aktiviteterne.

I takt med at projektet skrider frem, skrives i anden kolonne under Budgetted Cost of Work Performed, BCWP, hvor meget af de forskellige aktiviteter som er udført. Bemærk at der her skrives i samme enheder som i første kolonne – er værdien i BCWP fx halv så stor som i BCWS, betyder det at den pågældende aktivitet er halv færdig.

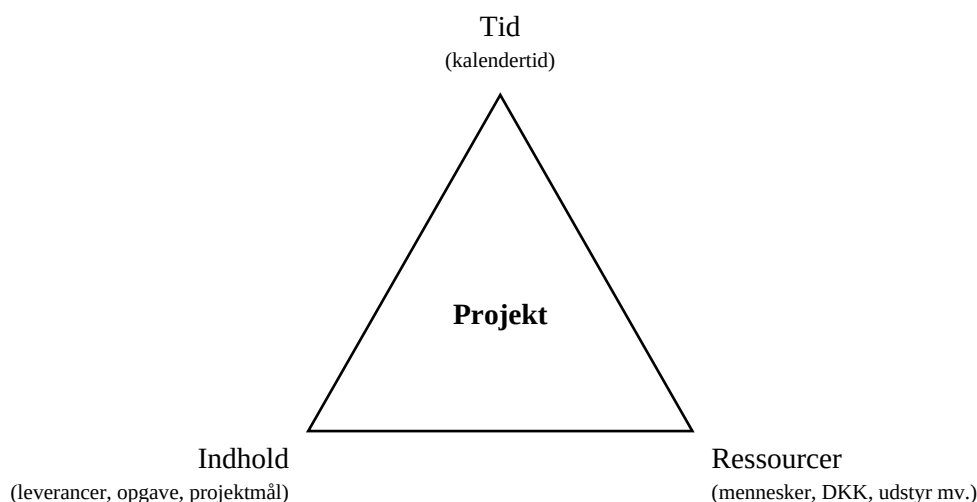
I sidste kolonne under Actual Cost of Work Performed, ACWP, registreres til gengæld hvad der faktisk indtil videre er forbrugt på aktiviteterne. Ved at holde denne kolonne op imod de to forrige kolonner, fremgår forbruget af budgettet, og hvorvidt budgettet overholdes.

4.5.2.5 Ressourcer, arbejdsindsats og økonomi

Når der skal allokeres ressourcer til projektet er det vigtigt at forholde sig til planlægningen og afgrænsningen af opgavens form og indhold. Det er vigtigt at få identificeret hvilke kompetencer der behøves, hvilke personer der kan løse opgaven, og hvor mange ressourcer der skal afsættes til at få opgaven løst i hvor lang tid, arbejdsindsatsen.

Tid, indhold og ressourcer har en meget tæt forbindelse med hinanden i projektet. Hvis man går ind og ændrer på en af disse parametre, vil det også betyde noget for de to andre parametre. Derfor er det vigtigt at tænke på alle tre ting i projektet når der skal allokeres ressourcer, eller hvis der sker ændringer i de tildelte ressourcer.

Figur 4.16: Projekttrekanten⁴⁸



Kvalitet og omkostninger i projektet hænger sammen som projektets mål og midler. Ledelsen kan ikke forvente en tilfredsstillende kvalitet i projektets resultater hvis de ikke tilslutter sig projektet og tildeler de nødvendige ressourcer. Desto flere ressourcer projektet tildeles i form af mennesker og tid, desto bedre forudsætninger er der for at gennemarbejde projektets indhold og opnå en vis kvalitet indenfor et vist tidsrum uden at projektet forsinkes.

Kvaliteten er vigtig – også i projektplanlægningen. Hvis forarbejdet under projektets idémodning og foranalyse ikke udføres ordentligt, risikerer man at foretage fejlagtige dispositioner senere som kunne være undgået hvis tingene havde været bedre gennemarbejdet.

⁴⁸ Frit efter PowerPoint-præsentation udleveret af Christian Mørck Sørensen.

4.5.2.7 Forankring af projektet og planen

I takt med at man kommer længere med planlægningen og afgrænsningen af projektet, finder man gradvist ud af hvad de forskellige aktiviteter i projektet indeholder. Det betyder at projektlederen kan begynde at styre og lede projektet på en mere konkret måde med hensyn til de forskellige indsatsområder.

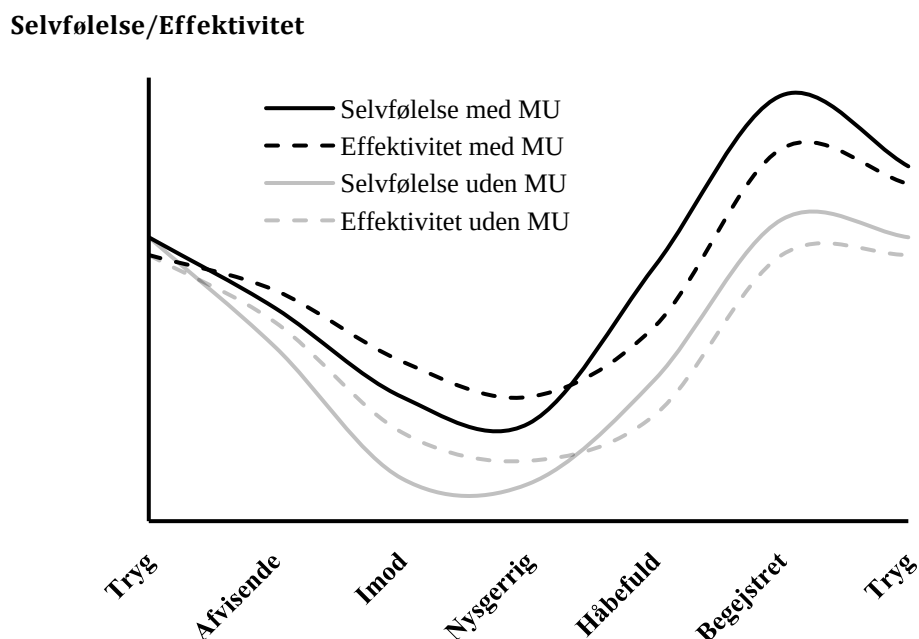
I den forbindelse er et af projektlederens vigtigste værktøjer til styring og opfølgning på projektets fremdrift at afholde løbende statusmøder med projektgruppen og i styringsgruppen. Møderne er vigtige fordi det er her projektlederen skal opnå tilslutning og følge op på at indgåede aftaler i forbindelse med udførelsen af projektets aktiviteter overholdes. Med ledergruppen indgås der fx aftaler om tildeling af ressourcer i form af kompetencer, tid og penge i relation til den ønskede kvalitet i arbejdsopgavernes indhold, og med projektgruppens medlemmer indgås der fx aftaler om udførelsen af projektets enkelte arbejdsopgaver.

Når filialens beskaffenhed er planlagt, kan man starte med at foregribe de nødvendige tiltag til en samordning og implementering af filialen med organisationen. På den ene side er der driften i den nye filial der skal op og køre ordentligt, men samtidig skal man forvente at den trækker ekstra mange ressourcer fra de forskellige støtteenheder i den eksisterende organisation i indkøringsfasen. Det er vigtigt at problemer bliver elimineret og synergier bliver fundet hurtigst muligt. Når man først er begyndt at betale de store udgifter til etablering af filialen, så bliver tiden til implementeringen er færdig meget afgørende for hvor stor nytteværdi projektet leverer i sidste instans. Det fordrer et optimalt samspil mellem projektorganisationen og bankens eksisterende organisation.

Det vil givet vis være en god idé at rokere nogle af de eksisterende medarbejdere til den nye filial. Det kan eventuelt være medarbejdere som også deltager i projektorganisationen, men det er ikke et krav. Hvis man ansætter et helt nyt hold, vil der dog fra starten ikke være nogen tilstede som er bekendt med kulturen, strukturen og processerne i Lollands Bank, og så ender det let med at man får en lille isoleret gruppe i Vordingborg der arbejder efter deres egne værdier og ikke formår at hjælpe til med at få identificeret synergierne.

Det er en fordel at finde nogle medarbejdere som virkelig har lyst til at ændre arbejdsplads. Det er nemlig ikke alle medarbejdere der ser det som et frisk pust i deres dagligdag at skulle flytte arbejdsplads, og hvis det er muligt, er der ingen grund til at starte med et dårligere udgangspunkt.

Figur 4.17: Medarbejdernes selvfølelse og effektivitet under et typisk implementeringsforløb⁴⁹



Figuren viser hvordan medarbejdernes selvfølelse i starten af en forandring bliver dårligere i takt med at medarbejderne forlader en situation af tryghed som før prægede deres dagligdag. De vil have en tendens til instinktivt at forholde sig skeptisk og hæmmet overfor forandringerne der sker omkring dem, og denne dalende selvfølelse betyder at de berørte medarbejders effektivitet falder. Det er vigtigt at medarbejdernes selvfølelse forbedres igen.

Selvfølelsen kan forbedres ved at ledelsen hurtigst muligt får medarbejdernes tilslutning til projektet, så tabet i produktiviteten minimeres, og projektets merværdi hurtigere opnås. Dette kan ske ved at der bliver skabt en spændende og meningsfuld sammenhæng mellem målsætningerne i medarbejdernes fælles dagligdag og projektets succeskriterier om at opnå en lønsom forretning i den nye filial. Når medarbejderne på den måde motiveres, får de en højere selvfølelse, og deres effektivitet stiger igen.

Man kan også supplere medarbejdernes tilslutning med en faglig og personlig udvikling af medarbejdernes kompetencer. Medarbejderudviklingen kan bidrage til at selvfølelsen og effektiviteten højnes endnu mere. Det kan fx være kurser i akkvisition og arbejdsglæde, eller andre udfordringer der understøtter en spændende og meningsfuld dagligdag for medarbejderne. Desuden betyder medarbejderudviklingen at der er større chance for at medarbejderne bidrager med innovation til nye og bedre arbejdsprocesser i organisationen.

⁴⁹ En videre udvikling af figur fra Bakka, Jørgen Frode; Fivelsdal, Egil: Organisationsteori - Struktur, kultur, processer. 5. udgave, side 333.

5. Konklusion

Aktionærværdien er interessant fordi den er en vurdering af hvad Lollands Banks resultater betyder for aktionærene. Ledelsen tilsigter at aktionærværdien i Lollands Bank fremkommer som en etisk forsvarlig investering med et tilfredsstillende aktieafkast over længere sigt. Ledelsen kan fortsat fokusere på at udvise et forretningsorienteret samfundsansvar, som også indbefatter at efterleve lovgivningen og tilsynsmyndighedernes anbefalinger. På sigt er det til gavn for bankens omdømme og forretningsudvikling.

Aktieafkastet er forbundet med udviklingen i egenkapitalens forrentning og værdiansættelse. Ledelsen kan fokusere på at forbedre aktionærværdien ved at øge den nuværende og den fremtidige egenkapitalforrentning uden at risikoen vokser for meget. Ledelsens fokusområde er herved bankens drift, strategi og evnen til at implementere strategi i drift alt imens virksomheden tilpasses omgivelsernes muligheder og trusler som giver forskellige risici.

Fordi Lollands Bank handles under kurs/indre værdi, kan ledelsen skabe aktionærværdi ved at udbetale mere i udbytte. Aktiekursen falder mindre end med det udbetalte udbytte samtidig med at det er nemmere at opnå en højere forrentning af en mindre egenkapital. Egenkapitalen må dog ikke blive mindre end at risikoen ved den dårligere soliditet opvejes af muligheden for en bedre rentabilitet. Ellers forringes kreditværdigheden og aktionærværdien.

Ledelsen i Lollands Bank kører en differentieringsstrategi med fokus på kvalitet. Når bankens produkter ikke er unikke, kan ledelsen bruge kundefokus hvor det er kvaliteten i rådgivningen og relationerne som skaber kundetilfredshed. Minimering af omkostningerne bør derfor ikke ske på bekostning af kvaliteten men ved at finde nye synergier i bankens værdikæde.

Ledelsen kan vælge også at fokusere på basiskapitalforrentningen fordi nedskrivninger og tab på udlån har tyndt indtjeningen pr. omkostningskrone. Marginalerne kan øges, eller sikkerhedsstillelserne kan forbedres. Det betyder at der skabes bedre aktionærværdi, eller at forventningerne til at der skabes aktionærværdi i fremtiden forbedres.

Lollands Bank henter al sin funding fra indlån. Indlånsrenten er meget afhængig af eksterne forhold, såsom renteniveauet og konkurrencesituationen, og mindre afhængig af interne forhold i banken. Lollands Bank har kun en lille renterisiko fordi stigende indlånsrenter kan væltes over på udlånsrenterne. Til gengæld er indlånsmassen meget afhængig af forhold omkring banken. Hvis der opstår meget mistillid til banken, vil kunderne hæve deres indlån. Det forringer likviditeten og kan medføre at funding skal findes på det dyrere pengemarked.

Kapitalomkostningerne kan ikke reduceres nævneværdigt. Priserne kan hæves frem for at blive sårbar i en urentabel konkurrence på et stagnerende marked. Men prisforhøjelser kan ikke alene skabe en driftsøkonomisk merværdi ved de nuværende forhold i omkostningerne, og for høje priser medfører et utilsigtet tab af forretningsomfang. Ledelsen kan derfor også fokusere på at øge forretningsomfanget og gerne mere ambitiøst end med imagekampagnen.

5.1 Ny filial i Vordingborg

Med baggrund i indbyggertallet for Vordingborg, skønner jeg at der er et tilstrækkeligt opland til at åbne en filial i Vordingborg med et forretningsomfang stort nok til at beskæftige syv medarbejdere. I starten vil medarbejderne dog primært være beskæftiget med akkvisition. Mine beregninger viser at investeringen giver driftsøkonomisk merværdi efter to år fordi overskuddet er større end aktionærernes afkastkrav. På samme tid begynder filialen også at bidrage til at banken får en bedre indtjening pr. omkostningskrone.

Investeringen nedsætter de første år kravet til det gennemsnitlige afkast på bankens aktiver en smule fordi kapitalomkostningerne falder marginalt, men filialens bidrag til bankens selvfinansierede vækst medfører herefter at kapitalomkostningerne igen stiger hvilket dog kan imødekommes af ledelsen efter ønske ved at udbetale mere i udbytte.

På kort sigt får investeringen en negativ indvirkning på egenkapitalforrentningen og den skabte aktionærværdi medmindre ledelsen overbeviser investorerne om at det driftsøkonomiske værditab fra investeringen på længere sigt kommer til at skabe desto mere aktionærværdi. Hvis det lykkedes påvirker det udviklingen i kurs/indre værdi positivt.

Det fordrer også at banken formår at implementere den nye filial i den eksisterende drift, og at ledelsen sandsynliggør denne evne. Det kræver omhyggelig planlægning. Ledelsen kan i den forbindelse fokusere på at det skal ske hurtigst muligt og derfor ikke være for tilbageholdende med at afholde de nødvendige omkostninger til projektet meget koncentreret. På den måde bliver den ekstraordinære belastning af den eksisterende kapacitet mere kortvarig, og investeringen kommer snarere til at bidrage med at skabe aktionærværdi.

Det er også vigtigt at medarbejdernes dagligdag i den nye filial samordnes med bankens målsætninger hurtigst muligt for at begrænse tabet i produktiviteten. En udvikling af de berørte medarbejdere kan understøtte deres selvfølelse og effektivitet så produktiviteten stiger endnu mere. Medarbejderudviklingen øger også innovationen i bankens organisation, og bedre arbejdsprocesser og synergier kan medvirke til at skabe aktionærværdi nu og fremover.

7. Materialeoversigt

Bekendtgørelse af lov om Finansiell virksomhed. Nr. 885. Økonomi- og Erhvervsministeriet.

Bekendtgørelse om kapitaldækning. Nr. 1225. Økonomi- og Erhvervsministeriet.

Corporate Governance og God selskabsledelse. Lollands Bank.

Oversigt over de midlertidige lånetilbud i Nationalbanken. Nationalbanken.

Risikorapport 2010. Basel II søjle 3 oplysningskrav. Lollands Bank.

Bakka, Jørgen Frode; Fivelsdal, Egil: *Organisationsteori. Struktur, kultur, processer*. 5. udgave. Handelshøjskolens Forlag 2010.

Christensen, Michael; Pedersen, Frank: *Aktieinvestering. Teori og praksis anvendelse*. 3. udgave. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2009.

Gup, Genton E.; Kolari, James W.: *Commercial Banking. The management of risk*. 3. edition. John Wiley and Sons 2005.

Haisler, Peter; Holbech, Anders: *CSR-ledelse*. Børsens Forlag 2008.

Hartzberg, Mette; Madsen, Anders C.: *Prisfastsættelsen på aktiemarkedet*. PricewaterhouseCoopers 2010.

Holm-Rasmussen, Søren; Jensen, Jens Oksen; Hansen, Lone: *Økonomisk styring og virksomhedsanalyse – i et markedsorienteret perspektiv*. Systime 2000.

Kaplan, Robert S.; Norton, David P.: *Eksekveringsgevinsten. Øget konkurrencekraft med fokuseret strategi og drift*. Gyldendal Business 2009.

Laursen, Jan; Olesen, John Vestergaard: *Grundlæggende sandsynlighedsteori og beskrivende statistik*, 3. udgave. Forlaget JaVoL 2004.

Laursen, Jan; Olesen, John Vestergaard: *Grundlæggende statistik*. 4. udgave. Forlaget JaVoL 2006.

Lynggaard, Peter; Søndergaard Erik: *Erhvervsøkonomi*. 2. udgave. Systime 1996.

Lægaard, Jørgen; Vest, Mikael: *Strategi i vindervirksomheder*. 2. udgave. Jyllands-Postens Forlag 2009.

Mikkelsen, Hans; Riis, Jens O.: *Grundbog i projektledelse*. 9. udgave. Prodevo 2007.

Newbold, Paul: *Statistics for business and economics*. 4. edition. Prentice-Hall 1995.

Nødgaard, Ulrik: *Brev til pengeinstitutterne - december 2010*. Finanstilsynet.

Nødgaard, Ulrik: *Brev til pengeinstitutterne - juni 2010*. Finanstilsynet.

Saabye, Niki: *Risikopræmien på aktier*. Nationalbanken 2011.

Kvartalsrapporter fra 4. kvartal 2001 til 2. kvartal 2011 for Lollands Bank.

Årsrapport 2010 for Lollands Bank, Aktieselskab; Vordingborg Bank A/S; Møns Bank A/S; Sparekassen Lolland A/S; Fanefjord Sparekasse.

Årsrapport 2009 for Lån og Spar Bank A/S; Lolland A/S, Sparekassen; Middelfart Sparekasse; Sparekassen Faaborg A/S; Svendborg Sparekasse; Rise Spare- og Lånekasse; Basisbank A/S; Cantobank A/S; Finansbanken A/S; Danske Andelskassers Bank A/S; DiBa Bank A/S; Max Bank A/S; Skandinaviska Enskilda Banken A/S; Møns Bank A/S; Skælskør Bank Aktieselskab; Vordingborg Bank A/S; Grønlandsbanken, Aktieselskab; BRFbank A/S; Lollands Bank, Aktieselskab; Lægernes Pensionsbank A/S; Vestfyns Bank A/S; Nordfyns Bank, Aktieselskabet; Totalbanken A/S; Østjydsk Bank A/S; Aarhus Lokalbank Aktieselskab; Djurslands Bank A/S; Morsø Bank, Aktieselskabet; Nørresundby Bank A/S; Hvidbjerg Bank Aktieselskab; PenSam Bank A/S; Skjern Bank, Aktieselskabet; Salling Bank A/S; Kreditbanken A/S; Tønder Bank A/S; Nordjyske Bank A/S; Dexia Bank Denmark A/S; Carnegie Bank A/S; Sparekassen Hvetbo A/S; Ø. Brønderslev Sparekasse; Dronninglund Sparekasse; Sparekassen Vendsyssel; Thy, Sparekassen; Morsø Sparekasse A/S; Sparekassen Limfjorden; Frøslev-Møllerup Sparekasse; Farsø, Sparekassen; Midtfjord, Sparekassen; Himmerland A/S, Sparekassen; Skals, Sparekassen i; Langå Sparekasse; Spar Salling Sparekasse; Hobro, Sparekassen; Sparekassen Djursland; Sparekassen Østjylland; Nr. Nebel og Omegn, Sparekassen for; Den Jyske Sparekasse; Vorbasse-Hejnsvig Sparekasse; Brørup Sparekasse; Frøs Herreds Sparekasse; Broager Sparekasse; Bredebro, Sparekassen; Folkesparekassen; Frørup Andelskasse; Andelskassen Fælleskassen; Slagelse, Andelskassen J.A.K; Merkur, Den Almennyttige Andelskasse.

www.finansraadet.dk; www.finanstilsynet.dk; www.google.com; www.lollandsbank.dk;

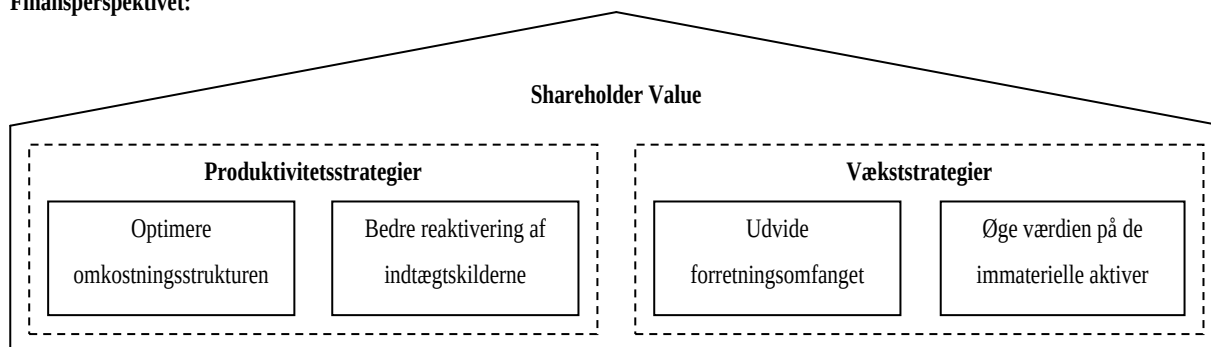
www.nasdaqomxnordic.com; www.nationalbanken.dk; www.retsinformation.dk;

www.pwc.com; www.skat.dk; www.wikipedia.org.

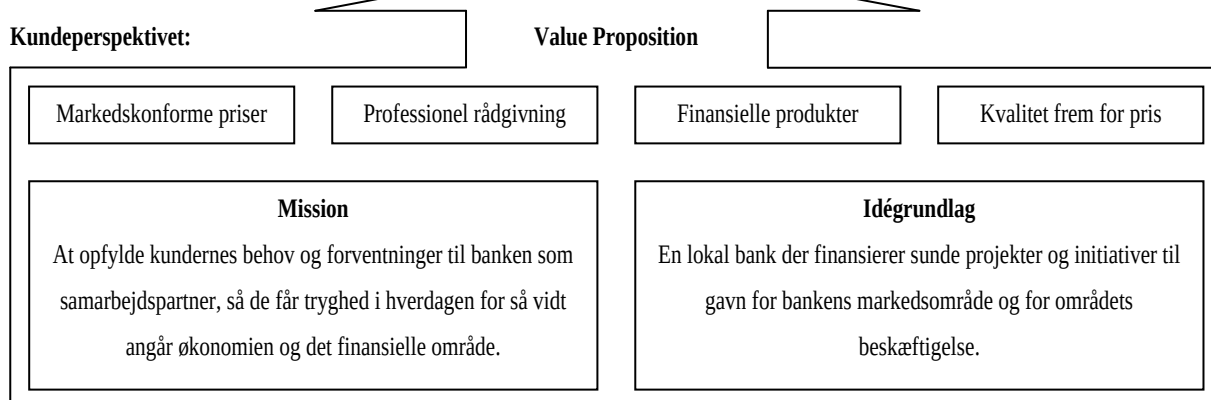
Appendiks: Målhieraki over projektet

For at få et overblik over værdiskabelsen i Lollands Bank har jeg udarbejdet strategikort som samtidig fungerer som et målhieraki i det videre arbejde med projektet. Målhierakiet er opdelt i de samme perspektiver som et traditionelt balanced scorecard.⁵⁰

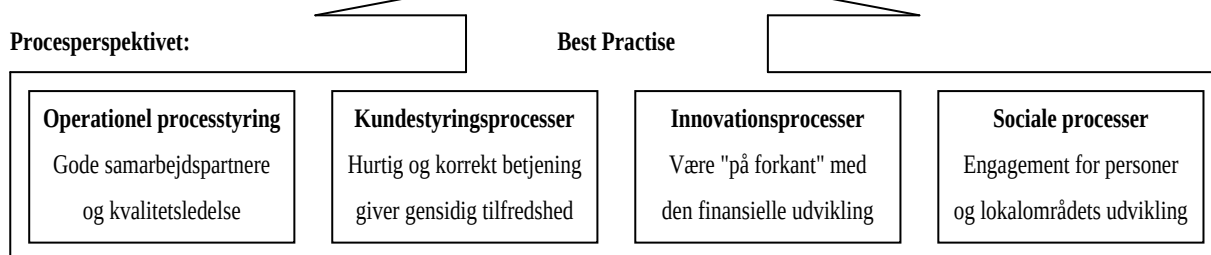
Finansperspektivet:



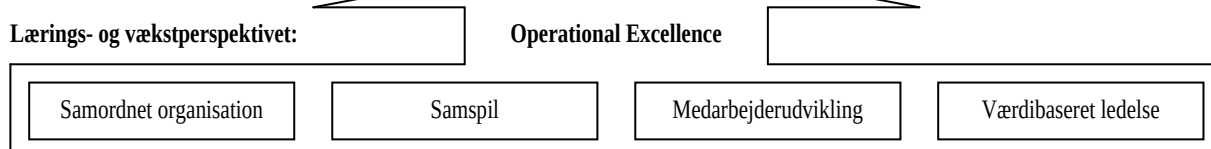
Kundeperspektivet:



Procesperspektivet:



Lærings- og vækstperspektivet:



⁵⁰ Strategikortet er udviklet med udgangspunkt i modelopbygningen præsenteret i Kaplan, Robert S.; Norton, David P.: Eksekveringsgevinsten. Øget konkurrencekraft med fokuseret strategi og drift, side 120-122.