



VÆRDIANSÆTTELSE AF SPAREKASSEN DANMARK

HD2 Regnskab og økonomistyring

Vejleder: Christian Farø

Afleveringsdato: 13. Maj 2024

Nicolai Mørup Pedersen – Studie nr. 20222033

Nicolaj Ploug Jensen – Studie nr. 20222057

Indholdsfortegnelse

1.0 Excecutive Summary	3
2.1 Indledning.....	4
2.1 Projektets formål	5
2.1.1 Problemstillinger.....	5
2.1.2 Problemformulering	5
2.1.3 Metode	6
2.1.4 Afgrænsning.....	7
3.0 Beskrivelse af Sparekassen Danmark.....	9
4.0 Strategisk analyse	10
4.1 PESTEL	10
4.1.1 Politiske forhold	10
4.1.2 Økonomiske forhold.....	12
4.1.3 Sociokulturelle forhold.....	13
4.1.4 Teknologiske forhold	15
4.1.5 Miljømæssige forhold	16
4.1.6 Lovgivningsmæssige forhold	17
4.1.7 Delkonklusion på PESTEL	19
4.2 Porters Five Forces.....	20
4.2.1 Truslen fra nye konkurrenter.....	21
4.2.2 Kundernes forhandlingsstyrke	22
4.2.3 Truslen fra substituerende produkter	23
4.2.4 Leverandørernes forhandlingsstyrke	24
4.2.5 Konkurrencesituationen i branchen.....	25
4.2.6 Delkonklusion på Porters Five Forces.....	26
5.0 Regnskabsanalyse af Sparekassen Danmark for perioden 2021 - 2023	28
5.1 Reformulering.....	28
5.2 ROE.....	29
5.2.1 Del-konklusion på ROE.....	32
5.3 ROA.....	33
5.3.1 Delkonklusion ROA.....	35
5.4 Kapitalforhold i Sparekassen Danmark.....	35
5.5 Bottom-up analyse	36
5.5.1 Indtægtsstrukturen for Sparekassen Danmark.....	37
5.5.2 Indtægtsstrukturen forandres.....	40
5.5.3. Rentemarginaler	41
5.5.4 Delkonklusion på Bottom up analysen.....	43
6.0 Budgettering	45
6.1 Budgetperiode	45

6.1.1 Netto renteindtægter	45
6.1.2 Netto gebyrindtægter	46
6.1.3 Kursreguleringer	46
6.1.4 Andre driftsindtægter	47
6.1.5 Nedskrivninger på lån	47
6.1.6 Af- og nedskrivninger	48
6.1.7 Udgifter til personale og administration	48
6.1.8 Andre driftsudgifter	48
6.1.9 Skat	49
7.0 Værdiansættelse	50
<i>7.1 Excess Return Model</i>	<i>50</i>
<i>7.2 Ejernes afkastkrav – CAPM</i>	<i>51</i>
<i>7.3 Risikofri rente</i>	<i>52</i>
<i>7.4 – Beta</i>	<i>53</i>
<i>7.5 Risikopræmie</i>	<i>54</i>
<i>7.6 Fastlæggelse af ejernes afkastkrav</i>	<i>54</i>
<i>7.7 Værdiansættelse af Sparekassen Danmark</i>	<i>55</i>
<i>7.8 Følsomhedsanalyse</i>	<i>56</i>
8.0 Diskussion	58
<i>8.1 Stordriftsfordele eller mangel på samme?</i>	<i>58</i>
<i>8.2 – CO₂ afgift på landbrug</i>	<i>59</i>
9. Konklusion	63
10. Perspektivering	65
Bibliografi	67
Bilag – 1 Appendix: Bottoms up analyse	73
Bilag 2 – Excel ark	74

1.0 Executive Summary

This thesis attempts to determine a theoretical value of Sparekassen Danmark. It will include different strategy models, such as PESTEL and Porters Five Forces, with the purpose of giving an understanding of which external forces influence Sparekassen Danmark. It will evaluate the competitiveness of the Danish banking market. The thesis will also include an analysis of Sparekassen Danmark and its peer's key performance indicators such as ROE and ROA. It will also include a Bottom-up analysis with the purpose of giving an understanding of Sparekassen Danmarks financial situation and which growth drivers are propelling the bank. With conclusions drawn from the strategic and financial analysis, a theoretical value of Sparekassen Danmark will be determined.

The Strategic analysis concluded that Sparekassen Danmark is affected by all external forces in the PESTEL-analysis. Particularly, the external force political has a significant impact on the sector. The regulation is making it difficult for Sparekassen Danmark to harness the free-market forces and thus realize its full growth potential. The lack of growth opportunities affects the valuation of banks in general. It is difficult for new entrants to penetrate the Danish bank market, but the market has become more competitive in the recent year. The negotiation power of customers and suppliers have become stronger the last couple of years. This trend can be challenging in the future.

The financial analysis concluded that Sparekassen Danmark has a strong financial performance compared to its peers, Sparekassen Kronjylland and Sparekassen Sjælland-Fyn. The analysis of ROE and ROA concluded that Sparekassen Danmark do get a lower return of its equity and assets compared to its peers, but the Bottom-up analysis concluded that Sparekasse Danmarks is best in class when it comes to earnings per expense. Sparekassen Danmark do also have the best interest margins compared to its peers.

The conclusion of the strategic and financial analysis assists in creating a forecast for Sparekassen Danmarks net result 5 years into the future. It also helps to determine Sparekassen Danmarks CAPM and the future ROE, which will be used in the valuation model's terminal period. To determine a theoretical value of Sparekassen Danmark the thesis make use of an Excess return model. With the previous mentioned forecast, CAPM and ROE the valuation model concludes a value of Sparekassen Danmark to be 10.650mio. kr. It is not possible with this model to be entirely sure that this valuation is the absolute truth. This thesis concludes that small changes in CAPM and ROE can have a big impact on the valuation of Sparekassen Danmark. The valuation is based on assumptions and things like economy of scale and devaluation on its lending can affect the output of the valuation.

2.1 Indledning

Den finansielle sektor står overfor øget regulering, højere kapitalkrav og digital transformation. Det kræver mere administration og øget driftsudgifter at drive et pengeinstitut, især indenfor IT-området. De øgede krav til sektoren gør, at det bliver vanskeligere for mindre banker at drive pengeinstitut. I 2021 besluttede Sparekassen Vendsyssel og Jutlander Bank at lave en ligeværdig fusion og i forbindelse med fusionen ændres navnet til Sparekassen Danmark. Fusionen er ifølge parterne blevet kaldt for rettidig omhu set i lyset af fremtidens udfordringer. Samtidig betød fusionen at den nye garantsparekasse står stærkere i forhold til fremtidige samarbejdspartnere og leverandører i kraft af den nye størrelse, kapitalstruktur og forventede indtjening.

Her små tre år efter fusionen er det interessant at undersøge hvorvidt Sparekassen Danmark står stærkere i det danske bankmarked. For at kunne gøre status, så er det vigtigt at holde øje med udgangspunktet. Nettoaktiverne i Jutlander Bank blev på købsdatoen, 1. september 2021, opgjort til en dagsværdi på 3.794.041.000 kr. Købsvederlaget lød på 3.345.069.000 kr. Den daværende kurs/indre værdi lød altså på 0,88.

Siden fusionen er der sket meget. Den europæiske centralbank har hævet renterne markant, Rusland er gået i krig med Ukraine og fornyet uro i Mellemøsten.

I projektet vil der blive udarbejdet en teoretisk værdiansættelse af Sparekassen Danmark anno 2024, som belyser hvorvidt at Sparekassen Danmark reelt har skabt merværdi ved at fusionere.

2.1 Projektets formål

Projektet har til formål at lave en teoretisk værdiansættelse af Sparekassen Danmark, som skal være med til at fastlægge hvorvidt der nu drives et stærkere pengeinstitut end før fusionen.

2.1.1 Problemstillinger

- Indlånsmarginalen – er den blevet forhøjet efter rentestigningerne?
(Hvad er den i forhold til ”peers”?)
- Har Sparekassen Danmark opnået stordriftsfordele efter fusionen?
- Udlånsmarginalen - er den blevet forhøjet efter rentestigningerne?
(Hvad er den i forhold til ”peers”?)

2.1.2 Problemformulering

Har fusionen mellem Sparekassen Vendsyssel og Jutlander Bank skabt merværdi og er stordriftsfordelene blevet udnyttet, således at der nu drives en mere omkostningseffektiv Sparekasse?

1. En strategisk analyse af Sparekassen Danmark og dens omverden.
2. En regnskabsanalyse af Sparekassen Danmark.
3. Værdiansættelse af Sparekassen Danmark ved hjælp af en Excess return model

2.1.3 Metode

I denne opgave laves indledningsvist en kort beskrivelse af Sparekassen Danmark. Herunder hvordan Danmarks største garantsparekasse blev født. Opgaven vil have Sparekassen Danmark som det primære hovedfokus, men der inddrages også to sammenlignelige pengeinstitutter. De to sammenlignelige pengeinstitutter er Sparekassen Kronjylland og Sparekassen Sjælland-Fyn. Disse to er valgt, fordi de har samme forretningsmodel, Sparekasse-modellen. Sparekassen Sjælland-Fyn er valgt, fordi det er en børsnoteret sparekasse, som giver mulighed for at sammenligne en kurs/indre værdi. Sparekassen Kronjylland er valgt, fordi de er sammenlignelige med Sparekassen Danmark i forhold til deres geografiske tilstedeværelse i landet. Sparekassen Kronjylland og Sparekassen Sjælland-fyn vil senere blive omtalt som peer-gruppen. Til brug for dataindsamling omkring Sparekassen Danmark og peers anvendes årsregnskaberne for 2021, 2022 og 2023.

Efter den korte beskrivelse af Sparekassen Danmark, vil der blive udarbejdet en strategisk analyse. Første del af den strategiske analyse har til formål at beskrive de udefrakommende forhold fra omverdenen. Til dette anvender vi en PESTEL-analyse, som beskriver følgende forhold; Politiske, økonomiske, sociale, teknologiske, miljømæssige og lovmæssige. I næste afsnit af den strategiske analyse ønskes konkurrencesituationen i den danske banksektor belyst. Til brug for dette anvendes Porters 5 Forces. Begge strategiske analyser afsluttes med en delkonklusion.

Herefter udarbejdes en regnskabsanalyse af Sparekassen Danmark. Til brug for dette, har vi brugt en bottom-up tilgang. Der er udarbejdet et appendix, som viser udregningerne i bottom up analysen. Bottom-up tilgangen gør det muligt at belyse Sparekassen Danmarks vækstdrivere og analysere hvor indtjeningen i de sidste 3 årsregnskaber stammer fra, og desuden hvordan udviklingen i kerneforretningen har været. Udover bottom-up analysen, så analyseres ROE og ROA for Sparekassen Danmark. I løbet af regnskabsanalysen vil vi sammenligne med peer-gruppen. Afslutningsvis beskrives kapitalforholdene i Sparekassen Danmark kort

Den strategiske og regnskabsmæssige analyse opsamles i en budgetteringsperiode, som skal danne grundlaget for vores forecast (vækstperiode) i værdiansættelsen. I budgetteringsperioden

inddrages del-konklusioner i henholdsvis de strategiske analyser og den regnskabsmæssige analyser til brug for udarbejdelse af budgetperioden. I næste afsnit fastlægges de forskellige faktorer, som indgår i værdiansættelsen – hvorefter at den endelige værdiansættelse udarbejdes. Derudover udarbejdes en følsomhedsanalyse, som belyser usikkerhederne i forbindelse med værdiansættelsesmodellen. Herefter udarbejdes en diskussion af et højaktuelt emne indenfor landbruget og en diskussion af hvorvidt stordriftsfordelene er blevet udnyttet. Begge disse diskussioner holdes op imod værdiansættelsen, og hvordan den eventuelt ville blive påvirket.

Afslutningvis har vi en konklusion på vores problemformulering og de opstillede problemstillinger samt en kort perspektivering.

2.1.4 Afgrænsning

Projektet er afgrænset til den danske banksektor. Sparekassen Danmark er en sparekasse, som udelukkende har filialer i Danmark, og derfor afgrænses projektet således, at kun lovgivning og reguleringer, der påvirker den danske banksektor vil blive inddraget i projektet. Ligeledes er peer-gruppen, som beskrevet i afsnittet ”Metode”, afgrænset til at omfatte banker der opererer i Danmark.

Ved udregning af beta er der afgrænset til sammenlignede banker. De største SIFI-pengeinstitutter i Danmark såsom Danske bank og Jyske bank, er udeladt fordi deres størrelse gør, at de er hårdere reguleret end Sparekassen Danmark, hvilket kan have en betydning på beta-værdien. Afgrænsning skal hjælpe med at give et mere retvisende billede af Sparekassen Danmarks beta ved udelukkende at benytte sig af sammenlignede pengeinstitutter.

I metodeafsnittet beskrives det, at vi benytter regnskabsmateriale fra 2021, 2022 og 2023. Afgrænsningen til denne periode skyldes, at Sparekassen Danmark blev etableret i 2021, og derfor findes der ikke regnskabsmateriale ældre end 2021. Ved at afgrænse regnskabsanalyseperioden til en treårig periode opnås det mest retvisende billede af Sparekasse Danmark, idet en længere periode vil indebære en analyse af Sparekassen Vendsyssel og Jutlander banks regnskaber før fusionen.

Regnskabsanalysen afgrænses til kun at tage udgangspunkt i regnskaberne fra Sparekassen Danmark, Sparekassen Kronjylland og Sparekassen Sjælland-Fyn. I projektet fokuseres på nøgletallene ROE, ROA og udarbejdelse af en bottom-up analyse. Disse nøgletal vil blive uddybet i regnskabsanalysen. Der vil være andre interessante vinkler på regnskabsanalysen, der kunne fremvise forskellige nøgletal. Grundet omfanget på projektet er det valgt at afgrænse til nævnte nøgletal.

Projektet afgrænses til udelukkende at benytte en værdiansættelsesmodel. Værdiansættelsen af en unoteret bank byder på særlige udfordringer i forhold til en mere traditionel værdiansættelse, og dermed giver brugen af klassiske værdiansættelsesmodeller såsom DCF-modellen udfordringer. Ved at afgrænse projektet til en enkelt værdiansættelsesmodel, er det muligt at foretage en dybere analyse, hvilket kan medføre et mere retvisende resultat, end ved anvendelsen af flere værdiansættelsesmodeller.

3.0 Beskrivelse af Sparekassen Danmark

1. september 2021 blev fusionen mellem Jutlander Bank og Sparekassen Vendsyssel en realitet, og Danmarks største garantsparekasse Sparekassen Danmark blev en kendsgerning. Fusionen er mellem parterne blevet kaldt en ligeværdig fusion, med Sparekassen Vendsyssel som den fortsættende juridiske enhed. Det er ikke den første fusion for Sparekassen Danmarks administrerende direktør, Vagn Hansen, som har foretaget utallige fusioner, og derved været med til at bygge det Sparekassen Danmark, som vi kender i dag. (Sparekassen Danmark, 2022)

Sparekassen Danmark ønsker at være en lokal og selvstændig sparekasse, som skaber værdi for kunderne, lokalsamfundene og være en attraktiv arbejdsplads for medarbejderne. Strategien udmærker sig specielt ved at Sparekassen Danmark åbner filialer rundt omkring i landet, og siden fusionen i 2021 er der åbnet 8 nye afdelinger. I 2024 findes Sparekassen Danmark på 63 forskellige adresser i Danmark (Muff & Oxvig, 2024). Et par af nøgleordene, som direktionen også anvendte i forbindelse med fusionen, var at man ønsker at være en lokal forankret Sparekasse. Dette skulle komme til udtryk ved udbetaling af minimum 100 mio. kr. årligt til almennyttige og velgørende formål. Det er et ønske at give tilbage til lokalsamfundet, hvor pengene er tjent. I Sparekassen Danmarks første årsregnskab kan man læse, at det er en fusion som er sket af lyst og for at vise rettidig omhu. (Sparekassen Danmark, 2022)

I 2022 lancerer Sparekassen Danmark sin nye strategi kaldet "*SparD-vejen*". Strategiens værdier bygger på ordene; Sund fornuft, ambitiøs og tillid. Denne strategi skal hjælpe med at realisere Sparekassens strategiske mål, som er: *Netto tilgang af kunder, medarbejderengagement (måles gennem intern medarbejderundersøgelse), absolut indtjening, lokal forankring (måles gennem kundetilfredshedsundersøgelse)*. (Sparekassen Danmark, 2023)

4.0 Strategisk analyse

I dette afsnit vil der blive udarbejdet en strategisk analyse. Formålet med udarbejdelsen er dels at belyse hvordan omverdenen påvirker Sparekassen Danmark og belyse konkurrencesituationen i den danske banksektor. Den strategiske analyse er en vigtig faktor i værdiansættelsen af en virksomhed, da den giver mulighed for at undersøge virksomhedens økonomiske forhold på et kvalitativt niveau (Sørensen, 2022). For at kunne analysere omverdenen benyttes PESTEL-analysen. Herudover vil der blive udarbejdet en Porters Five Forces for at kunne tydeliggøre konkurrencesituationen i den finansielle sektor i Danmark.

4.1 PESTEL

Den danske banksektor er en hjørnesten i det danske samfund og dens økonomi. Sektoren er dynamisk, og udvikler sig hele tiden, for at kunne følge med i den konstante påvirkning som de udsættes af omverden. De eksterne faktorer fra sektorens omverden kan have store konsekvenser for sektorens drift, rentabilitet og omdømme. Ved udarbejdelse af en PESTEL-analyse vil der blive dannet et overblik over hvilke faktorer der påvirker sektoren og hvilke udfordringer branchen står overfor de kommende år.

4.1.1 Politiske forhold

I Danmark er den politiske tilgang til banksektoren karakteriseret ved en stabil og proaktiv tilgang til regulering. Dette kommer til udtryk ved, at Nationalbanken overvåger og analyserer finanssektoren, så den kan komme med anbefalinger til politikerne om, hvordan forskellige risici og problemstillinger kan mindskes (Danmarks Nationalbank, 2024). Politikerne har dermed mulighed for at agere proaktivt og understøtte en stærk finansiell infrastruktur. Bankerne er de seneste år ofte blevet afbilledet i diverse medier som griske og grådige i forbindelse med præsentationen af rekordstore regnskaber. Dette bidrager til, at den danske befolkning har en blandet holdning til sektoren. Det er derfor også et populært emne for politikerne at tage op, og det kan have en direkte påvirkning på den politiske tilgang overfor branchen. (Jensen, 2021)

En af de vigtigste og mest påvirkende faktorer for banksektoren er de politiske rammer, som fastsættes af det danske folketing og EU, da de afgør hvilke vilkår, bankerne skal arbejde under. Sparekassen Danmark og de andre danske banker er underlagt den lovgivning og de direktiver, som vedtages af Folketinget og EU. De love og direktiver som vedtages, afspejler ofte reelle problemstillinger, som sektoren har stået overfor. Det er tydeligt, at der er taget ved lære af finanskrisen i 2008, hvor der efterfølgende er blevet indført en række foranstaltninger, der skal sikre finansiell stabilitet og beskytte forbrugerne. BASEL III var en direkte respons på finanskrisen. (BIS, 2024) Der kan læses mere om hvilken lovgivning og hvilke effekter det har på branchen i afsnittet 4.1.6 Lovgivningsmæssige forhold. Disse reguleringer har medført, at bankernes omkostninger til kapital, compliance, nedskrivninger mm. er steget, hvilket kan presse deres profitmarginer.

En anden vigtig faktor er den danske skattepolitik, da denne ligeledes kan have en stor påvirkning på bankernes bundlinje. Det er afgørende at Sparekassen Danmark følger den politiske debat tæt, og forberedte på eventuelle ændringer i den danske skattepolitik. I forbindelse med folketingsvalgene i 2019 og 2022 blev der foreslået en ekstra banksskat til finansiering af den danske velfærd. Det kommer efter flere år, hvor flere af de store banker laver rekordregnskab efter rekordregnskab. Der findes dog ikke belæg for at bankerne har en højere indtjening end andre brancher. (Warming-Lollesgaard & Brink, 2022) Som beskrevet tidligere er det i perioder hvor bankerne tjener mange penge, et populært emne for politikerne at tage op. Det har den effekt at banksektoren er under konstant overvågning fra medierne og er emne for offentlig debat. Dette kan resultere i et politisk pres overfor sektoren, som kan betyde, at de hurtigt skal tilpasse sig ny lovgivning fra politisk side og forventninger fra deres kunder. Sparekassen Danmark skal derfor være forberedte og agile for hurtigt at kunne tilpasse sig nye politiske tiltag.

Den politiske interesse for bæredygtighed og klimaændringer har medført stigende forventninger til at sektoren skal deltage i den grønne omstilling. Det forventes fra politisk side, at bankerne er medfinansierende i de grønne projekter og integrerer bæredygtighedsrisici i deres risikovurderinger. Dette emne vil blive uddybet under afsnittet 4.1.5 Miljømæssige forhold.

Sammenfattende er det politiske miljø en dynamisk og flerdimensional faktor, der kræver konstant overvågning og strategisk ageren fra Sparekassen Danmarks side. De skal ikke kun reagere på politiske ændringer, men også være proaktive, forudseende, og påvirke politiske tendenser for at sikre deres fortsatte succes.

4.1.2 Økonomiske forhold

Den økonomiske udvikling i hovedsageligt Danmark, men også i resten af verdenen, har en direkte påvirkning på banksektoren. Den økonomiske vækst påvirker bankernes forretningsmuligheder og efterspørgslen på forskellige finansielle produkter. Når BNP i Danmark vokser, så vokser efterspørgslen efter finansielle produkter som regel også. Privatkunder er mere tilbøjelige til at optage boliglån, billån, forbrugslån i perioder, hvor der er stor tillid til økonomien i samfundet. Erhvervskunder er mere tilbøjelige til at foretage investeringer i deres virksomhed, som kræver finansiering i perioder med økonomisk fremgang. En ansvarlig finanspolitik kan ligeledes bidrage til at holde renteniveauerne lave, hvilket yderligere kan påvirke efterspørgslen efter finansielle produkter. Dette kan medføre en gunstig situation for bankerne. (Danmarks Nationalbank, 2022)

Inflation og renteniveauer har også en stor påvirkning på bankernes indtjening. Folketinget og Nationalbanken har en direkte påvirkning via deres pengepolitik. I perioder med lav inflation og lave renter kan Sparekassen Danmarks rentabilitet blive udfordret, da deres rentemarginaler vil komme under pres grundet forskellen mellem udlåns- og indlånsrenter mindskes. Derfor kan der opstå et behov for, at Sparekassen Danmark er innovative i forhold til at generere indtægter. Dette kan for eksempel være via gebyrer eller alternative investeringstjenester. (Danmarks Nationalbank, 2022)

Udviklingen på arbejdsmarkedet er ligeledes en faktor, som påvirker sektoren. I perioder med en stærk tiltro til arbejdsmarkedet og lav arbejdsløshed vil bankerne typisk være mere lempelige med deres kreditgivning end i perioder med høj arbejdsløshed. I tider med lav arbejdsløshed har kunderne bedre muligheder for at overholde deres finansielle forpligtelser i forbindelse med låntagning, og omvendt ved perioder med høj arbejdsløshed.

Valutakursudviklingen kan ligeledes have påvirkning på bankernes rentabilitet. Dette gør sig især gældende for banker med en betydelig international eksponering. I takt med verdenen er blevet mere og mere globaliseret, vil bankerne og deres kunder operere på forskellige markeder rundt om i verden. Her kan kursforskelle mellem den danske krone og udenlandsk valuta have betydning for værdien af de udenlandske investeringer og omkostninger/indtægter ved handel med varer og tjenester i udlandet.

Det danske boligmarked er ligeledes en betydelig faktor for den danske bankbranche. De fleste danske boligejere har finansieret deres bolig via et realkreditlån. Boligmarkedets udvikling kan have en direkte effekt på efterspørgslen efter finansiering, herunder realkreditlån. Denne type finansiering er ofte en god forretning for bankerne da disse er sikret med en stærk sikkerhed via pant i ejendommen. Perioder med lav aktivitet på boligmarkedet kan derfor have en påvirkning på bankernes rentabilitet.

4.1.3 Sociokulturelle forhold

Udviklingen i danske demografi har stor betydning for banksektoren. Det er forskelligt hvilke type produkter de forskellige aldersgrupper efterspørger. I fremtiden forventes Danmarks befolkning at bestå af en større mængde ældre end i dag (Danmarks Statistik, 2023). En aldrende befolkning kan betyde, at der ikke vil være det samme behov for finansiering, som man ser ved yngre låntagere, eksempelvis boligfinansiering. En aldrende befolkning vil i højere grad efterspørge sikre investeringer og opsparingsformer såsom pensionsprodukter og aftaleindlån. (Snedker, 2020)

Den sociale mobilitet i Danmark bidrager ligeledes til at skabe et dynamisk kundefundament, hvor kunden gennem sine livsfaser kan bevæge sig i forskellige socioøkonomiske klasser, og dermed have forskellige finansielle behov igennem livet. Sparekassen Danmark skal være smidige nok til at tilpasse sig disse skiftende behov med tilpassede finansielle løsninger. Sparekassen Danmark skal derfor være klar til omstille sig den forskydende demografiske udvikling og være innovative i deres produktudvikling således de kan efterleve kundes behov.

I Danmark er tillid til bankerne på et lavt niveau, og kundetilfredsheden har været udfordret siden finanskrisen i 2008 (Epsi Rating Group, 2024). For at forbedre tilliden til branchen er det vigtigt at branchen afspejler de kulturelle normer og værdier i Danmark. Der er en generel voksende forventning om, at bankerne udviser etik, gennemsigtighed og ansvarlighed. Skandaler såsom hvidvaskskandalen har skærpet kundernes opmærksomhed på bankernes forretningsmetoder. Som reaktion på dette har bankerne startet forskellige initiativer og strategier for at promovere sig som en ansvarlig branche. Eksempler på dette er f.eks. Nykredits Nyskovfonden (Nyskovfonden, 2024) eller Sparekassen Danmarks strategi om at bidrage til lokal udvikling. (Sparekassen Danmark, 2024)

Danmark er et højteknologisk land, som stilles høje krav til bankernes digitale løsninger som kan understøtte kundernes behov, såsom mobilbank og mobilbetaling. I disse år poster bankerne derfor betydelige summer i den teknologiske udvikling og digitalisering. Dette vil blive uddybet i afsnittet 4.1.4 Teknologiske forhold

Det er vigtigt for bankerne at tiltrække og fastholde højt kvalificerede medarbejdere, der kan håndtere stadig mere og mere komplekse finansielle produkter og leve op til kunders forventninger til rådgivning og service. Den høje kvalitet af den danske arbejdsstyrke og de gode muligheder for uddannelse i Danmark er en fordel for banksektoren. Udfordringen ligger i den stadigt udviklende tendens til jobskifte (Santesson, 2023), hvilket kan medføre mindre kundeloyalitet, da den personlige relation til rådgiverne forsvinder.

Danskernes forbrugeradfærd er ligeledes en faktor som påvirker bankernes forretningsmodel. Covid-19 medførte adfærdsændringer, som betød danskernes opsparing nåede historiske højder. (Danmarks Statistik, 2021) Sådanne ændringer i adfærdsmønstre påvirker bankernes strategier for produktudvikling, og der kan derfor være et større behov for attraktive opsparingsprodukter og investeringsrådgivning i modsætning til tidligere.

Samlet set skal Sparekassen Danmark være opmærksom på de sociokulturelle dynamikker og være parat til at tilpasse sig et ændrende kundelandskab, som stiller høje krav til etik,

bæredygtighed og teknologisk bekvemmelighed. Sparekassen Danmark skal være i stand til at navigere i denne kompleksitet for at sikre langsigtet kundeloyalitet og bæredygtig vækst.

4.1.4 Teknologiske forhold

Den teknologiske udvikling i samfundet og de muligheder, det bringer, har ændret måden, som der drives bank i dag. Bankerne er i dag tilgængelige 24/7 via netbank og mobilbank, hvor man tidligere skulle ned i banken med sin bankbog for at udføre transaktioner. Denne digitalisering har skubbet normen for, hvor og hvordan banktjenester leveres og forbruges. Ligeledes har det også ændret behovet for antal af fysiske filialer, da alt fra transaktioner til kundemøder kan klares online. Hvilke digitale løsninger den enkle bank kan tilbyde er blevet et konkurrenceparameter i dag, og derfor investeres der voldsomme summer i udviklingen af deres IT-infrastruktur. (Finans Danmark, 2021)

Cybersikkerhed er blevet en topprioritet, da den øgede digitalisering går hånd i hånd med en øget cybertrusler (Finans Danmark, 2021). Især efter Ruslands invasion af Ukraine er emnet blevet aktuelt for danske virksomheder og banker. Bankerne arbejder derfor hårdt på at forbedre deres metoder til at bekæmpe svindel og cyberangreb (Finans Danmark, 2021). Sektoren er blevet underlagt strenge regulativer for at bekæmpe svindel og hvidvask. GDPR og AML er derfor blevet en integreret del af bankernes teknologistrategi, og de udvikler konstant nye systemer, der skal hjælpe sektoren med at forblive et skridt foran potentielle trusler.

Automatisering og kunstig intelligens (AI) har gjort sit indtog i bankbranchen. Dette skal hjælpe med at skabe mere effektive og omkostningslette processer. Der udvikles løsninger som chatbots, som kan assistere med simple kundeserviceforespørgsler, til algoritmer der kan spore og forhindre svig. Der vil de kommende år blive integreret endnu mere AI som skal supplere bankrådgiverne, og dermed gøre dem mere effektive. (Danske Bank, 2024)

Fintech-selskaber er de seneste år buldret frem på det danske marked. De presser de traditionelle banker til at sætte fokus på innovation og være agile i forhold til skiftende kundepræferencer. Fintech-selskaber er med til at sætte skub i udviklingen af nye teknologier, som ofte er mere brugervenlige eller billigere end de traditionelle produkter bankerne tilbyder. Disse

produkter tvinger de etablerede banker til enten at indgå samarbejde eller investere i fintech-virksomhederne for forsat at kan håndtere kundernes efterspørgsel. (Bendtsen, 2022)

Blockchain er også et område bankerne skal holde et vågent øje med. Kryptovaluta har vundet indpas som et finansielt produkt, men ligger stadig på kanten af banksektorens kerneaktiviteter. Det vil derfor ikke blive uddybet yderligere her, hvilke muligheder og udfordringer der ligger i den underliggende teknologi bag blockchain.

Sammenfattende er den teknologiske udvikling en afgørende faktor for Sparekassen Danmark, der både tilbyder muligheder for at forbedre effektiviteten og kundeservicen, men også stiller krav om konstant opmærksomhed og investeringer i nye løsninger. Banker, der er i stand til at forstå og integrere ny teknologi i alle aspekter af deres virksomhed, vil være bedre rustet til at imødekomme fremtidens krav.

4.1.5 Miljømæssige forhold

Det forventes at Den danske banksektor vil spille en afgørende rolle i den grønne omstillingen af vores samfund. Det forventes at sektoren skal hjælpe deres kunder med at finansiere projekter, som fremmer bæredygtighed, herunder vedvarende energi, grøn transport, infrastruktur, grøn landbrug osv. Ved at allokere kapital til grønne investeringer kan sektoren imødekomme de høje forventninger, der er stillet til dem. Dette kan for eksempel ske gennem grønne obligationer, som er et finansielt produkt designet til at finansiere tiltag og projekter som har en positiv miljømæssig indvirkning. En anden mulighed er udviklingen af innovative produkter/services, som tilbyder kunderne fordele såsom renterabat ved finansiering af miljøvenlige aktiver, eller services som kan hjælpe kunder med deres ESG-rapportering.

Grøn omstilling er et emne, der ofte bliver fremhævet i nyhedsbilledet, og det medfører at lovgivningen på området bevæger sig med hastige skridt. Det er derfor afgørende at Sparekassen Danmark er opdateret og proaktive for at sikre, at de ikke belåner aktiver, som kan miste deres værdi i morgen grundet miljømæssige reguleringer. Klimaforandringerne udgør ligeledes en risiko for sektoren. Mange ejendomme rundt om i Danmark står overfor en øget risiko for at

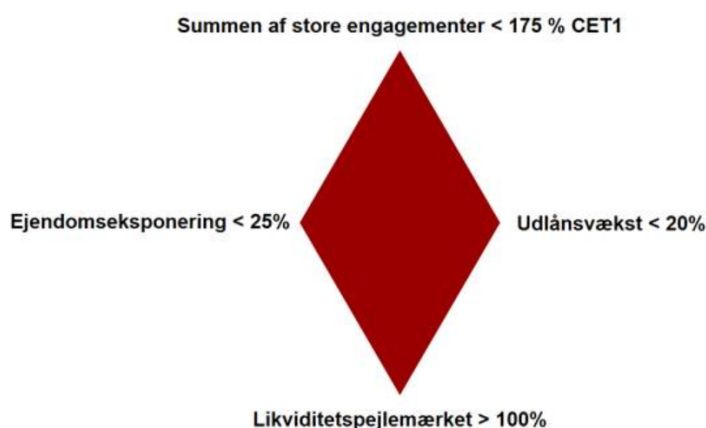
blive udsat for stadig mere og mere ekstremt vejr. Bankerne skal derfor inkorporere klimarelaterede risici i deres kreditgivning for at mindske deres risici mod klimaforandringer.

Sammenfattende er det vigtigt at sektoren går forrest i den grønne omstilling. De har mulighed for at gøre en reel forskel ved at positionere sig som en leder indenfor bæredygtig finansiering. Dette vil ikke kun give en konkurrencemæssig fordel, men ved at tage initiativet kan sektoren også reparere på deres blakkede ry.

4.1.6 Lovgivningsmæssige forhold

Som det blev nævnt i afsnittet 4.1.1 Politiske forhold er banksektoren underlagt en lang række love og direktiver, som sikrer en stabil finansiel sektor og kundernes rettigheder. I dette afsnit vil Tilsynsdiamanten, BASEL III og AML kort blive beskrevet. Der er en lang række yderligere love og direktiver, som ligeledes har indflydelse på Sparekasse Danmark såsom NEP-krav, GDPR, MIFID osv. For at holde afsnittet enkelt er det valgt kun at beskrive Tilsynsdiamanten, BASEL III og AML's påvirkning på Sparekassen Danmark.

Tilsynsdiamanten er et værktøj udarbejdet af Finanstilsynet for at forebygge uhæmmet vækst via en risikobetonet tilgang i bankerne. Værktøjet består af fire pejlemærker: Summen af store engagementer, ejendomseksponering, likviditetspejlemærket og udlånsvækst. Sparekassen Danmark skal holde sig indenfor alle fire pejlemærke for at undgå sanktioner fra Finanstilsynet. (Finanstilsynet, 2023) Sparekassen Danmark overskred i 2023 tilsynsdiamanten i forhold til retningslinjen om maksimal udlånsvækst på 20 pct. Udlånsvæksten for 2023 var 30,6 pct. I forbindelse med overskridningen af tilsynsdiamanten, så har Sparekassen Danmark fået en risikoplysning om, at udlånsvæksten bør være lavere fremadrettet. (Finanstilsynet, 2024)



Figur 1 – Tilsynsdiamanten
Kilde: (Finanstilsynet, 2024)

Basel III er et sæt internationale regler, som har til formål at afhjælpe risikoen for der opstår en ny finanskriser som vi oplevede i 2008. Basel-reglerne har medført at bankerne skal have øget fokus på kapitalstruktur og likviditetsstyring. Der er indført regler om, at bankerne skal have en større kapitalreserve i form af kernekapitalbuffer og kontracyklisk buffer. (BIS, 2024) Dette kan resultere i begrænsninger i Sparekasse Danmarks muligheder for vækst, da en ekstra eksponering overfor risikobetonede lån sætte større krav til deres kapitalreserve.

Direktiver og lovgivning indenfor Anti-Money-Laundering (AML) stiller store krav til de processer og systemer der skal hjælpe med at bekæmpe hvidvask. Danske Banks hvidvaskskandale satte et markant skub i udviklingen på dette området. Investeringer i AML bliver således en stadig større og større post for sektoren, som ikke direkte bidrager til en øget indtjening. De store krav til investeringer på området var også en af årsagerne til Jutlander bank og Sparekassen Vendsyssel valgte at fusionere for at opnå stordriftsfordele. (Sparekassen Danmark, 2022) Dette kan blive en faktor, som gør det nødvendigt, for mindre pengeinstitutter at lade sig opkøbe eller fusioner i fremtiden.

Samlet set er den lovgivning, som sektoren er underlagt en afgørende del i styringen af stabilitet og risiko i den finansielle sektor. Det er derfor også en hjørnesteen i, hvordan bankerne skal vokste og forblive rentable i fremtiden, da lovgivningen begrænser uhæmmet vækst. Det er

afgørende at Sparekassen Danmark forstår og efterlever de regulativer, de er underlagt for stadig at kunne drive bankdrift.

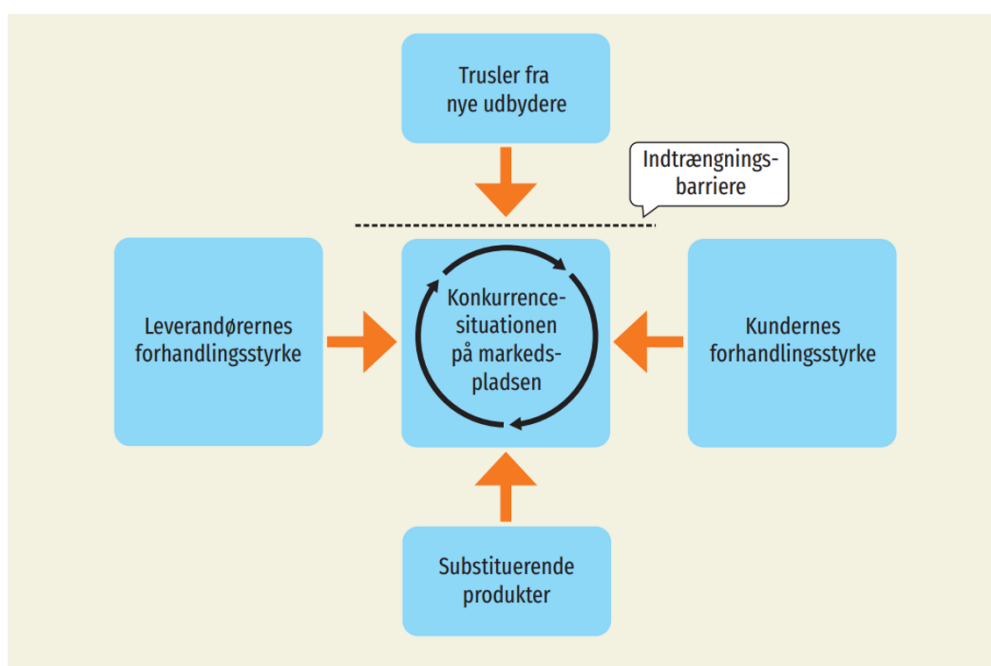
4.1.7 Delkonklusion på PESTEL

Det står klart at den danske banksektor påvirkes af alle elementerne i PESTEL-analysen, hvor hvert forhold i omverden kan give potentielle udfordringer, hvis de ikke håndteres korrekt. Det politiske forhold er historisk stabil og proaktiv, men sektoren skal være årvågen overfor ændringer i det politiske klima og den offentlige debat, som især op til valg eller i forbindelse med kriser kan medføre gennemgående ændringer og nye initiativer. De økonomiske forhold har en stor betydning for sektorens udvikling og rentabilitet. Sektoren skal hele tiden justere deres forretning efter de overordnede konjunkturer, men og de mere specifikke faktorer, såsom udviklingen af renten og prisudviklingen på boligmarkedet. Sociokulturelt skal bankerne forblive på forkant med den demografiske udvikling i befolkningen, og de ændrende efterspørgsler dette må bringe. Sparekassen Danmark skal forsøge at forbedre den lave tillid og tilfredshed i sektoren. Det kunne gøres via indgreb i deres etiske håndtering og øget gennemsigtighed. Dette går tæt i hånd med den miljømæssige påvirkning, hvor sektoren aktivt skal deltage i den grønne omstilling og være forbillede for andre sektorer. Bankerne skal implementere klimarelaterede risici i deres kreditstrategi for at sikre sig mod fremtidige tab. Teknologisk skal sektoren forsætte deres digitalisering og investering i automatiseringer og AI for at kan imødekomme kundernes forventninger til rådgivning og kundeservice. Sparekassen Danmark skal sikre sig mod en stadig større og større trussel fra cyberkriminalitet. Sparekassen skal holde sig ajour på nuværende og fremtidig lovgivning og direktiver således de forsat overholder den lovgivning der kræves for at drive bank. Alt i alt har omverden en klar forventning om, at banksektoren skal være agil, innovativ og påtage sig et socialt ansvar. Sektoren skal kunne navigere i et mere og mere komplekst og skiftende marked, hvor der skal være en klar balance mellem at overholde nødvendig lovgivning, men stadig skabe værdi for kunderne. Tilpasning og forudsigelighed kan være afgørende elementer i sektorens mulighed for en bæredygtig og succesfuld fremtid.

4.2 Porters Five Forces

For at kortlægge det kompetitive landskab for Sparekassen Danmark anvendes Porters Five Forces. Modellen anvendes til at analysere og vurdere branchen, som Sparekassen Danmark befinder sig i. Porters five forces analyserer derudover også konkurrencesituationen i branchen. Modellen indeholder 5 forskellige markedskræfter: Truslen fra nye udbydere, kundernes forhandlingsstyrke, leverandørernes forhandlingsstyrke, substituerende produkter, konkurrencesituationen i branchen.

Porters Five Forces bruges til at analysere en specifik branche og i dette tilfælde bruges modellen til at sætte fokus på konkurrencesituationen i den finansielle sektor. Ifølge Michael E. Porter, så er alle virksomhederne i en branche som udgangspunkt i konstant rivalisering imod hinanden. Analysen kan ligeledes bruges til at vurdere hvor attraktiv en branche er. Her er hypotesen at jo svagere påvirkningen er fra de ovenstående fem markedskræfter, jo mere attraktiv anses branchen for at være med hensyn til indtjening. (Andersen, et al., 2016)



Figur 2 - Porters five forces
Kilde: (Andersen, et al., 2016)

4.2.1 Truslen fra nye konkurrenter

I gennem det sidste årti, er barriererne for at trænge ind på bankmarkedet kun vokset. Siden 2012 er der skyllet en række nye tiltag med reguleringer ind over de danske banker. Reguleringen er både international og dansk. Nogle af de reguleringer, som gør adgangsbarrieren svær at nedbryde for nye aktører på det danske bankmarked kunne være følgende:

- Kapitalkrav på minimum 8 mio EUR (International Monetary Fund, 2007)
- Ekstra kapitalkrav ved udlån. Det individuelle solvensbehov bestemmer, hvor meget ekstra kapital, som der vil være krævet af banken.
- Hård regulering (Fx tilsynsdiamanten, NEP-krav, SIFI-buffere, KYC)
- Omfattende rapportering (Finans Danmark, 2024) (Mifid-reglerne, compliance)
- Anskaffelse af lokaler til brug for filialer, know-how til brug for kreditpolitik.

I Danmark vurderes det at regionale og lokale banker har god tilstedeværelse og det er uinteressant for store internationale banker at trænge ind på det danske marked idet der er en kulturel barriere, samtidig med at der er tale om et lille marked. Derudover er der en stor compliance opgave tilknyttet det at åbne en ny bank i Danmark. (Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen , 2013)

I 2015 blev en af de seneste konkurrenter på bankmarkedet etableret, et såkaldt fintechselskab ved navn "Lunar". Ambitionerne var tårnhøje, da Lunar skulle konkurrere med de danske banker, ved at tilbyde digitale og automatiserede løsninger. Globalt anses fintech-sektoren for at være et vækstområde, men realiteten må antages at være en anden for Lunar. I andet halvår 2023 tabte banken 213,1 mio. kr., og måtte senest i marts 2024 fremlægge en kapitalplan for finanstilsynet for ikke at skulle gå konkurs, efter at selskabet tabte en retssag i Norge. (Madsen, 2024)

Truslen fra nye konkurrenter i bankverdenen vurderes ud fra ovenstående at være lav.

4.2.2 Kundernes forhandlingsstyrke

De danske bankkunder har ikke været flittige til at skifte bank, selvom de måske ikke altid har været tilfredse med deres nuværende pengeinstitut.

I 2021 udgav Finans Danmark en analyse af mobiliteten blandt danske bankkunder. De nye tal viste at kundemobiliteten på det danske bank- og realkreditmarked ligger helt i top i Europa. Analysen dækker en 5-årig periode fra 2015-2019, og viser at knap 18 pct. af alle voksne danskere har skiftet pengeinstitut. EU-gennemsnittet ligger på knap 9 pct. Danmark ligger helt i top, når det gælder kundemobilitet i Europa, og det er sundt for konkurrencesituationen på det danske bankmarked. (Brink, 2021)

I de seneste år, er der kommet en særlig tendens i de større banker. Bankens ”hverdagskunder”, altså kunder uden boligfinansiering eller større investeringsløsninger, har ikke længere en fast rådgiver. Denne kundegruppe er, hvad enten det er yngre kunder eller ældre kunder, tilknyttet et ”rådgivningsteam” af forskellige rådgivere, som varetager de henvendelser og forespørgsler, der måtte komme. En tendens som gør, at de større banker har fjernet den personlige relation som ligger mellem bankrådgiver og kunde. En måling fra Voxmeter udgivet i 2024 viser, at 31,5 pct. gerne vil skifte bank. Af disse 31,5 pct. angiver 22,7 pct. at årsagen er ”Upersonlig service” imens 16,9 pct. angiver ”for mange forskellige rådgivere”. (Brahm & Iversen, 2024)

Digitaliseringen af banksektoren må anses at være en af de faktorer, som også er med til at hjælpe på mobiliteten blandt de danske bankkunder. Igennem de sidste par år, er der kommet flere digitale services ind på bankmarkedet, som gør at relationen til bankrådgiveren gradvist bliver mindre og mindre. I april 2000 blev MyBanker etableret, og det har givet danskerne mulighed for at sammenligne priser på finansielle services og få hjælp til bankskifte. Siden da er flere forskellige udbydere kommet til – b.la. FindBank og Pengerådgivning – som også hjælper danske bankkunder med at finde det rigtige pengeinstitut til dem. De nye digitale løsninger gør det nemmere for danskerne at indhente flere forskellige tilbud, som gør det nemmere for kunderne at forhandle med banken.

Kundernes forhandlingsstyrke vurderes historisk at have været lav, men er i løbet af de seneste par år blevet markant forbedret, idet den teknologiske udvikling, har hjulpet de danske bankkunder med at indhente tilbud fra andre pengeinstitutter. Kundernes forhandlingsstyrke vurderes i dag at være på et middel niveau.

4.2.3 Truslen fra substituerende produkter

Banksystemet og de finansielle services har eksisteret i mange år. De seneste års teknologiske udvikling har medført større konkurrence fra substituerende produkter, og vurderes ligeledes at kunne stige over tid, men på nuværende tidspunkt vurderes det ikke at være en reel trussel. Der kan være tale om at nogle af de finansielle services kan substitueres. Et eksempel på dette er Nordnet, som igennem de sidste 20 år har kapret mere end 400.000 investeringskunder i Danmark. (Nordnet, 2023).

Det er obligatorisk at have en NemKonto i Danmark. NemKontoen er den konto, som borgere får udbetalt offentlige ydelser til (NemKonto, 2024). Det er stort set umuligt at begå sig i dagens Danmark uden en bankkonto, NemKonto og tilhørende betalingskort. Hvis bankerne ikke har andre forretninger med kunden udover en NemKonto, så er det ikke unormalt at opkræve gebyrer for den pågældende konto. Størstedelen af danskerne kommer dog til at stifte bekendtskab med bankernes services i løbet af et helt liv. De fleste af os ønsker på et tidspunkt i løbet af livet, enten at købe fast ejendom, låne til en bil, låne til forbrug eller stifte bekendtskab med de finansielle markeder.

Det bliver svært at finde en måde at substituere bankernes kerneforretning på. Kerneforretningen i dette tilfælde vurderes at være indlåns- og udlånsforretning (inkl. realkreditformidling). Der findes dog alternativer til at låne penge i banken såsom virksomhederne ”UdenomBanken” og ”Fairkredit”. Det er begge virksomheder, som tilbyder pantebrevslån i alle former for ejendomme. De personer, som opsøger de to førømtalte virksomheder, må alt andet lige vurderes at være bankkunder, som ikke har kunne opnå et lån igennem den traditionelle låneansøgning i bankerne, og antages derfor at være kunder med lav kreditværdighed. I 2018 luftede Enhedslistens Peder Hvelplund første gang tanken om en spekulationsfri statsbank, som han kaldte for ”NemBank”. En statsejet bank, som skulle være fri for spekulationer og drive en almindelig

indlåns- og udlånsforretning med høj sikkerhed. Det var en idé, som aldrig rigtig tog fart. Det vurderes ikke at være en trussel, at Enhedslisten skulle lykkes med at få oprettet en Statsbank til at konkurrere med det øvrige frie bankmarked. (Hvelplund, 2018) Truslen fra substituerende virksomheder såsom "UdenomBanken" og "Fairkredit" vurderes ligeledes at være lav, da de kunder, som vælger at gå den vej vurderes at være kunder med lav kreditværdighed.

Kryptoaktiviteter baseret på blockchainteknologi har mange anvendelsesmuligheder og teknologien er velegnet til f.eks. finansielle tjenester. Blockchainteknologien kan føre til lavere omkostninger, ved at undlade overfløede mellemled, såsom bankerne, ved eksempelvis overførsler mellem landegrænser. Blockchainteknologien og kryptoaktiver vurderes at kunne substituere en del af markedet i fremtiden, men for nuværende vurderes markedet at være spekulativt. Danmarks Nationalbank har d. 7. november 2023 udgivet en analyse af kryptoaktiver, og i denne analyse angiver 4 pct. af danskerne at eje kryptoaktiver. (Danmarks Nationalbank, 2023)

Truslen fra substituerende produkter vurderes ud fra ovenstående at være lav.

4.2.4 Leverandørernes forhandlingsstyrke

I det seneste år, er der blevet snakket mere om bankernes "rentemarginal" end normalt. Det kommer i kølvandet på de seneste års stigende renter, som har banet vejen for rekordoverskud på rekordoverskud fra de danske banker. Rentemarginalen angiver forskellen på den indlånsrente, som bankens kunder får for at have placeret deres penge i banken, og den udlånsrente, som kunderne betaler for at låne penge til f.eks. køb af fast ejendom, bil eller forbrug. Indlånsoverskud er essentielt i bankens forretningsmodel, fordi banken kan udnytte dette indlånsoverskud til at finansiere udlån. Hvis ikke at banken har indlånsoverskud, så skal banken låne penge i Nationalbanken, som alt andet lige skal have en merrente i forhold til den rente, som banken betaler til kunderne for at have deres indlån stående. Det er en forudsætning for at tjene penge på rentemarginalen, at renten på udlån er højere end den rente, som banken betaler for sit indlån.

En anden leverandør til den finansielle sektor er IT-leverandørerne. I Sparekassen Danmark bliver en stor del af IT-serviceydelserne leveret af SDC, som i sin tid blev grundlagt af en række Sparekasser for at udnytte stordriftsfordelene ved at samle IT-leverancerne i ét system. I

branchen findes der også andre IT-leverandører såsom JN-Data og Bankdata. Udviklingen i de forskellige IT-systemer, kommer alt andet lige, til at gå hurtigt de næste par år, når bankerne løbende finder ud af at integrere AI-løsninger, som Sydbank gjorde det i januar 2024. (Stock, 2024) En potentiel stopklods for udrulningen af AI indenfor banksektoren vurderes at være lovgivning og regulering.

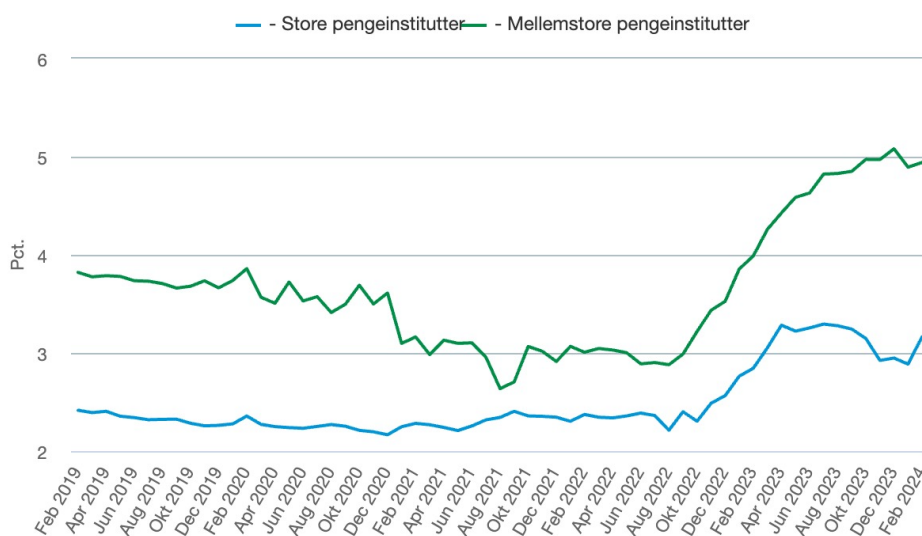
Leverandørernes forhandlingsstyrke vurderes ud fra ovenstående at være på et middel niveau.

4.2.5 Konkurrencesituationen i branchen

Markedsforholdene i banksektoren vurderes at være monopolistisk konkurrence. Selvom antallet af banker i Danmark de seneste år har været faldende – eksempelvis fordi nogle banker har fusioneret eller er blevet opkøbt, så vurderes der stadig isoleret set at være mange banker i branchen (mange udbydere). Iblandt forbrugerne på markedet (kunderne) vurderes der at være en præference i forhold til de produkter, som der udbydes på markedet. Sparekassen Danmark har eksempelvis lagt en klar strategi om, at man ønsker at have filialer i de mindre byer, som er en differentieret strategi set i forhold til større danske banker, som lukker filialerne i de mindre byer og samler deres medarbejdere og kunder i de større byer. Denne difference i strategierne muliggør også en smule differentiering i prissætningen af de forskellige produkter. Sparekassen Danmark har mulighed for at tage en højere pris i de mindre byer, fordi man er lokalt til stede, og det værdsætter kunderne, som er villige til at betale en højere pris for den lokale tilstedeværelse. I bankbranchen er der ligeledes en produktdifferentiering til stede. De større banker kan tilbyde andre produkter, end de mindre pengeinstitutter kan. Eksempelvis tilbyder Nordea / Danske Bank ”realkreditlignende” banklån mod sikkerhed i fast ejendom indenfor 80 pct. Loan to value. Det produkt findes ikke i eksempelvis Sparekassen Danmark.

For at kunne analysere priskonkurrencen i branchen, så tages der udgangspunkt i rentemarginalen. Rentemarginalen er forskellen på den gennemsnitlige indlåns- og udlånsrente. En stor del af bankernes forretningsmodel er centreret omkring rentemarginalen, som de seneste par år har fået et betydeligt løft. Et løft, som startede da den europæiske centralbank (Herefter ”ECB”) hævede renten tilbage i juli 2022. Det var den første rentestigning i 11 år, og en rentestigning

som banede vejen for en af de kraftigste opstramninger af pengepolitikken i ECB's historie.



Figur 3 - Pengeinstitutternes rentemarginaler, alle sektorer, rentemarginal eksl. Repo.
kilde: (Nationalbanken, 2024)

Som det kan ses i ovenstående, så stiger rentemarginalen for de store og mellemstore banker i den 5-årige periode. De store bankers rentemarginal når bunden i december 2020 med en rentemarginal på 2,17 pct. og de mellemstore bankers rammer bunden i august 2021 på 2,64 pct. I februar 2024 er de store bankers rentemarginal steget til 3,17 pct. og de mellemstore pengeinstitutters er steget til 4,92 pct. I analyseperioden er rentemarginalen for de store banker steget med 1pct.-point og de mellemstore pengeinstitutters rentemarginal er steget med hele 2,28pct.-point. En af årssagsforklaringerne på hvorfor rentemarginalen er større ved de mellemstore banker vurderes at være, at privatkunder udgør en større del af udlånsporteføljen. De store banker har flere erhvervskunder, som er i stand til at forhandle sig frem til bedre udlåns- og indlånsrenter.

4.2.6 Delkonklusion på Porters Five Forces

En branche vurderes at være attraktiv, når de fem "kræfter" er på et lavt niveau. Hvis de alle er høje, indikerer teorien, at det er et særdeles ugunstigt miljø at opnå profit i. Den danske banksektor er kendetegnet ved en række banker, som ligger i intensiv konkurrence med hinanden om den samme mængde kunder. Det er de færreste danske banker, som driver bankforretning udenfor Danmark, og derfor er konkurrencen centreret om det danske marked. Truslen fra nye

konkurrenter vurderes at være lav, idet der er store barrierer for at trænge ind på det danske bankmarked.

Bankerne er i højere grad blevet afhængige af at følge med teknologisk, og derfor er leverandørernes forhandlingsstyrke blevet styrket. Kundernes forhandlingsstyrke vurderes på et middel niveau – og er i dag højere end for 10-20 år siden. Dette skal ses i lyset af, at det igennem de seneste år er blevet nemmere at indhente tilbud fra andre pengeinstitutter via hjemmesider som f.eks. Mybanker og Findbank. Truslen fra substituerende vurderes at være lav. Det er obligatorisk i Danmark at have en nemkonto, og det ser ikke ud til at der bliver lanceret en Statsbank i nærmeste fremtid. Truslen fra kryptovaluta vurderes ligeledes at være lav, idet det anses som værende en meget spekulativ aktivklasse.

Med udgangspunkt i ovenstående analyse, så konkluderes det at banksektoren har en høj intern konkurrence med hinanden om en forholdsvis beskeden kundekreds, set i internationalt perspektiv, og derfor vurderes det ikke interessant for nye større banker at etablere sig i Danmark. De høje regulatoriske og lovgivningsmæssige adgangskrav, er også med til at gøre truslen fra nye potentielle konkurrenter lav.

Alt i alt konkluderes den danske banksektor at være et rimeligt attraktivt marked at være en allerede etableret spiller i. Der er ikke de store trusler fra substituerende produkter idet markedet er hårdt reguleret. Den selvsamme regulering er også grunden til, at det ikke vurderes attraktivt for eventuelle nye aktører at trænge ind på markedet. Kundernes og leverandørens forhandlingsstyrke er igennem de seneste år blevet styrket, hvilket kan være en bekymrende tendens for fremtiden. På nuværende tidspunkt vurderes konkurrencesituationen på markedet at være høj, men der er stadig rum til at skabe profit.

5.0 Regnskabsanalyse af Sparekassen Danmark for perioden 2021 - 2023

Der vil i dette afsnit blive udarbejdet en regnskabsanalyse for Sparekassen Danmark og de udvalgte peers. Først vil udfordringerne ved reformuleringen af resultatopgørelse og balancen for en bank blive belyst. Herefter vil der blive udarbejdet en analyse af ROE og ROA samtidig med at kapitalforholdene beskrives kort. Regnskabsanalysen vil herefter indeholde en bottom-up analyse for Sparekassen Danmark og peer-gruppen.

5.1 Reformulering

Ved at reformulere resultatopgørelsen og balancen i en virksomheds regnskab skabes der en bedre forståelse af, hvad virksomheden reelt tjener sine penge på, og eventuel regnskabsmæssig støj i de finansielle opgørelser fjernes. For at udarbejde en reformulering kræves indblik og forståelse af virksomhedens strategi, og hvordan den skaber sit overskud. Ved en reformulering af balancen skal aktiverne opdeles i driftsaktiver og finansielle aktiver. Passiverne skal opdeles i driftsforpligtelser, finansielle forpligtelser og egenkapital. Driftsaktiver og driftsforpligtelser er de poster som vedrører virksomhedens produktion og salg af varer/tjenesteydelser. Eksempler på dette er tilgodehavende fra salg og leverandørgæld, da disse poster er direkte resultat af en driftsaktivitet. Finansielle aktiver og finansielle forpligtelser er aktiver/forpligtelser der ikke direkte er afledt af en driftsaktivitet, men er hvordan den nødvendige kapital rejses. Eksempler på dette er gæld til banker og realkredit på passivside. På aktivside kan det f.eks. være opbevaret overskydende likviditet og let omsættelige værdipapirer. (Sørensen, 2022)

Ved reformulering af resultatopgørelsen skal elementerne ligeledes deles op i hvilke, der vedrører driften, og hvilke der vedrører finansieringen. Dette gøres for at fjerne regnskabsmæssig støj såsom urealiserede gevinster eller tab på værdipapirer. (Sørensen, 2022)

Som nævnt ovenfor er det vigtigt at have indblik og forståelse af virksomhedens strategi og hvordan virksomheden skaber sit overskud, da det ellers vil være umuligt at reformulere balancen og resultatopgørelsen i dens driftsposter og finansielle poster. Hvis en finansiell post klassificeres som en driftspost eller omvendt, kan dette medføre et misvisende billede i regnskabsanalysen for virksomheden. (Sørensen, 2022)

At reformulere balancen og resultatopgørelsen for en bank ud fra ovenstående model giver udfordringer, da hovedparten af bankernes drift er finansieringsbaseret. Hovedparten af bankernes indtjening kommer fra deres spread mellem den ind- og udlånsrente, som banken modtager, og den ind- og udlånsrente banken tilbyder deres kunder. Banker lever af at formidle penge, som gør at penge sidestilles med en ”råvarer” i regnskabet. I regnskaberne for pengeinstitutter er det derfor meget svært at estimere et cash-flow, fordi de finansielle udgifter ikke kan analyseres. Banken har renteudgifter til kundernes indlån på passivsiden, men tjener samtidig penge ved at placere disse penge i nationalbanken, obligationer eller udlån. Det vil altså sige, at placeringen af overskudsindlån til en positiv pengemarkedsrente, som er over den indlånsrente kunderne bliver tilbudt, genererer et positivt cash-flow. Det er derfor ikke muligt på samme vis som ved en traditionel virksomhed at adskille balancen og resultatopgørelsen i drifts- og finansielle poster. For at afhjælpe denne udfordring og dermed finde ud af hvilke vækstdrivere der driver indtjeningen i Sparekassen Danmark, har vi valgt at lave en bottom-up analyse, som vil blive beskrevet i nedenstående afsnit.

5.2 ROE

ROE er en forkortelse af ”Return on equity”. Det er et udtryk for, hvor god Sparekassen er til at forrente sin egenkapital. Udregningen til ROE er således:

$$ROE = \frac{\text{Resultat før skat} - \text{rente til hybridkernekapital}}{\text{Gennemsnitlig egenkapital}}$$

Sparekassen Danmark				
(i mio kr.)	2023	2022	2021	2020
Resultat før skat	1.931	927	1.251	
Rente af hybrid kernekapital	215	153	100	
Resultat før skat og efter hybrid	1.716	774	1.151	
SKAT, 22 %	398	185	248	
Egentlig kernekapital ekskl. hybrid	12.401	10.520	9.353	4.903
ROE	14,97%	7,79%	16,15%	
ROE, efter skat	11,50%	5,93%	12,67%	

Figur 4 - ROE for Sparekassen Danmark

Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af data fra (Sparekassen Danmark, 2022) (Sparekassen Danmark, 2023) (Sparekassen Danmark, 2024)

I Sparekasse-modellen indgår garantkapital i kapitalgrundlaget for egentlig kernekapital. Der betales årligt en garantrente, som kan sidestilles med renteudgift til hybridkernekapital, og derfor fratrækkes renteudgiften til både garantkapital og hybridkernekapital i tælleren, når ROE for Sparekassen Danmark udregnes.

I 2021 er ROE efter skat på 12,67 pct. ROE efter skat tager så et ordentligt dyk fra 2021 til 2022 og lander på 5,93 pct. Faldet skyldes at der indregnes badwill for 449mio. i 2021 regnskabet. Badwill indgår i 2021 regnskabet som en driftsindtægt. I 2022 bliver Sparekassen Danmark ramt af negative kursreguleringer på 469mio., som påvirker årets resultat negativt. De to regnskabsposter har en negativ indflydelse på ROE igennem analyseperioden. ROE udvikler sig positivt igen i 2023 og nøgletallet lander på 11,50 pct. I den treårige analyseperiode fra 2021 til 2023 udvikler ROE for Sparekassen Danmark sig negativt med 1,17 pct-point, som svarer til et fald på 9,22pct. Udviklingen i ROE i analyseperioden vurderes ikke at være tilfredsstillende. Egenkapitalen er steget med 73,98 pct., imens væksten i resultatet før SKAT ”kun” er steget med 49,09 pct., som også påvirker ROE negativt.

Såfremt at Sparekassen Danmark ønskede at forbedre sin ROE, så ville det være oplagt at optage mere hybrid kernekapital fremfor at prøve at sælge mere garantkapital. Der betales 4,00

pct. i rente på garantikapitalen, og renten på hybrid kernekapital estimeres til at være 8,00 pct. i markedet.

Sparekassen Kronjylland				
(i mio kr.)	2023	2022	2021	2020
Resultat før skat	1.022	598	509	
Rente af hybrid kernekapital	32	24	20	
Resultat før skat og efter hybrid	990	574	489	
SKAT, 22 %	264	106	85	
Egentlig kernekapital ekskl. hybrid	5.671	5.033	4.511	4.020
ROE	18,50%	12,03%	11,46%	
ROE, efter skat	13,57%	9,81%	9,47%	

Figur 5 - ROE for Sparekassen Kronjylland

Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af data fra (Sparekassen Kronjylland, 2022) (Sparekassen Kronjylland, 2023)
(Sparekassen Kronjylland, 2024)

Sparekassen Kronjylland betaler ligeledes garantrente til sine garant-kunder, og derfor er denne udgift medregnet i "rente af hybrid kernekapital". Udviklingen i Sparekassen Kronjyllands ROE har været stigende i hele analyseperioden. ROE efter skat i 2021 er 9,47 pct. og stiger til 13,57 pct. i 2023.

ROE efter skat er steget med 6,81 pct.-point, som varer til en procentvis stigning på 62,85 pct. Stigningen kan forklares med en omsætningsvækst på 110,79 pct., imens at egentlig egenkapital uden hybridkernekapital i samme periode kun er steget med 32,95 pct.

Sparekassen Sjælland Fyn				
(i mio kr.)	2023	2022	2021	2020
Resultat før skat	701	482	531	
Rente af hybrid kernekapital	43	26	25	
Resultat før skat og efter hybrid	658	456	506	
SKAT, 22 %	142	110	87	
Egentlig kernekapital ekskl. hybrid	3.306	3.109	2.977	2.709
ROE	20,51%	14,99%	17,80%	
ROE, efter skat	16,09%	11,37%	14,74%	

Figur 6 - ROE for Sparekassen Sjælland Fyn

Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af data fra (Sjælland-Fyn, 2022) (Sjælland-Fyn, 2023) (Sjælland-Fyn, 2024)

Sparekassen Sjælland Fyn er en børsnoteret Sparekasse, og opererer derfor ikke med garantkapital. Udviklingen i ROE for Sparekassen Sjælland Fyn har også været positiv i hele analyseperioden, og det er lykkedes at øge ROE fra 17,80 pct. i 2021 til 20,51 pct. i 2023. Det svarer til en stigning på 2,72 pct.-point eller 15,26 pct.

5.2.1 Del-konklusion på ROE

Sparekassen Danmark har et lavere ROE-nøgletal end både Sparekassen Kronjylland og Sparekassen Sjælland Fyn. Sparekassen Danmark har i hele analyseperioden et bedre resultat før skat end begge sine peers. Sparekassen Danmark har i analyseperioden en højere betaling til rente af hybrid kernekapital, som primært er dækket af rentebetaling til garantkapital. Sparekassen Danmark har i hele perioden også en større balance, som igen primært er drevet af en stor mængde garantkapital.

Sparekassen Sjælland Fyn er den Sparekasse, som har den højeste ROE efter skat på 16,09 pct. i 2023. Herefter kommer Sparekassen Kronjylland på 13,57 pct., og afsluttende Sparekassen Danmark, som leverer en ROE på 11,50 pct.

5.3 ROA

ROA er en forkortelse af ”Return on assets”. Det viser virksomhedens evne til at skabe overskud set i forhold til de samlede aktiver. ROA udregnes således:

$$ROA = \frac{\text{Resultat før skat}}{\text{Gennemsnitlige aktiver – puljeordninger}}$$

Figur 3.0 – ROA for Sparekassen Danmark

Sparekassen Danmark				
(i mio kr.)	2023	2022	2021	2020
Resultat før skat	1.931	927	1.251	
Aktiver i alt	69.193	58.405	55.179	31.625
Pulje	10.060	8.189	8.949	4.971
ROA	2,29%	1,26%	2,10%	

Figur 7 - ROA for Sparekassen Danmark

Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af data fra (Sparekassen Danmark, 2022) (Sparekassen Danmark, 2023) (Sparekassen Danmark, 2024)

Return on assets for Sparekassen Danmark var i 2021 på 2,10 pct. Sparekassen Danmark oplevede et markant fald i 2022 i return on assets hvor nøgletallet landede på 1,26 pct. Herefter oplevede Sparekassen Danmark en stigning i ROA for 2023, hvor nøgletallet landede på 2,29 pct. I analyseperioden sker en udvikling i ROA på 0,19 pct.-point svarende til en stigning på 9,13pct. En positiv udvikling i ROA i analyseperioden, som vurderes at være tilfredsstillende.

Sparekassen Kronjylland				
(i mio kr.)	2023	2022	2021	2020
Resultat før skat	1.022	598	509	
Aktiver i alt	41.189	39.422	35.952	33.417
Pulje	1.522	1.422	1.570	1.327
ROA	1,74%	1,08%	1,01%	

Figur 8 - ROA for Sparekassen Kronjylland

Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af data fra (Sparekassen Kronjylland, 2022) (Sparekassen Kronjylland, 2023) (Sparekassen Kronjylland, 2024)

ROA for Sparekassen Kronjylland er steget i hele analyseperioden fra 2021 til 2023. I 2021 var ROA på 1,01 pct. og i 2023 er dette nøgletal markant forbedret og landede på 1,74 pct. Det svarer til en stigning på 0,73 pct.-point og en procentvis stigning på 72,58 pct. Det er igen en flot omsætningsvækst i analyseperioden, som påvirker nøgletallet positivt. Udviklingen i ROA for Sparekassen Kronjylland vurderes at være meget tilfredsstillende.

Sparekassen Sjælland Fyn				
(i mio kr.)	2023	2022	2021	2020
Resultat før skat	701	482	531	
Aktiver i alt	31.700	29.631	28.001	27.266
Pulje	2.074	1.976	2.405	2.081
ROA	1,61%	1,19%	1,39%	

Figur 9 - ROA for Sparekassen Sjælland-Fyn

Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af data fra (Sjælland-Fyn, 2022) (Sjælland-Fyn, 2023) (Sjælland-Fyn, 2024)

Afslutningsvis har vi Sparekassen Sjælland-Fyn. Igen ser vi en stigning i ROA i analyseperioden. Sparekassen Sjælland-Fyns ROA i 2021 ligger på 1,39 pct. I 2023 har nøgletallet udviklet sig positivt og lander på 1,61pct. Der er igen tale om en positiv påvirkning af nøgletallet grundet en tilfredsstillende udvikling i resultat før skat. ROA udvikler sig positivt i analyseperioden med 0,22 pct.-point, som svarer til en procentvis stigning på 16,02 pct.

5.3.1 Delkonklusion ROA

Af de tre Sparekasser, så leverer Sparekassen Danmark det største return on assets på 2,29 pct. for 2023. Udviklingen i Sparekassen Kronjyllands ROA er dog bemærkelsesværdig, fordi udviklingen procentvis er så markant. På 3 år løfter Sparekassen Kronjylland ROA med 72,58 pct. - som alt andet lige må vurderes at være meget tilfredsstillende. Det er Sparekassen Sjælland-Fyn som i 2023 leverer det laveste return on assets af de tre sammenlignelige Sparekasser.

5.4 Kapitalforhold i Sparekassen Danmark

Som tidligere beskrevet under den strategiske analyse, så er der meget regulering af den finansielle sektor. Der er fra Finanstilsynets side fastlagt en række kapitalkrav, som aktørerne i den finansielle sektor skal overholde. I dette afsnit beskrives kapitalkravene for Sparekassen Danmark.

Sparekassen Danmark har et kapitalgrundlag på 10,5 mia. kr. Kapitalgrundlaget udgør egenkapitalen inklusiv hybrid kernekapital og supplerende kapital. Kapitalgrundlaget skal sættes i forhold til de risikovægtede eksponeringer, som er opgjort til 46,2 mia. Sparekassen Danmark har et individuelt solvensbehov på 10,3pct. Kapitalprocenten for Sparekassen Danmark er opgjort til 22,82 pct., hvilket betyder at der i øjeblikket er en overdækning på 12,52pct.-point. Det vurderes meget tilfredsstillende. Kapitalprocenten for Sparekassen Danmark er opgjort således:

$$\text{Kapitalprocent} = \frac{\text{Kapitalgrundlag}}{\text{Risikovægtede eksponeringer}} * 100 = \frac{10.538.685}{46.187.982} * 100 = 22,82\%$$

Ud fra ovenstående, så vurderes det at kapitalforholdene i Sparekassen Danmark er meget solide, og kapitalforholdene beskrives derfor ikke videre i dybden. Såfremt at kapitalkravene ikke var i orden, så ville finanstilsynet ligeledes have givet Sparekassen Danmark et påbud for at få det bragt i orden. I værste tilfælde vil det betyde at Sparekassen Danmark ville få frataget sin banklicens.

	Aktuelle kapital- og NEP-krav	Sparekassens aktuelle kapital- og NEP-forhold	Overdækning
Kapitalprocent	8,0 %	22,8 %	14,8 %-point
Individuelt solvensbehov	10,3 %	22,8 %	12,5 %-point
NEP-krav	15,5 %	24,4 %	8,9 %-point
NEP-krav inkl. kapitalbuffere	20,5 %	24,4 %	3,9 %-point

Figur 10 - Kapitalkrav Sparekassen Danmark
Kilde: (Sparekassen Danmark, 2024)

5.5 Bottom-up analyse

For at imødekomme de udfordringer, som tidligere er beskrevet i afsnittet 5.1 reformulering, udarbejdes en bottom-up analyse af henholdsvis Sparekassen Danmark, Kronjylland & Sjælland-Fyn. På denne måde analyseres drivkræfterne bag de forskellige Sparekassers indtjening. Analysens primære datagrundlag er årsregnskaberne fra Sparekasser i perioden fra 2021 til og med 2023. En længere analyseperiode kunne have været at foretrække, for at se udviklingerne i en længere periode, men fusionen mellem Jutlander Bank og Sparekassen Vendsyssel sker pr. 1. september 2021, så derfor har det ikke været muligt at gå længere tilbage. Dataene i årsregnskaberne har sine begrænsninger, og det har derfor ikke været muligt at udregne indlåns- og udlånsmarginale på henholdsvis privat- og erhvervsudlån.

Bottom-up analysen kan være med til at fastlægge, hvilket komponenter i forretningen, som bidrager mest til basisindtægterne i Sparekasserne over de sidste 3 år. Basisindtægterne efter nedskrivninger er Sparekassernes dækningsbidrag, og skal dække de faste udgifter samt de indirekte omkostninger. Det er også denne indtægt, som skal give fortjeneste til eventuelle aktionærer.

For at kunne analysere de forskellige forretningsområders bidrag til basisindtægterne, så opdeles de i fire forskellige kategorier; Udlånsforretning, indlånsforretning, gebyrer og provisioner

samt øvrige. Øvrige forretninger kunne være; øvrige renteindtægter såsom obligationsrenteindtægter, renter fra og til centralbanker og kreditinstitutter, renter til efterstillede kapitalindskud, handelsindtægter såsom kursgevinster, udbytter og afslutningsvis andre driftsindtægter.

For at kunne analysere en netto renteindtægt op på henholdsvis indlåns- og udlånssiden benyttes pengemarkedsrenten. Pengemarkedsrenten er fastsat til at være den årlige gennemsnitlige fo-
liorente i Danmarks nationalbank. Alternativt kunne vælges CIBOR3. Udlånsmarginale er de-
fineret som den gennemsnitlige forretning af udlånene minus pengemarkedsrenten. Dæknings-
bidraget på udlån kan derfor antages at være udlånsmarginal ganget med gennemsnitligt udlån.
Dækningsbidraget på indlån er udregnet på samme måde. Det er muligt at aflæse dækningsbi-
draget på gebyrer og provisioner direkte fra årsregnskaberne. Dækningsbidraget for øvrige for-
retninger må antages at være den del af basisindtægterne, som ikke kan tilskrives nogle af de
andre dækningsbidrag, altså et residual. (Raaballe, et al., 2014)

5.5.1 Indtægtsstrukturen for Sparekassen Danmark

For at kunne analysere Sparekassernes traditionelle bankforretninger, så inddeles indtjeningen
i de fire førømtalte kategorier; Udlån, indlån, gebyrer og provisioner & øvrige. For at kunne
sammenligne de forskellige sparekasser, så opgøres indtægterne som basisindtægter før og ef-
ternedskrivning og omkostningerne udregnes som basisomkostninger. I nedenstående formler,
er det oplyst hvordan udregningen til henholdsvis basisindtægt og basisomkostningerne er ud-
regnet:

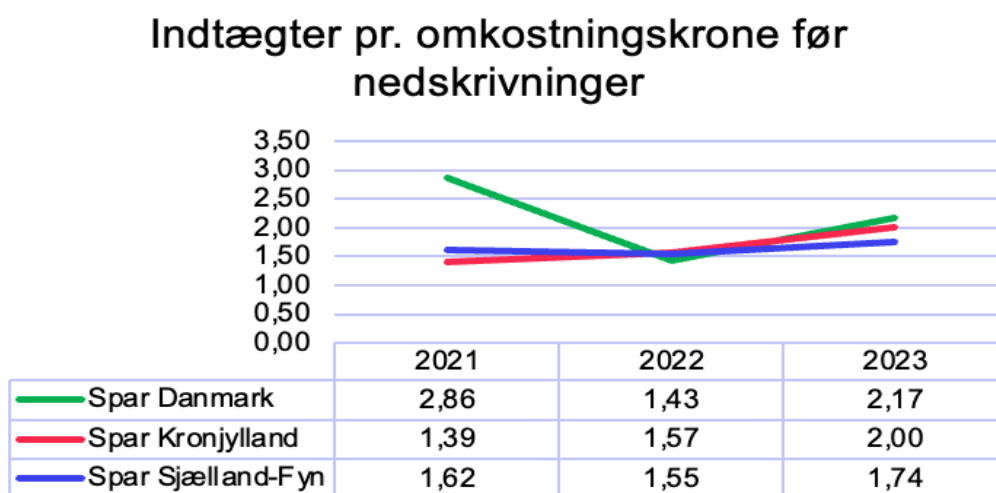
Basisindtægter før nedskrivninger = Netto rente- og gebyrindtægter + kursreguleringer +
andre driftsindtægter

Basisindtægter efter nedskrivninger = Basisindtægter før nedskrivninger – nedskrivninger på
udlån

Basisomkostninger = Personale og administration + af- og nedskrivninger på immaterielle
og materielle aktiver + andre driftsudgifter

Ved at opgøre basisindtægterne før nedskrivninger og basisindtægterne efter nedskrivninger, og holde disse tal op imod basisomkostningerne, er det muligt at analysere hvor omkostningseffektive de forskellige Sparekasser er, derudover er det også muligt at synliggøre hvor stor effekt nedskrivningerne har på den samlede omkostningseffektivitet.

Figur 4.1 – Indtægter pr. omkostningskrone før nedskrivninger



Figur 11 - Indtægter pr. omkostningskrone før nedskrivninger

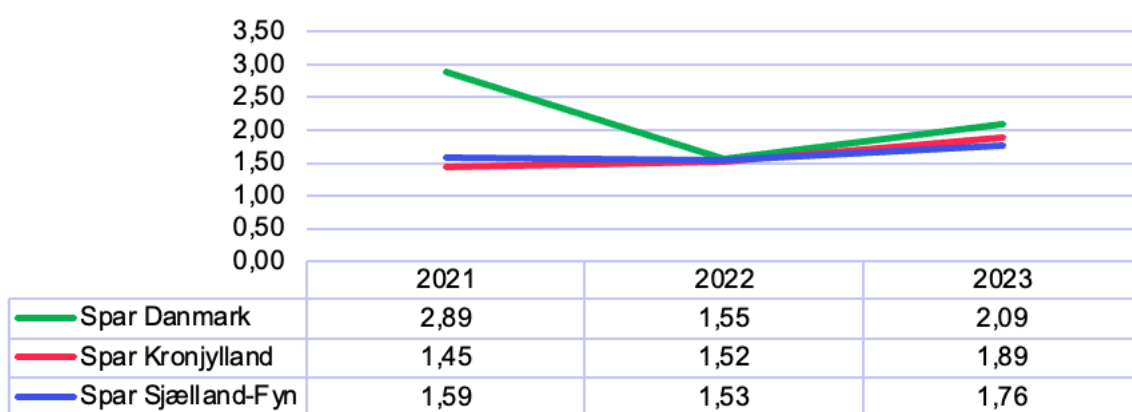
Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af data fra (Sparekassen Danmark, 2022) (Sparekassen Danmark, 2023) (Sparekassen Danmark, 2024) (Sparekassen Kronjylland, 2022) (Sparekassen Kronjylland, 2023) (Sparekassen Kronjylland, 2024) (Sjælland-Fyn, 2022) (Sjælland-Fyn, 2023) (Sjælland-Fyn, 2024)

Som nævnt i Johannes Raaballes foromtalt artikel i FinansInvest fra 2014, så er den største forskel på de banker som overlever, og dem der dør, at de banker der ikke overlever har store tab på udlån, og er generelt mindre omkostningseffektiv. Artiklen kigger på data fra 2006 til og med 2013. Den gennemsnitlige indtægt pr. omkostningskrone før nedskrivninger for de banker, som overlevede er 1,68. For de banker, som dør, er samme tal 1,40. Nu kan perioden fra 2006 til og med 2013 ikke 1:1 sammenlignes med perioden fra 2021 t.o.m. 2023, men der kan stadig drages nogle paralleller, da kerneforretningen for bankerne stadig stemmer overens i de to perioder.

Sparekassen Danmark udmærker sig ved en meget høj indtjening pr. omkostningskrone i 2021 på 2,86. Tallet er specielt drevet af netto gebyrindtægter og andre driftsindtægter. I 2021 indgår en badwill på 449 mio. kr. vedrørende fusionen med Jutlander Bank, som påvirker indtægterne

pr. omkostningskrone positivt. Hvis de 449 mio kr. blev trukket ud af andre driftsindtægter i 2021, så ville indtjeningen pr. omkostningskrone rettelig være 2,46 for Sparekassen Danmark, som stadig er et meget tilfredsstillende niveau, hvis man sammenligner med peers. I 2023 har tjener Sparekassen Danmark 2,17kr. pr. omkostningskrone, og dette er bedst i klassen af de Sparekasser, som der sammenlignes med. Det er også et meget tilfredsstillende niveau sammenlignet med det tidligere beskrevne niveau fra Raaballes artikel fra 2014.

Indtægter pr. omkostningskrone efter nedskrivninger



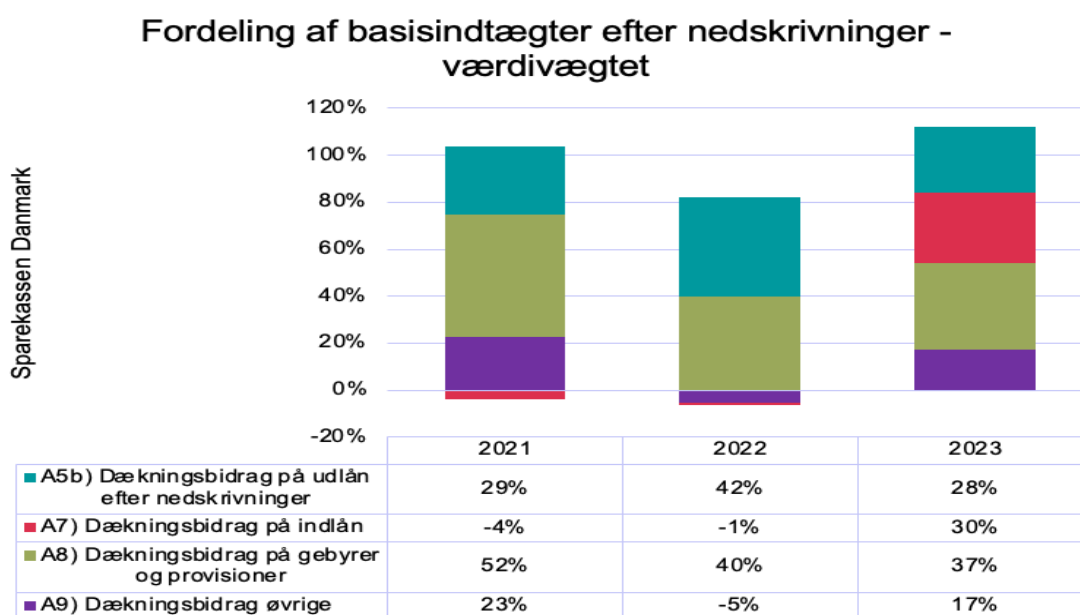
Figur 12 - Indtægt pr omkostningskrone efter nedskrivninger

Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af data fra (Sparekassen Danmark, 2022) (Sparekassen Danmark, 2023) (Sparekassen Danmark, 2024) (Sparekassen Kronjylland, 2022) (Sparekassen Kronjylland, 2023) (Sparekassen Kronjylland, 2024) (Sjælland-Fyn, 2022) (Sjælland-Fyn, 2023) (Sjælland-Fyn, 2024)

Hvis der kigges på den gennemsnitlige indtægt pr. omkostningskrone efter nedskrivninger, så drages der igen en parallel til førortalte artikel fra Johannes Raaballe. Den væsentligste forskel jf. artiklen er, at de døende banker har store nedskrivninger på deres udlån – som gør at det er svært for dem at dække deres omkostninger. I ovenstående figur 12, ses det, at ingen af de analyserede Sparekasser har svært ved at få dækket deres omkostningsside. Indtægten pr. omkostningskrone efter nedskrivninger ligger for alle de analyserede Sparekasser på et tilfredsstillende niveau. I 2022 oplevede både Sparekassen Danmark og Sparekassen Sjælland-Fyn at kunne tilbageføre nedskrivninger, hvilket ikke er normal regnskabspraksis. Det er heller ikke en udvikling, som vurderes at kunne fortsætte, specielt set i lyset af de seneste års stigende renter. Det vurderes at være sidste gang i mange år, at bankerne har tilbageført på deres nedskrivningsposter.

5.5.2 Indtægtsstrukturen forandres

De seneste par års rentestigninger har medført, at mange banker er kommet ud med rekordoverskud for regnskabsåret 2023. Det kan tyde på, at de gyldne tider for bankerne er tilbage, men hvor godt står det egentlig til? I dette afsnit analyseres vækstdriverne for basisindtægterne i Sparekassen Danmark. I Figur 13 ser vi hvordan Sparekassernes fire underliggende forretningsben har udviklet sig igennem de sidste par år.



Figur 13 - Fordeling af basisindtægter efter nedskrivninger – værdivægtet

Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af data fra (Sparekassen Danmark, 2022) (Sparekassen Danmark, 2023) (Sparekassen Danmark, 2024) (Sparekassen Kronjylland, 2022) (Sparekassen Kronjylland, 2023) (Sparekassen Kronjylland, 2024) (Sjælland-Fyn, 2022) (Sjælland-Fyn, 2023) (Sjælland-Fyn, 2024)

Det ses, at de relative betydninger i forretningsområderne har undergået en stor forandring i løbet af de sidste par år. Siden 1. juni 2021 har indlånsrenterne i den danske nationalbank været 0 pct. (Danmarks Nationalbank, 2024), hvilket har betydet at en stor del af forretningsmodellerne i den danske banksektor har været under hårdt pres. Det fremgår af årsregnskaberne for Sparekassen Danmark at dækningsbidraget på indlån helt frem til 2022 har været negativt. I 2023 oplever dækningsbidraget på indlån dog noget af en renæssance, og bidrager positivt til forretningen med et dækningsbidrag på 30 pct. Det historisk mest profitable forretningsområde, som har været gebyrer og provisioner, oplever i analyseperioden et stort fald fra 52 pct. til 37 pct. Der kan være flere forskellige årsager til dette, og en ikke udtømmelig liste af grunde kunne være; mange boligejere har allerede konverteret deres realkreditlån, højere rente giver

mindre aktivitet på boligmarkedet, stigende inflation & renter giver færre låneforespørgsler og mindre appetit på de finansielle markeder i usikre tider. Dækningsbidraget på udlån efter nedskrivninger udvikler sig en lille smule negativt i analyseperioden fra 29 pct til 28 pct, hvilket skal ses i lyset af at det samlede udlån steg med 8,6mia. kr., hvilket svarer til en vækst på 30,6 pct. Heraf kan 2,7mia. henføres til udlån fra Totalbanken. En udlånsvækst på 30,6 pct. og en negativ udvikling i dækningsbidrag på udlånet fra 2021 til 2023 må betyde, at der er blevet lånt penge ud til en for lav rente. Sparekassen Danmark ville på nogle udlån have været bedre tjent ved at stille pengene i nationalbanken fremfor at låne dem ud. Dækningsbidraget på øvrige forretninger indebærer f.eks. kursreguleringer og andre driftsindtægter og påvirkes meget af udefrakommende forhold såsom udviklingen på aktiemarkedet, så det siger ikke så meget om Sparekassen Danmarks reelle performance.

5.5.3. Rentemarginaler

Som en nøgleindikator for bankernes rentabilitet og sundhed udgør rentemarginalerne en central del af forretningsmodellen. Bankers rentemarginaler udgør forskellen mellem de renteindtægter, de genererer fra udlån, og de renteomkostninger, de pådrager sig ved at tiltrække finansiering, primært gennem indlån fra kunderne. Rentemarginalerne er ofte drevet af pengemarkedsrenten, men også forhold såsom konkurrencesituationen på markedet spiller ind på forholdet. Vi starter med at kigge på udlånsmarginalen.

Udlånsmarginalen udregnes således:

$$\textit{Udlånsmarginal} = \textit{Rente}_{\textit{udlån}} - \textit{pengemarkedsrente}$$

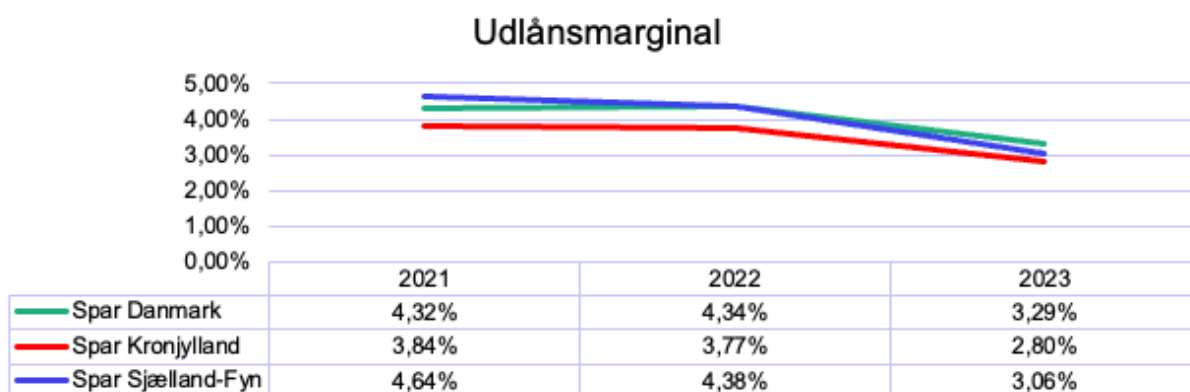
Pengemarkedsrenten er opgivet som årsgennemsnitsrenten for Foliorenten i Nationalbanken. Pengemarkedsrenten er opgivet nedenfor:

				2021	2022	2023
Årsgennemsnit						
DK; Nationalbankens rente - folioindskud				-0,42%	-0,01%	2,94%

Figur 14 - Pengemarkedsrente

Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af data fra (Danmarks Nationalbank, 2024)

Nu hvor pengemarkedsrenten er fastlagt, og udregningen til udlånsmarginale er på plads, så er det relevant at kigge på udlånsmarginale for Sparekassen Danmark og peers igennem analyseperioden.



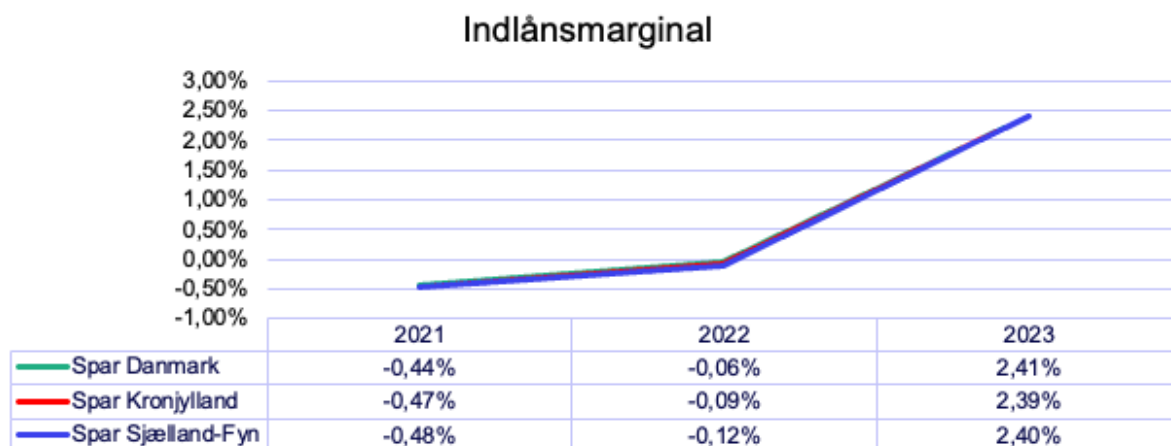
Figur 15 – Udlånsmarginal

Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af data fra (Sparekassen Danmark, 2022) (Sparekassen Danmark, 2023) (Sparekassen Danmark, 2024) (Sparekassen Kronjylland, 2022) (Sparekassen Kronjylland, 2023) (Sparekassen Kronjylland, 2024) (Sjælland-Fyn, 2022) (Sjælland-Fyn, 2023) (Sjælland-Fyn, 2024)

Som det kan ses af figur 15, så var udlånsmarginale over en bred kam højest i 2021. Det har altså ikke været muligt for de tre Sparekasser at videreføre rentestigningerne 1:1 ud til kunderne. Det primære forhold, som spiller ind i den forbindelse vurderes at være konkurrencen. Kunderne har været gode til at forhandle med bankerne, når det kommer til deres udlånsrenter, og har måske været ude at undersøge markedet, hvilket også underbygges af Porters Five Forces. Ovenstående bevægelse skal også ses i lyset af en kraftigt stigende pengemarkedsrente, som også har en stor betydning i ligningen. Sparekassen Danmark har været bedst til at fastholde sin marginal og udlånsmarginale falder kun med 1,03 pct.-point. Det skal ses i forhold til Sparekassen Sjælland-Fyn hvis udlånsmarginal falder med hele 1,58 pct.-point.

Som det ses i Figur 15, så begynder dækningsbidraget fra indlån at have en væsentlig betydning i regnskaberne for 2023. For at udregne indlånsmarginale har vi brugt følgende formel:

$$\text{Indlånsmargin} = \text{Pengemarkedsrente} - \text{Rente}_{\text{indlån}}$$



Figur 16 – Indlånsmargin

Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af data fra (Sparekassen Danmark, 2022) (Sparekassen Danmark, 2023) (Sparekassen Danmark, 2024) (Sparekassen Kronjylland, 2022) (Sparekassen Kronjylland, 2023) (Sparekassen Kronjylland, 2024) (Sjælland-Fyn, 2022) (Sjælland-Fyn, 2023) (Sjælland-Fyn, 2024)

Det fremgår tydeligt af figur 16 at indlånsmarginen har fået et tiltrængt løft. Indlånsforretningen har, som tidligere beskrevet, været en presset del af forretningsbenet i hele banksektoren. Den stigende rente har været længe undervejs, og det er noget som sektoren som helhed har nydt godt af. Sparekassen Danmark er igen bedst i peer-gruppen og har den højeste indlånsmargin. Den er dog kun minimalt bedre end de to peers. I skrivende stund er foliorenten i Nationalbanken 3,60 pct. Sparekassen Danmarks indlånsmargin er på 2,41 pct. Det må betyde, at kundernes indlån i gennemsnit forrentes med 1,19 pct. Der er altså kommet et forretningsben for Sparekassen Danmark, som giver en god og solid indtjening uden risiko, hvilket vurderes meget tilfredsstillende. Det vurderes at indlånsmarginen i fremtiden vil falde grundet øget konkurrence og rentenedsættelser.

5.5.4 Delkonklusion på Bottom up analysen

Sparekassen Danmark har den bedste indtjening pr. omkostningskrone efter nedskrivninger i 2023 for peer-gruppen, men der har også været størst udsving ved Sparekassen Danmark. Sparekassen Danmarks indtjening pr. omkostningskrone ender for regnskabsåret 2023 på 2,09kr. Der bliver altså skabt dobbelt op på indtjening, hver gang at der bruges 1 kr. i omkostninger. Det vurderes at være et meget tilfredsstillende resultat. Sparekassen Kronjylland og

Sparekassen Sjælland-Fyn har en stabil vækst i indtjeningen pr. omkostningskrone efter nedskrivninger i hele analyseperioden.

Fordelingen af indtægterne for Sparekassen Danmark har været igennem en stor forandring i løbet af den 3-årige analyseperiode. Den største forandring ses i dækningsbidraget på indlåns-siden, som helt indtil 2022 har været negativ, men ender med et positivt dækningsbidrag på hele 30 pct. Det vurderes at 2023 er året hvor dækningsbidraget på indlån har størst indvirkning på regnskabet, fordi konkurrencen på indlån bliver hårdere og en forventning om rentenedsættelser i fremtiden. Dækningsbidraget på udlån og dækningsbidraget på gebyrer og provisioner udvikler sig negativt i analyseperioden. Det er en bekymrende udvikling, og vidner om at aktivitetsniveauet er tilbagegående, der bliver ikke lavet samme antal forretninger med kunderne, som tidligere. Derudover har det også en betydning at indlån igen er en god forretning, og er med til at bidrage positivt til årets resultat i stedet for at være en omkostning. Dækningsbidraget fra øvrige forretninger har også været faldende, og udvikling har i stor grad været præget af kursreguleringer, som er et udefrakommende forhold samt badwill. Sparekassen Danmarks fordeling af indtægter er blevet mere ligeligt fordelt de sidste 3 år, hvilket vurderes at være tilfredsstillende.

Udlånsmarginalen er allerede begyndt at falde for Sparekassen Danmark og peer-gruppen. Det vidner om at kundernes forhandlingsstyrke og konkurrencesituationen på markedet ikke er af ubetydelig karakter. Det har ikke været muligt at videreføre de højere renter 1:1 til kunderne. Udlånsmarginalen vurderes at være på et tilfredsstillende niveau. Indlånsmarginalen er steget kraft i analyseperioden, hvilket er et resultat af at pengemarkedsrenten er steget, men indlånsrenterne hos kunderne ikke er fulgt med. Den øgede indlånsmarginal vurderes at være på et meget tilfredsstillende niveau, og indgår nu med et meget positivt dækningsbidrag på det samlede årsresultat. Sparekassen Danmark har sammenholdt med peer-gruppen den bedste indlåns-marginal og den højeste udlånsmarginal, hvilket vurderes at være meget tilfredsstillende.

6.0 Budgettering

Efter udførslen af en strategisk analyse af Sparekassen Danmarks interne og eksterne forhold, samt en regnskabsanalyse, vil der blive udarbejdet en budgettering af Sparekassen Danmarks resultatopgørelse og udlånsvækst. I nedenstående afsnit vil de forventede fremtidige tendenser i udlån og i de forskellige poster i resultatopgørelsen blive beskrevet.

6.1 Budgetperiode

Ud fra konklusionerne i den strategiske og regnskabsmæssige analyse er der valgt at lave en budgetperiode på 5 år. Perioden der budgetteres med er 2024-2028. Det vurderes at en periode på 5 år kan beskrive et retvisende billede af den fremtidige udvikling i Sparekassen Danmark. Ligeledes vurderes det, at de seneste års turbulens på de finansielle markeder, samt den ustabile situation geopolitisk med krig i Ukraine og Israel/Palæstina gør det svært at lave en længere budgetteringsperiode end 5 år. Nedenfor kan vores budgettering ses. Efterfølgende vil de forskellige poster i budgettet blive kommenteret.

Budgettering							
Resultatopgørelse							
mio. kr.	2023	2024	2025	2026	2027	2028	Terminal
Netto renteindtægter	2157	2265	2310	2356	2403	2452	2501
Netto gebyrindtægter	1197	1221	1245	1270	1296	1322	1348
Kursreguleringer	406	250	250	250	250	250	250
Andre driftsindtægter	25	26	26	27	27	28	28
Nedskrivninger på udlån	-143	-200	-204	-208	-212	-216	-221
Basisindtægter efter nedskrivninger	3642	3561	3628	3695	3764	3834	3906
Udgifter til personale og adm	1654	1737	1789	1842	1898	1955	2013
Af- og nedskrivninger	79	80	81	81	82	83	84
Andre driftsudgifter	7	7	7	7	7	7	7
Basisomkostninger i alt	1740	1823	1876	1931	1987	2045	2104
Resultat kerneforretning	1902	1738	1751	1764	1777	1790	1802
Skat	418	382	385	388	391	394	396
Årets resultat efter skat	1484	1355	1366	1376	1386	1396	1405

Figur 17 - Budgettering af Sparekassen Danmark
Kilde: Egen tilvirkning

6.1.1 Netto renteindtægter

Netto renteindtægter er som tidligere nævnt steget markant de seneste år, hvor en stigning i marginal på indlån har en stor betydning. Denne udvikling forventes ikke at forsætte i fremtiden. Sparekassen Danmark forventer jf. deres 2023 regnskab en fremgang i nettorenteindtægterne i 2024. De beskriver ikke om dette skyldes et øget forretningsomfang eller en forventning

om rentemarginalerne forbedres. Flere af de store banker er begyndt at hæve rente på indlån for deres kunder, samt sænke rente på deres boliglån til kunderne. Nykredit har f.eks. i april 2024 valgt at hæve kundernes indlånsrente til 1,75 pct. på deres lønkonti (Nykredit, 2024), og Danske bank har i april 2024 valgt at sænke renten på deres boliglån med op til 3,6 pct. (Danske Bank, 2024). Dette betyder Sparekassen Danmark får en hårdere konkurrence, og bliver derfor nødt til at følge med udviklingen. Dette vil lægge pres på deres rentemarginaler i fremtiden, men ligeledes forventes der en vækst i bankens forretningsomfang, og dermed vælges der at budgetteringen med netto renteindtægterne vokser i hele budgetperioden, samt terminalperioden. Der er budgetteret med vækst på 5 pct. i 2024, da den øget konkurrence og dermed presset på rentemarginalerne først vil påvirke netto renteindtægterne i 2. halvår af 2024. I den resterende del af budgetperioden og i terminalperioden budgetteres der med en vækst på 2 pct. om året, da det forventes Sparekassen Danmark vil forsætte deres vækst i forretningsomfang og den vej igennem øge deres netto renteindtægter.

6.1.2 Netto gebyrindtægter

Netto gebyrindtægterne har været faldene de seneste år, men denne udvikling forventes ikke at forsætte. De turbulente år med store rentestigninger og dermed stor aktivitet hos bankerne med blandt andet omlægning forventes at være fortid for nu. Renten er ved at stabiliserer sig, og den lange rente forventes at blive på nuværende niveau de næste år (Nykredit, 2024). Derved vil den fremtidige udvikling i netto gebyrindtægterne ikke have samme store udsving som tidligere år, og derfor budgetteres med en stabil vækst i budgetperioden. Sparekassen Danmark forventer jf. deres 2023 regnskab en mindre stigning i netto gebyrindtægterne grundet øget forretningsomfang, herunder gebyr og provision fra realkreditformidling. Dette vurderes realistisk, og derfor er der valgt at budgettere med en vækst i hele budgetperioden og terminalperioden på 2 pct. om året.

6.1.3 Kursreguleringer

Kursreguleringer er en svær post at budgettere, da forskellige faktorer kan have store betydninger på kurserne år til år. Kursreguleringerne har de seneste år været meget svingende, hvilket hovedsageligt skyldes de store udsving på det finansielle marked og udviklingen i renten.

Sparekasses overskudslikviditet er primært investeret i danske stats- og realkreditobligationer og deres aktiebeholdning udgøres primært af aktier i sektorrelaterede selskaber. Da renten, som beskrevet tidligere, forventes at være stabil de næste år og Sparekasse Danmark forventer deres aktier giver et stabilt afkast, så vil kursreguleringerne ligeledes være mere stabil fremadrettet. Sparekassen Danmark forventer jf. deres 2023 regnskab en kursregulering på 200-300 mio. kr. i 2024. (Sparekassen Danmark, 2024) Ud fra ovenstående er der valgt at budgettere med kursreguleringer på 250 mio. kr. om året i hele budgetperioden og terminalperioden.

6.1.4 Andre driftsindtægter

Andre driftsindtægter som indeholder regnskabsposter af sekundær karakter i forhold til Sparekasse Danmarks aktiviteter, såsom lejeindtægt fra investeringsejendomme fratrasket driftsomkostninger og badwill i forbindelse med virksomhedssammenslutninger har de sidste 2 år lagt indenfor en forskel på 4 millioner kroner. Det er en post der er forholdsvis svær at budgettere, men der forventes ikke den store stigning i denne post, og derfor er der valgt ud fra et forsigtighedsprincip at budgettere med en vækst svarende til inflationsmålet på 2 pct. i hele budgetperioden og terminalperioden.

6.1.5 Nedskrivninger på lån

Efter et par år med tilbageførsler af nedskrivninger på lån har Sparekasse Danmark i 2023 igen nedskrivninger på lån. Denne udvikling forventes at fortsætte i budgetperioden. Sparekassen Danmark forventer nedskrivning på udlån på 200-250 millioner kroner i 2024. Der er derfor valgt at budgettere med nedskrivninger på 200 millioner kroner i 2024 i vores budgetperiode. Med forventningerne om mere stabile renter i de næste år, så er der valgt at budgettere med Sparekassen Danmark vil have en uændret nedskrivningsprocent i fremtiden. Der er derfor valgt at budgettere med nedskrivningerne vokser med 2 pct. om året i resten af budgetperioden og terminalperioden, hvilket svarer til Sparekassen Danmarks forventede vækst i forretningsomfang om året.

6.1.6 Af- og nedskrivninger

Af- og nedskrivninger kan ligeledes være en post der er svær at budgettere med, da det er usikkert om Sparekassen Danmark i budgetperiode vil øge deres balance med aktiver der vil øge afskrivninger i fremtiden. Det er derfor valgt at lave en lineær vækst på 2 pct. i hele budgetperioden og terminalperioden.

6.1.7 Udgifter til personale og administration

Udgifter til personale og administration er den klart største post på omkostningssiden i Sparekassen Danmarks regnskab. Som aflæst i årsregnskaberne, så har udgifter til personale og administration haft en stor vækst i analyseperioden. Dette kan hovedsageligt tilskrives Sparekassen Danmark er blevet flere medarbejdere og resultatet af overenskomstforhandlingerne i 2022. Sparekassen Danmark forventer udgifterne til personale og administration forsat vokser i 2024 grundet anden halvdel af lønreguleringerne i overenskomstforhandlingerne og udgifter til strategiske initiativer. Grundet disse forhold vælges der at budgettere med en vækst i udgifter til personale og administration på 5 pct. i 2024. Som nævnt PESTEL-analysen, så vil der i fremtiden blive sat endnu højere krav til digitale løsninger, AML, GDPR mv. Udvikling og driften af disse systemer er alt sammen poster, som ligger under udgifter til personale og administration. Det vurderes derfor at denne post kun vil blive større i fremtiden, da nedlukning af mindre rentable filialer og fyringsrunder som de større banker som Danske Bank og Jyske Bank historisk har gjort, ligger udenfor Sparekassen Danmarks strategi. Det er derfor at budgetter med udgifter til personale og administration vil stige med 3 pct. fra 2025 og resten af budgetperioden, samt terminalperioden.

6.1.8 Andre driftsudgifter

Andre driftsudgifter udgør 7 mio. kr. i 2023. Dette vedrører hovedsageligt Sparekassen Danmarks bidrag til Afviklingsformuen under Finansiell Stabilitet. Det er budgetteret med dette bidrag vil være statisk i hele budgetperioden og terminalperioden.

6.1.9 Skat

Som nævnt i PESTEL-analysen har der været tale om bankerne skal pålægges en ekstra bank-skat, men da dette ikke har udmøntet sig i et lovforhold og dermed ej vedtaget, budgetteres der med den normale selskabsskat i Danmark som ligger på 22 pct.

7.0 Værdiansættelse

Der findes flere forskellige værdiansættelsesmodeller, og den mest anerkendte model er DCF-modellen, hvor de fremtidige pengestrømme tilbagediskonteres til en nutidsværdi. Som tidligere beskrevet oppe under punkt 5.0 – Regnskabsanalyse af Sparekassen Danmark for perioden 2021-2023, så er det meget svært at opgøre pengestrømmene i et pengeinstitut. Derudover arbejdes der i DCF med wacc (weighted cost of capital), som også er meget svær at fastlægge for banker. De to faktorer gør at DCF-modellen er svær at anvende til værdiansættelse af pengeinstitutter. En anden anerkendt værdiansættelsesmodel til banker er Dividendemetoden (Gordon Growth model), men da projektet omhandler en garant sparekasse, så er der ingen udbyttebetalinger til aktionærene, så denne model er ligeledes svær at anvende. Til brug for værdiansættelse af Sparekassen Danmark benyttes derfor Damodarans Excess return model, som beskrives nedenfor.

7.1 Excess Return Model

Til at udarbejde en værdiansættelse af Sparekassen Danmark anvendes ”Excess Return Model”. I denne model udregnes værdien af egenkapitalen ved hjælp af nuværende egenkapital investeret og nutidsværdien af forventede overskudsindtægter (årets resultat). Det skrives således:

$$\begin{aligned} \text{Værdi af egenkapital} \\ &= \text{Nuværende egenkapital} \\ &+ \text{nutidsværdien af forventede overskudsindtægter} \end{aligned}$$

Egenkapitalen på nuværende tidspunkt er opgjort som værende egentlig kernekapital eksklusiv hybrid kernekapital jf. årsregnskabet 2023. Excess return modellen har et særligt fokus på fremtidig indtjening. Damodarans standardmodel for excess return er meget mekanisk, og forholder sig udelukkende til nuværende ROE, som forecaster hele fremtidige nettoresultat. Derfor er der valgt, at udarbejde en budgettering i vækstperioden, som giver os et præcist nettoresultat. Dette udnyttes i starten af modellen, og overskydende egenkapitalafkast udregnes derfor på følgende måde i vækstperioden:

Overskydende egenkapitalafkast

$$= (\text{nettoresultat} - \text{CAPM})(\text{bogført værdi af egenkapital})$$

I vores model benytter vi CAPM til at udregne egenkapitalomkostningerne Efter de 5 budgetterede år, så kommer et terminal år. I terminalåret benyttes Damodarans udregning til overskydende egenkapitalafkast, som skrives således:

$$\text{Overskydende egenkapitalafkast} = (\text{ROE} - \text{CAPM})(\text{bogført værdi af egenkapital})$$

Yderligere arbejder Damodarans model med en fordeling af overskuddet. Enten udbetales det til aktionærerne som udbytte ellers akkumuleres overskuddet i virksomheden. (Damodaran, 2009) Da Sparekassen Danmark er en garantsparekasse, så er der ingen udbytteudbetaling til aktionærerne. Det vil sige at 100 pct. af overskuddet forbliver i Sparekassen Danmark.

7.2 Ejernes afkastkrav – CAPM

CAPM er en forkortelse for Capital Asset Pricing Model, og er en teoretisk model til at fastlægge det forventede afkast af en investering, og benyttes ofte i forbindelse med forventet afkast af en aktie. CAPM-modellen bruges til at beskrive sammenhængen mellem det forventede afkast, også kaldet for ejernes afkastkrav, og markedsrisikoen.

Beregnes ud fra følgende formel:

$$r_e = r_f + \beta[E(r_m) - r_f]$$

r_e = ejernes afkastkrav

r_f = risikofri rente

β = beta

$E(r_m)$ = forventet afkast ved investering i markedsporteføljen

$[E(r_m) - r_f]$ = markedets risikopræmie

Det fremgår af ovenstående model, at det forventede afkast på en aktie/investering er lig med det risikofrie afkast plus en risikopræmie. (Sørensen, 2022)

7.3 Risikofri rente

Den risikofrie rente er et teoretisk begreb for et forventet afkast på en investering uden nogen konkurs- eller reinvesteringsrisiko. Sådanne investeringer findes udelukkende teoretisk, og det er derfor nødvendigt at benytte et reelt finansielt instrument, hvor de beskrevne risici er så minimale som muligt. Det betyder, at der findes forskellige metoder til at fastsætte den risikofrie rente. Dette kan blandt andet være folierenten i Nationalbanken eller den 10-årige danske statsobligation. I denne værdiansættelse tager vi udgangspunkt i en 10-årig dansk statsobligation. (Sørensen, 2022)

Gennemsnit for året	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
10-årig statsobligation	4,30	3,40	3,81	4,29	4,29	3,59	2,91	2,71	1,36	1,74	1,19	0,51	0,27	0,26	0,42	-0,20	-0,40	-0,18	1,44	2,60

Figur 18 - 10-årig statsobligation de sidste 20 år

Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af data fra (Danmarks Nationalbank, 2024)

I 2023 var den gennemsnitlige rente på den 10-årig statsobligation 2,6 pct. Det er en væsentlig stigning i forhold til gennemsnittet de sidste 10 år, som er 0,77 pct. Gennemsnittet over de sidste 10 år påvirkes af en periode fra 2015 og frem til 2021 med et meget lav rente niveau. Det vurderes, at hverken den gennemsnitlige rente i 2023 eller et gennemsnit over de sidste 10 år er retvisende for den fremtidige rente for den danske statsobligation. I dette projekt er der valgt at tage et gennemsnit på 20 år for at afbløde effekten af perioden med negative renter. Den gennemsnitlige rente for den 10-årige statsobligation over de sidste 20 år er 1,92 pct, hvilket vil være den risikofri rente som vil blive benyttet i værdiansættelsen.

Gennemsnit	2 år	5 år	10 år	20 år
10-årig statsobligation	2,02	0,65	0,77	1,92

Figur 19 - 10-årig statsobligation gennemsnit

Kilde: Egen tilvirkning med baggrund af data fra (Danmarks Nationalbank, 2024)

7.4 – Beta

Beta kan bedst beskrives som et nøgletal, der beskriver, hvor meget en aktie bevæger sig i forhold til markedet. Beta kan derfor bruges til at bedømme en bestemt akties risiko og volatilitet. Jo højere en akties beta er, jo større udsving vil aktien have ved en bevægelse i markedet. Hvis en aktie har en beta på 2, så vil en stigning på 1pct i markedet betyde aktien stiger med 2 pct., og omvendt ved et fald. Hvis en aktie har en beta på 0,5, vil aktien kun stige eller falde 0,5 pct. ved en 1 pct. stigning eller fald i markedet.

Beta er baseret på historiske data, hvilket giver udfordringer ved benyttelsen af denne ved en budgettering, da historiske data ikke nødvendigvis stemmer overens med fremtiden. En anden udfordring ved Beta er, at det kun er muligt at beregne beta på en noteret virksomhed. Grundet disse udfordringer vælger mange praktikere at benytte sig af metoden ”common sense”. Ved denne metode vil beta også blive vurderet ud fra en kvalitativ vurdering. (Sørensen, 2022)

Da Sparekassen Danmark ikke er en noteret virksomhed, vurderes Sparekassen Danmark beta ud fra sammenlignende noterede bankers beta. Yahoo Finance anvendes til at finde beta-værdierne for sammenlignelige banker i Danmark. De sammenlignelige banker har en gennemsnitlig beta på 0,474. Idet Sparekassen Danmarks har en stor udlånsvækst samt en aggressiv vækststrategi, forhøjes betaen med et beta-tillæg. Den store udlånsvækst og den aggressive vækststrategi medfører en væsentlig risiko, og dermed skal der tilføjes et tillæg til beta på 0,30. Sparekassen Danmark får dermed en beta på 0,774.

Beta-værdier for sammenlignelige banker	Beta
Ringkjøbing Landbobank	0,56
Vestjysk Bank A/S	0,34
Sparekassen Sjælland-Fyn A/S	0,44
Danske Andelskassers Bank	0,36
Spar Nord	0,67
Gennemsnitlig Beta	0,474
Beta-tillæg	0,3
Sparekassen Danmark	0,774

Tabel 1 - Beta-værdier for sammenlignelige banker

Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af data fra (Yahoo Finance, 2024)

7.5 Risikopræmie

Risikopræmien er et udtryk for det tillæg, en investor vil kræve for at investere i en aktie frem for i en risikofri investering. Det er altså det tillæg en investor får for at bære den ekstra risiko ved en given investering. Hvis den risikofri investering har et afkast på 2 pct, og investoren forventer et afkast på 8 pct. ved en given aktieinvestering, så vil risikopræmien være på 6 pct.

Teoretisk kan det være meget svært at fastsætte en risikopræmie for en investering, da den kan blive påvirket af forskellige forhold. Der findes derfor flere metoder til at fastsætte præmien på. Der er valgt at benytte undersøgelser foretaget af Fernandez m.fl. og PWC, hvor en række investor er blevet spurgt om deres skøn over risikopræmien. Begge undersøgelser er foretaget i 2020, og det har ikke været muligt at finde nyere undersøgelser fra kilder, der vurderes pålidelige. Fernandez m.fl. vurderer den genneralle markedsrisikopræmien i Danmark til at være 6,1 pct, og PWC vurderer markedsprispræmien til at være 5,8 pct. Tages der et gennemsnit af disse undersøgelser vil markedsrisikopræmien være 6,0 pct. (Fernandez, et al., 2020) (PwC, 2020)

Det er vigtigt i denne sammenhæng at inkludere i markedsrisikopræmien, at banksektoren grundet faktorer som finansiell gearing, regulering, samt økonomiske cyklusser kan have en højere risikoprofil end det genneralle marked. Ligeledes vil en investering i Sparekassen Danmark være en illikvid investering, som også kan påvirke forventningerne til en markedsrisikopræmie. Grundet ovenstående faktorer pålægges et tillæg til risikopræmien på 2 pct. i forhold til Fernandes m.fl. og PWC's undersøgelse. Dermed vil risikopræmien i denne værdiansættelse være 8 pct.

7.6 Fastlæggelse af ejernes afkastkrav

Med ovenstående faktorer beskrevet, så er det nu muligt at fastlægge CAPM / ejernes afkastkrav.

$$r_e = r_f + \beta[E(r_m) - r_f]$$

$$r_e = 2,13 \% + 0,774 [8\% - 2,13\%] = 6,75\%$$

7.7 Værdiansættelse af Sparekassen Danmark

Efter udarbejdelsen af den strategisk analyse og regnskabsanalysen, som har dannet grundlag for budgetteringsperioden, så kan der nu udarbejdes en værdiansættelse af Sparekassen Danmark. I budgetteringen er regnskabsposterne de næste 5 år blevet forecastet. Herefter er terminalperioden, som er baseret på delkonklusioner i den strategiske og regnskabsmæssige analyse. Regnskabsanalysen har dannet grundlag for udarbejdelsen af ROE, men samtidig er der blevet brugt en kritisk tilgang til vurderingen af den fremtidige ROE. Dette sker på grund af den negative påvirkning fra reguleringen i den finansielle sektor. ROE er derfor estimeret til at være 5,50 pct. i terminalperioden. Ligeledes har den strategiske og regnskabsmæssige analyse dannet grundlag for udarbejdelse af faktorerne i CAPM. Igen er der kritiske tilgang blevet anvendt, herunder specifikt til Sparekassen Danmarks strategiske valg om større eksponering og tilstedeværelse i de små lokalsamfund i mindre byer. Dette giver en forhøjet kreditrisiko på bøgerne, som kommer til udtryk i et forhøjet afkastkrav. Udlånsvæksten har historisk været høj, hvilken igen giver et forhøjet afkastkrav.

Ud fra ovenstående kommer vi frem til følgende værdiansættelse af Sparekassen Danmark:

Værdiansættelse af Sparekassen Danmark							
Beløb i mio kr.	0	1	2	3	4	5	Terminal år
Netto resultat	1.483,6 kr.	1.355,5 kr.	1.365,9 kr.	1.376,1 kr.	1.386,1 kr.	1.395,8 kr.	1.065,2 kr.
- Egenkapitalomkostninger	837,2 kr.	937,3 kr.	1.028,8 kr.	1.121,0 kr.	1.213,9 kr.	1.307,5 kr.	1.307,5 kr.
Overskydende egenkapitalafkast	646,4 kr.	418,2 kr.	337,1 kr.	255,1 kr.	172,2 kr.	88,3 kr.	- 242,3 kr.
Terminal værdi af Overskydende egenkapitalafkast							- 5.099,2 kr.
Akkumuleret egenkapitalomkostning	1,06751	1,13957	1,21650	1,29863	1,38629	1,47988	1,57978
Nutidsværdi	605,5 kr.	367,0 kr.	277,1 kr.	196,4 kr.	124,2 kr.	59,7 kr.	- 3.381,1 kr.
Bogført værdi af egenkapital	12.401,0 kr.	13.884,6 kr.	15.240,0 kr.	16.605,9 kr.	17.982,0 kr.	19.368,1 kr.	19.368,1 kr.
CAPM	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%
Egenkapitalomkostninger	837,2 kr.	937,3 kr.	1.028,8 kr.	1.121,0 kr.	1.213,9 kr.	1.307,5 kr.	1.307,5 kr.
Investeret egenkapital	12.401,0 kr.						
Nutidsværdi af overskydende egenkapitalsafkast	- 1.751,3 kr.						
Værdi af egenkapital	10.649,7 kr.						

Figur 20 - Værdiansættelse af Sparekassen Danmark
Kilde: Egen tilvirkning

Som det fremgår af værdiansættelsen af Sparekassen Danmark, så bliver værdien af egenkapitalen udregnet til at være 10.649,7 mio. kr. I vækstperioden bemærkes det at nutidsværdien af

nettoresultat forbliver positivt i alle de budgetterede år. I terminalåret regnes med en udlåns-vækst på 2 pct., ROE på 5,50 pct. og CAPM på 6,75 pct. som tidligere beskrevet. Idet ROE er lavere end CAPM, så bliver egenkapitalomkostningerne større end forretningen af egenkapita-len i terminalperioden, og med baggrund i det, så bliver værdiansættelsen af egenkapitalen ne-gativ.

Ud fra ovenstående kan Sparekassen Danmarks kurs/indre værdi opgøres til 0,86.

7.8 Følsomhedsanalyse

I dette afsnit vil der blive udarbejdet en følsomhedsanalyse af værdiansættelsen af Sparekassen Danmark. Dette er valgt som et led i en modelkritisk tilgang af værdiansættelsesmodellen. En følsomhedsanalyse giver muligheden for at have et kritisk syn på de beregningsforudsætninger, der er anvendt, som input i modellen. Modellen bygger på antagelser om fremtiden. Dette er bedste bud på fremtiden ud fra nuværende datagrundlag, men det er nødvendigvis ikke retvi-sende for Sparekassen Danmarks fremtid. Det er derfor valgt at stressteste modellens følsomhed ud fra et positivt og et negativt scenarie af vækstdriverne CAPM og ROE.

Følsomhedsberegning			
Værdi af Sparekassen Danmark ved ændring af vækstdrivere			
Ændring	-0,50%	0%	+0,5%
CAPM	12.099 kr.	10.650 kr.	9.479 kr.
ROE	9.298 kr.	10.650 kr.	12.001 kr.

Figur 21 - Følsomhedsberegning Sparekassen Danmark
Kilde: Egen tilvirkning

At stressteste CAPM giver mulighed for at vise, hvilken betydning en ændring i ejernes krav til afkast vil have på Sparekasse Danmarks værdi. Ved et negativt scenarie, hvor en stigning i CAPM med 0,5 procentpoint, vil Sparekassen Danmarks værdi falde til 9.479 mio. kr. Dette er et fald på 1.171 mio. kr. i forhold til den oprindelige værdi i værdiansættelsen. Modsat ved et positivt scenarie, hvor Sparekassen Danmarks ejere sænker deres afkastkrav med 0,5 procent-point, så vil Sparekassen Danmarks værdi stige til 12.099 mio. kr. Det er en merværdi på 1.449 mio. kr. i forhold til den oprindelige værdiansættelse. En ændring på +/- 0,5 procentpoint i

CAPM kan altså betyde en ændring i Sparekassen Danmarks værdi på 2.620 mio. kr. beregnet ud fra det værste til det bedste scenarie.

Ved at stressteste ROE, fås mulighed for at vise, hvilken betydning Sparekasse Danmarks evne til at forrente deres egenkapital har på værdien. Ved et negativt scenarie, hvor en ændring af ROE på -0,5 procentpoint, vil Sparekassen Danmarks værdi falde til 9.298 mio. kr. Dette er et fald på 1.352 mio. kr. i forhold til den oprindelige værdi i værdiansættelsen. Modsat ved et positivt scenarie, hvor Sparekassen Danmarks forrenter deres egenkapital med 0,5 procentpoint bedre, så vil Sparekassen Danmarks værdi stige til 12.001 mio. kr., hvilket er stigning på 1.351 mio. kr. i forhold til vores oprindelige værdiansættelse. En ændring på +/- 0,5 procentpoint i ROE kan altså betyde en ændring i Sparekassen Danmarks værdi på 2.703 mio. kr., beregnet ud fra det værste til det bedste scenarie.

Som beskrevet i ovenstående kan mindre ændringer have stor betydning for den værdi, som værdiansættelsesmodel kommer frem til. Det er derfor ikke muligt at konkludere, at den oprindelige værdiansættelse på 10.650 mio. kr. er den korrekte værdi. Sparekassen Danmarks værdi skal nærmere findes i spændet mellem værste og bedste scenarie i vores følsomhedsanalyse. Alle værdierne i følsomhedsanalysen har det til fælles, at de alle har en kurs/indre værdi på under en, hvilket findes sandsynligt ud fra den strategiske analyse, regnskabsanalyse og sammenligning med peers.

8.0 Diskussion

Indledningsvist har formålet med opgaven været at finde ud af, om fusionen mellem Sparekassen Vendsyssel og Jutlander Bank har givet et mere omkostningseffektiv pengeinstitut. Lige knap 3 år efter fusionen, så er det svært at få øje på de 2 x 50 mio. i synergieffekter, som direktionen forventede for tre år siden, da fusionen blev en realitet (Danmark, 2021). Det har været meget svært at finde frem til præcis hvordan, at direktionen i Sparekassen Danmark ville opnå synergieffekterne på de 100 mio. kr. fordelt over 2 regnskabsår, hvilket også giver mening set i lyset af, at det ikke har været muligt at kortlægge stordriftsfordelene her i 2024. Sparekassen Danmark er et pengeinstitut, hvis forretningsmodel bygger på at støtte lokalsamfundene. Dette er også tilfældet ved landbrugskunder, som udgør ca. 13 pct. af samlet udlån i dag. Set i lyset af en af nutidens højaktuelle emner, som er en eventuel indførelse af en CO₂ afgift på landbruget, vil der i projektet blive diskuteret i hvilket omfang denne CO₂ afgift vil påvirke Sparekassen Danmark.

8.1 Stordriftsfordele eller mangel på samme?

I forbindelse med udarbejdelse af værdiansættelsen af Sparekassen Danmark, så er det interessant at analysere hvad der skal til, hvis Sparekassen Danmark skulle handle til en kurs/indre værdi på 1. Det vil kræve alt andet lige kræve, at der bliver høstet nogle af de stordriftsfordelene, som der var lagt op til ved fusionen.

Hvis forudsætningerne for værdiansættelsen er uændret i forhold til CAPM, ROE og væksten i terminalperioden, så ud fra et alt andet lige princip, så ville Sparekassen Danmark skulle finde stordriftsfordele for 105 mio. kr. om året i alt evighed, eller vækste nettoresultatet med 105 mio. kr. i alt evighed, hvilket er urealistisk. Beregningerne fremgår af bilagene. For at opnå så store stordriftsfordele, så ville der skulle ske drastiske ændringer i strategien og en eventuelt en større besparelsesrunde ville skulle finde sted. De seneste år er omkostningerne til personale og IT steget markant i Sparekassen Danmark, og hvis der skulle findes besparelser i organisationen, så ville personaleomkostninger være et oplagt sted at starte.

Beløb i mio kr.	0	1	2	3	4	5	Terminal år
Netto resultat	1.483,6 kr.	1.460,7 kr.	1.471,1 kr.	1.481,3 kr.	1.491,3 kr.	1.501,1 kr.	1.193,7 kr.
- Egenkapitalomkostninger	837,2 kr.	937,3 kr.	1.035,9 kr.	1.135,2 kr.	1.235,2 kr.	1.335,9 kr.	1.335,9 kr.
Overskydende egenkapitalafkast	646,4 kr.	523,4 kr.	435,2 kr.	346,1 kr.	256,1 kr.	165,2 kr.	- 142,3 kr.
Terminal værdi af Overskydende egenkapitalafkast							- 2.994,4 kr.
Akkumuleret egenkapitalomkostning	1,06751	1,13957	1,21650	1,29863	1,38629	1,47988	1,57978
Nutidsværdi	605,5 kr.	459,3 kr.	357,8 kr.	266,5 kr.	184,7 kr.	111,6 kr.	- 1.985,5 kr.
Bogført værdi af egenkapital	12.401,0 kr.	13.884,6 kr.	15.345,3 kr.	16.816,4 kr.	18.297,8 kr.	19.789,1 kr.	19.789,1 kr.
CAPM	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%
Egenkapitalomkostninger	837,2 kr.	937,3 kr.	1.035,9 kr.	1.135,2 kr.	1.235,2 kr.	1.335,9 kr.	1.335,9 kr.
Inviseret egenkapital	12.401,0 kr.						
Nutidsværdi af overskydende egenkapitalsafkast	- kr.						
Værdi af egenkapital	12.401,0 kr.						

Figur 22 - Værdiansættelse af Sparekassen Danmark ved stordriftsfordele
Kilde: Egen tilvirkning

I 2023 havde Sparekassen Danmark personaleudgifter for 986 mio. kr. Der var et gennemsnitligt antal ansatte, omregnet til heltidsbeskæftigede, 1.314 personer (Sparekassen Danmark, 2024). Det giver en gennemsnitlig årlig lønudgift per medarbejder på 750.000kr. Hvis stordriftsfordelene skulle komme alene fra fyringsrunder, så ville det svare til 140 fuldtidsansatte. Det vil svare til en reduktion i medarbejderstaben på 10,6%. Det er en voldsom fyringsrunde, som ikke vurderes at være holdbar. En så stor besparelse kunne også findes på andre måder, men ville kræve en lodret ændring i strategien. Det helt oplagte valg kunne være, at Sparekassen Danmark begyndte at lukke nogle af de mindst profitable filialer. Det kan derfor konkluderes at en årlig besparelse på 105 mio. kr. vurderes urealistisk, og en kurs/indre værdi på 1, derfor også vurderes urealistisk for Sparekassen Danmark.

8.2 – CO₂ afgift på landbrug

I nedenstående scenarieberegning beregnes den mulig effekt på Sparekassen Danmarks værdi ved indførsel af en CO₂-afgift på landbruget. Sparekassen Danmark er et pengeinstitut, som har en stor eksponering overfor landbruget. I 2023 var 13,2 pct. af Sparekassen Danmarks samlede udlån relateret til landbruget. SMV-regeringen, som blev dannet i 2022, har i deres regeringsgrundland lagt op til en CO₂-afgift på landbruget for at hjælpe Danmark med at opfylde målet om 70 procent drivhusgasreduktion i 2030. (Statsministeriet, 2022) I den forbindelse blev der nedsat en ekspertgruppe, som i februar 2024 fremlagde tre mulige modeller for en CO₂-afgift og dens effekter på landbruget (Svarer, et al., 2024). Grundet Sparekassen Danmarks store eksponering over for landbruget beregnes det, hvilken effekt indførslen af den hårdest mulige model ville have på Sparekassen Danmarks værdi.

Som det ses i nedenstående model fra ekspertgruppens rapport, er det model 1, som vil have den største negative effekt på landbruget. Ved indførelse af model 1 vil 15 procent af landbruget, målt på omsætningen ændres til at være konkurstruet. Der er i beregningen ikke taget højde for tilpasning af landbruget ved indførslen, og derfor er der visse usikkerheder forbundet med udregningen.

Tabel 7.29. Umiddelbare ændringer i konkurstrussel, i pct. af omsætning

	Model 1	Model 2a	Model 2b	Model 3a	Model 3b
Planter	6	1	0	-1	-1
Kvæg	25	11	10	1	1
Grise	12	2	2	0	0
Andre husdyr	7	0	0	0	-1
Blandede	1	0	0	0	0
Heltid samlet	15	5	4	0	0

*Figur 23 - Umiddelbare ændringer i konkurstrussel i pct. af omsætning
Kilde: (Svarer, et al., 2024)*

For at overføre ekspertgruppens tal til Sparekassen Danmarks udlån, er der valgt at sætte lighedstegn med den umiddelbare ændringer i konkurstrussel, i procent af omsætning og det samlede udlån til den specifikke gruppe inden for landbruget. Det vil sige, når 6 pct. af den samlede omsætning bliver konkurstruet ved indførslen af modellen, så bliver 6 pct. af Sparekassen Danmarks udlån til f.eks. planteavl også blive påvirket. Selvom der ikke nødvendigvis er en direkte sammenhæng mellem omsætning, og størrelsen på et lån, vurderes denne model, med det nuværende datagrundlag, at være den mest retvisende metode.

I nedenstående tabel kan nedskrivningerne på Sparekassen Danmarks udlån, som resultat af indførslen af model 1 aflæses.

	Udlån i 2023	Nedskrivningsprocent	Nedskrivninger som resultat af afgift
Mælkeproduktion	2096	25%	524
Griseproduktion	1958	12%	235
Fjerkræproduktion	118	7%	8
Pelsdyravl	99	7%	7
Planteavl	1327	6%	80
Fiskeri	92	1%	1
Øvrige	880	1%	9
Total	6570		863

Figur 24 - Nedskrivning som resultat af CO2-afgift
Kilde: Egen tilvirkning

I denne beregning vil nedskrivningerne på 863 mio. kr. blive effektureret i 2025-regnskabet og dermed i år 2 i forhold til budgetteringen. Dette betyder, at Sparekassen Danmark i dette år vil have et negativt resultat efter egenkapitalomkostninger på 526,4 millioner kroner, hvilket medfører den afledte effekt på værdiansættelsen, at Sparekassen Danmarks værdi bliver 10.217 mio. kr. Dette svarer til en kurs/indre værdi på 0,82. Dette er 433 mio. kr. lavere end vores oprindelige værdiansættelse.

Beløb i mio kr.	0	1	2	3	4	5	Terminal år
Netto resultat	1.483,6 kr.	1.355,5 kr.	502,4 kr.	1.376,1 kr.	1.386,1 kr.	1.395,8 kr.	1.017,8 kr.
- Egenkapitalomkostninger	837,2 kr.	937,3 kr.	1.028,8 kr.	1.062,7 kr.	1.155,6 kr.	1.249,2 kr.	1.249,2 kr.
Overskydende egenkapitalafkast	646,4 kr.	418,2 kr.	- 526,4 kr.	313,3 kr.	230,4 kr.	146,6 kr.	- 231,5 kr.
Terminal værdi af Overskydende egenkapitalafkast							- 4.871,9 kr.
Akkumuleret egenkapitalomkostning	1,06751	1,13957	1,21650	1,29863	1,38629	1,47988	1,57978
Nutidsværdi	605,5 kr.	367,0 kr.	- 432,7 kr.	241,3 kr.	166,2 kr.	99,1 kr.	- 3.230,4 kr.
Bogført værdi af egenkapital	12.401,0 kr.	13.884,6 kr.	15.240,0 kr.	15.742,5 kr.	17.118,6 kr.	18.504,7 kr.	18.504,7 kr.
CAPM	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%
Egenkapitalomkostninger	837,2 kr.	937,3 kr.	1.028,8 kr.	1.062,7 kr.	1.155,6 kr.	1.249,2 kr.	1.249,2 kr.
Inviseret egenkapital	12.401,0 kr.						
Nutidsværdi af overskydende egenkapitalsafkast	- 2.184,0 kr.						
Værdi af egenkapital	10.217,0 kr.						

Figur 25 - Værdiansættelse af Sparekassen Danmark ved nedskrivning på udlån
Kilde: Egen tilvirkning

Ved en nedskrivning på denne størrelse kan Sparekassen Danmarks kapital- og NEP- forhold komme under pres, da nedskrivningen påvirker deres kapitalgrundlag. Hvis Sparekassen Danmarks kapitalgrundlag vækster mindre end deres risikovægtede eksponeringer, vil deres kapitaloverdækning blive mindsket. Selv ved en ekstra nedskrivning på 863 millioner kroner i 2025 vil Sparekassen Danmark stadig have et positivt nettoresultat på 502 millioner kroner. I

2024 har Sparekassen Danmark en kapitaloverdækning på 1 milliard kroner. (Sparekassen Danmark, 2024) Det vurderes derfor, at Sparekassen Danmarks kapital- og NEP-forhold er robuste nok til at tåle en nedskrivning i udlån af denne størrelse.

9. Konklusion

Formålet med denne opgave var at gøre status på fusionen mellem Sparekassen Vendsyssel og Jutlander Bank, som skulle ende ud i en værdiansættelse af Sparekassen Danmark. Det har været svært at sætte to streger under en endelig værdiansættelse, og derfor ligeledes svært at opgøre præcis hvorvidt fusionen har skabt synergieffekter/stordriftsfordele.

Det kan på baggrund af vores strategiske analyser konkluderes, at Sparekassen Danmark opererer i et hårdt reguleret marked. Den finansielle sektor i Danmark er ofte et varmt politisk emne, som gør at de danske pengeinstitutter oplever et stort fokus fra omverdenen. Dette øgede politiske og lovgivningsmæssige fokus resulterer i et marked, hvor de frie markeds kræfter ikke får lov til at udspille sig til fulde. Den hårde regulering gør, at nogle aktører kan blive holdt tilbage, hvilket forringer værdiansættelserne af de danske banker generelt. Det kan ydermere konkluderes på baggrund af de strategiske analyser, at det danske bankmarked er mere eller mindre skånet for nye aktører. Der er tale om et marked, som har ualmindelig høje adgangskrav målt både på kapital og knowhow.

Sparekassen Danmarks konkluderes at have en stærk økonomisk performance sammenlignet med peer-gruppen. De traditionelle nøgletal ROE og ROA viser dog, at fusionen ikke har optimeret forretningen af egenkapitalen, idet Sparekassen Danmarks forretning ligger under niveau overfor både Sparekassen Kronjylland og Sparekassen Sjælland-Fyn. Det skyldes at Sparekassen Danmark har den største balance, primært trukket af stor garantkapital.

Bottom-up analysen konkluderer at Sparekassen Danmark ligger forrest i feltet, når der analyseres på omkostningseffektiviteten. Sparekassen Danmark er højdespringer målt på indtjening pr. omkostningskrone både før og efter nedskrivninger. Rentemarginalerne hos Sparekassen Danmark er ligeledes bedst.

Værdiansættelsen af Sparekassen Danmark konkluderer at egenkapitalens værdi reelt er 10.650 mio. kr. Den bogførte egenkapital er opgjort til 12.401 mio. kr. jf. regnskabet for 2023. Det svarer til en kurs/indre værdi på 0,86. Det kan derfor yderligere konkluderes at fusionen ikke har skabt merværdi for ejerne, idet den beregnede egenkapital er mindre end den bogførte egenkapital. Hvis Sparekassen Danmark skulle handle til en værdiansættelse på kurs/indre værdi på

1, så ville de skulle finde en forbedring af årets resultat på 105mio kr. pr. år. i alt evighed. Det kan ikke konkluderes at Sparekassen Danmark har opnået stordriftsfordele i forbindelse med fusionen.

Der er vished om, at der er stor usikkerhed i forbindelse med værdiansættelsen, som der også gives udtryk for i følsomhedsanalysen. Den faktiske værdi for egenkapitalen, må antages at ligge et sted imellem 9.298 mio. kr. og 12.099 mio. kr.

10. Perspektivering

Selvom Sparekassen Danmarks administrerende direktør, Vagn Hansen, har foretaget mange fusioner igennem sin karriere, så findes der også fusioner hvor han ikke er involveret. Tilbage i 2014 skete der en fusion af de to nordjyske banker Nordjyske bank og Nørresundby bank. Det er interessant at perspektivere fusionen af Sparekassen Vendsyssel og Jutlander bank med fusionen af Nordjyske bank og Nørresundby bank af flere årsager.

Fusionen mellem Nordjyske bank og Nørresundby bank viste hvor vanskelig det kan være at værdiansætte en bank, og ligeledes hvor forskelligt virkelighedens fusioner er med en fusion ud fra en lærebog. I virkelighedens fusioner er der mange komplekse forhold der skal tages højde for, som kan være svære at sætte ind i en værdiansættelsesmodel. Fusionen er senere hen blevet omtalt som ”Den nordjyske bankkrig”, og er blevet beskrevet i en artikel i Finans Invest fra 2015. (Florentsen, et al., 2015)

Artiklen belyser nogle interessante emner, som også er aktuelle i fusionen mellem Sparekassen Vendsyssel og Jutlander Bank. En af emner er, at kommunikationen til markedet har været mangelfuld. Det samme synes at være gældende i fusionen som dannede Sparekassen Danmark. Ledelsen har beskrevet fusionen som ”Rettidig omhu”, men det er vist også det der er sagt. Ledelsen har i forbindelse med fusionen udtalt, at man forventer synergieffekter på 2 x 50mio. kr., men ikke én eneste gang nævnes ordene stordriftsfordele eller synergieffekter i Sparekassen Danmarks regnskab for 2022 og 2023.

Ud fra manglende kommunikation, kan der sættes spørgsmål ved bevæg grundlaget for fusionen. I den artiklen ”Den nordjyske bankkrig” retter skribenten fokus på, for hvis skyld at fusionen mellem Nordjyske Bank og Nørresundby Bank fandt sted. Her kommenteres på hvorvidt fusionen fandt sted med baggrund i Shareholder value eller Stakeholder value. (Florentsen, et al., 2015) Igen synes der at være lighed med fusionen mellem Sparekassen Vendsyssel og Jutlander Banks fusion. I projektets værdiansættelse konkluderes det, at fusionen ikke har skabt merværdi for ejerne, men måske fusionen har skabt mere værdi for stakeholderne. Ligeledes kan der sættes spørgsmålstegn ved om fusionen harmonerer med de to pengeinstitutters oprindelige værdier om at være lokalforankret. Ved fusionen opnår Sparekassen Danmark en

størrelse, hvor de går fra at være to regional pengeinstitut til et landsdækkende pengeinstitut. Det er svært at forestille sig at kunder der bor på Frederiksberg, mener at et pengeinstitut med hovedsæde i Vrå er lokalt for dem.

Afslutningsvis skal det nævnes at fusionen kan skabe interessekonflikter for Sparekassen Danmarks samarbejdspartnerne, såsom Nykredit. Nykredits direktør Michael Rasmussen har interesse i at være medbestemmende i de strategiske valg hos samarbejdspartnere i Totalkreditsamarbejdet. Dette ses ved Nykredit medejerskab i banker såsom Spar Nord og Sydbank. Ved fusionen bliver Sparekassen Danmark en garantsparekasse, hvilket besværliggør muligheder for Michael Rasmussens medbestemmelse grundet garantsparekassernes specielle ejerstruktur.

Bibliografi

Andersen, F. R. et al., 2016. *International Markedsføring*. 5 red. København: Trojka Gads forlag.

Bendtsen, A. S. H., 2022. Danske fintech-selskaber buldrer frem: Disse skal du holde øje med i 2022. *Børsen*, 2 Januar .

BIS, 2024. *BIS*. [Online]

Available at: <https://www.bis.org/bcbs/basel3.htm>

[Senest hentet eller vist den 10 Maj 2024].

Brahm, K. & Iversen, C., 2024. *Finans*. [Online]

Available at: <https://finans.dk/finans/ECE16686033/stoerre-tilfredshed-flere-danskere-vil-skifte-bank/>

[Senest hentet eller vist den 10 Maj 2024].

Brink, C., 2021. *Finans Danmark*. [Online]

Available at: <https://finansdanmark.dk/nyheder/2021/maj/hoej-kundemobilitet-blandt-danske-bankkunder-viser-sund-konkurrence-i-sektoren/>

[Senest hentet eller vist den 10 Maj 2024].

Damodaran, A., 2009. *Valuing Financial Service Firms*. [Online]

Available at: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/finfirm09.pdf>

[Senest hentet eller vist den 9 Maj 2024].

Danmarks Nationalbank, 2022. *Finansiel Stabilitet - 1. Halvår 2022*, København: Danmarks Nationalbank.

Danmarks Nationalbank, 2023. *Finansiel stabilitet og finansielle risici*, København: Danmarks Nationalbank.

Danmarks Nationalbank, 2024. *Danmarks Nationalbank*. [Online]

Available at: <https://undervisning.nationalbanken.dk/artikler/finansiel-stabilitet-finanskriser>

[Senest hentet eller vist den 10 Maj 2024].

Danmarks Nationalbank, 2024. *Danmarks Nationalbank*. [Online]

Available at: <https://www.nationalbanken.dk/da/vores-arbejde/stabile-priser- pengepolitik->

og-dansk-oekonomi/officielle-rentesatser

[Senest hentet eller vist den 10 Maj 2024].

Danmarks Statistik, 2021. *Danmarks Statistik*. [Online]

Available at: <https://www.dst.dk/da/Statistik/nyheder-analyser-publ/nyt/NytHtml?cid=32054>

[Senest hentet eller vist den 10 Maj 2024].

Danmarks Statistik, 2023. *Befolkningens udvikling 2022*, København: Danmarks Statistik.

Danmark, S., 2021. *spard.dk*. [Online]

Available at: <https://www.spard.dk/nyheder/2021/september/sparekassen-danmark-ser-dagens-lys>

[Senest hentet eller vist den maj 2024].

Danske Bank, 2024. *Danske bank*. [Online]

Available at: <https://danskebank.com/da/news-og-insights/nyhedsarkiv/press-releases/2024/pm25042024>

[Senest hentet eller vist den 10 Maj 2024].

Danske Bank, 2024. *Danske Bank*. [Online]

Available at: <https://danskebank.com/da/news-og-insights/nyhedsarkiv/news/2024/14032024>

[Senest hentet eller vist den 10 Maj 2024].

Epsi Rating Group, 2024. *Epsi Denmark*. [Online]

Available at: <https://www.epsi-denmark.org/wp-content/uploads/2023/10/2023-09-18-epsi-bank-2023-minirapport-med-udvalgte-resultater.pdf>

[Senest hentet eller vist den 10 Maj 2024].

Fernandez, P., de Apellaniz, E. & Icin, J. F., 2020. *Market risk premium and risk-free rate used for 81 countries in 2020*, s.l.: IESE Business School.

Finans Danmark, 2021. *Bankerne viser vejen for digitaliseringen i Danmark*, København: Finans Danmark.

Finans Danmark, 2024. *Finans Danmark*. [Online]

Available at: <https://finansdanmark.dk/10-aaret-for-krisen/overblik-over-regulering/>

[Senest hentet eller vist den 10 Maj 2024].

Finanstilsynet, 2023. *Finanstilsynet*. [Online]

Available at: <https://www.finanstilsynet.dk/Tilsyn/Tilsynsdiamanten-for- pengeinstitutter>

[Senest hentet eller vist den 10 Maj 2024].

Finanstilsynet, 2024. *Finanstilsynet*. [Online]

Available at:

<https://www.finanstilsynet.dk/Tilsyn/Inspektionsredegorelser/2024/Sparekassen danmark 230224>

[Senest hentet eller vist den 10 Maj 2024].

Florentsen, B. B., Møller, M. & Parum, C., 2015. Den nordjyske bankkrig. *Finans Invest*, Februar, pp. 5-20.

Hvelplund, P., 2018. *Information*. [Online]

Available at: <https://www.information.dk/debat/2018/07/lav-spekulationsfri-statsbank>

[Senest hentet eller vist den 10 Maj 2024].

International Monetary Fund, 2007. *International Monetary Fund*. [Online]

Available at: <https://www.imf.org/en/publications/CR/Issues/2016/12/31/Denmark-financial-sector-assessment-program-technical-note-competition-in-the-banking-sector-20598>

[Senest hentet eller vist den 10 Maj 2024].

Jensen, M., 2021. *Danmarks Radio*. [Online]

Available at: <https://www.dr.dk/nyheder/penge/utidig-ministerindblanding-og-graadige-banker-her-er-hvad-der-er-op-og-ned-i>

[Senest hentet eller vist den 10 Maj 2024].

Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen , 2013. *Competition in the Danish retail banking market* , Valby: Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen .

Madsen, T. N., 2024. *Finans Watch*. [Online]

Available at: <https://finanswatch.dk/Finansnyt/Pengeinstitutter/article16903908.ece>

[Senest hentet eller vist den 10 Maj 2024].

Muff, A. & Oxvig, M., 2024. *Finanswatch*. [Online]

Available at:

<https://finanswatch.dk/Finansnyt/Pengeinstitutter/sparekassendanmark/article17003956.ec>
[e](#)

[Senest hentet eller vist den 10 Maj 2024].

Nationalbanken, 2024. *Nationalbanken*. [Online]

Available at:

<https://nationalbanken.statistikbank.dk/statbank5a/Common/Error.asp?pxfile=SERVERCOPY-D:\ftproot\LocalUser\statbank\statbank5a\temp\202441142321457228246DNRURPI.px&Maintable=&PLanguage=&ret=1109>

[Senest hentet eller vist den 20 Marts 2024].

NemKonto, 2024. *NemKonto*. [Online]

Available at: <https://www.nemkonto.dk/Borger/NemKonto-for-borgere>

[Senest hentet eller vist den 10 Maj 2024].

Nordnet, 2023. *Nordnet*. [Online]

Available at: <https://www.nordnet.dk/blog/nordnet-runder-400000-kunder/>

[Senest hentet eller vist den 10 Maj 2024].

Nykredit, 2024. *Nykredit*. [Online]

Available at: <https://www.nykredit.dk/dit-liv/bolig/nyheder-om-bolig--og-privatokonomi/2024/04/nykredit-satter-indlansrenten-op/>

[Senest hentet eller vist den 10 Maj 2024].

Nykredit, 2024. *Nykredit*. [Online]

Available at: https://www.nykredit.dk/dit-liv/bolig/kurser/renteprognose/?gad_source=1&gclid=CjwKAjwrvyxBhAbEiwAEg_Kgv3sR9Ic5VTuhX-dKQLekbAiuQCeJ1u-Aw9FBJopv-eR_PtEq2MqRoC3kAQAvD_BwE

[Senest hentet eller vist den 10 Maj 2024].

Nyskovfonden, 2024. *Nyskovfonden*. [Online]

Available at: https://nyskovfonden.dk/om_fonden/

[Senest hentet eller vist den 10 Maj 2024].

PwC, 2020. *Værdiansættelse af virksomheder*, s.l.: PwC.

Raaballe, J., Jeppesen, M. H. & Sahin, S., 2014. Danske børsnoterede bankers indtægts- og omkostningsstruktur under forvandling. *Finans Invest*, August, p. 32.

Raaballe, J., Sahin, S. & Jeppesen, M. H., 2014. Danske børsnoterede bankers indtægts- og omkostningsstruktur under forvandling. *Finans Invest*, August, pp. 5-16.

Santesson, T., 2023. *Djøfbladet*. [Online]

Available at: <https://www.djoefbladet.dk/artikler/2023/06/naesten-en-million-skiftede-job-sidste-aar>

[Senest hentet eller vist den 10 Maj 2024].

Sørensen, O., 2022. *Regnskabsanalyse og værdiansættelse*. 7. udgave red. København K: Nordic Academic.

Sørensen, O., 2022. *Regnskabsanalyse og Værdiansættelse*. 7. udgave red. København K: Nordic Academic / Gads forlag.

Sjælland-Fyn, S., 2022. *Årsrapport 2021*, Holbæk: Sparekassen Sjælland-Fyn.

Sjælland-Fyn, S., 2023. *Årsrapport 2022*, Holbæk: Sparekassen Sjælland-Fyn.

Sjælland-Fyn, S., 2024. *Årsrapport 2023*, Holbæk: Sparekassen Sjælland-Fyn.

Snedker, H., 2020. *Formuepleje*. [Online]

Available at: <https://formuepleje.dk/raadgivning/ekspertviden/2020/saadan-investerer-du-naar-du-er-20-40-60-og-80-aar/>

[Senest hentet eller vist den 10. Maj 2024].

Sparekassen Danmark, 2022. *Årsrapport 2021*, Vrå: Sparekassen Danmark.

Sparekassen Danmark, 2023. *Årsregnskab 2022*, Vrå: Sparekassen Danmark.

Sparekassen Danmark, 2024. *Årsregnskab 2023*, Vrå: Sparekassen Danmark.

Sparekassen Danmark, 2024. *Sparekassen Danmark*. [Online]

Available at: <https://www.spard.dk/om-sparekassen>

[Senest hentet eller vist den 10 Maj 2024].

Sparekassen Kronjylland, 2022. *Årsrapport 2021*, Randers: Sparekassen Kronjylland.

Sparekassen Kronjylland, 2023. *Årsrapport 2022*, Randers: Sparekassen Kronjylland.

Sparekassen Kronjylland, 2024. *Årsrapport 2023*, Randers: Sparekassen Kronjylland.

Statsministeriet, 2022. *Ansvar For Danmark Det politiske grundlag for Danmarks regering*, København: Statsministeriet.

Stock, M. T., 2024. *FinansWatch*. [Online]

Available at:

<https://finanswatch.dk/Finansnyt/Pengeinstitutter/Sydbank/article16749936.ece>

[Senest hentet eller vist den 10 Maj 2024].

Svarer, M. et al., 2024. *Grøn skattereform*, s.l.: s.n.

Warming-Lollesgaard, N. & Brink, C., 2022. *Finans Danmark*. [Online]

Available at: <https://finansdanmark.dk/nyheder/2022/marts/hoeringssvar-lovforslag-om-saerskat-paa-finanssektoren/>

[Senest hentet eller vist den 10 Maj 2024].

Yahoo Finance, 2024. *Yahoo Finance*. [Online]

Available at: <https://finance.yahoo.com/quote/ORD0.L?.tsrc=fin-srch>

[Senest hentet eller vist den 2 Maj 2024].

Bilag – 1 Appendix: Bottoms up analyse

$$\text{Indtjening pr. omkostningskrone før nedskrivninger} = \frac{\text{Basisindtægter før nedskrivninger}}{\text{Basisomkostninger}}$$

$$\text{Indtjening pr. omkostningskrone efter nedskrivninger} = \frac{\text{Basisindtægter efter nedskrivninger}}{\text{Basisomkostninger}}$$

$$\text{Udlånsmargin} = \text{Rente}_{\text{udlån}} - \text{pengemarkedsrente}$$

Forretning af udlån

$$\text{Rente}_{\text{udlån}} = \frac{\text{Renteindtægter fra udlån og andre tilgodehavender}}{\text{Gennemsnitlig udlån}}$$

$$\text{Gennemsnitlig udlån} = (\text{Udlån og andre tilgodeh.}_{\text{primo}} + \text{udlån og andre tilgodeh.}_{\text{ultimo}}) * 0,5$$

Heraf fås dækningsbidrag for udlån

$$DB_{\text{Udlån}} = \text{Udlånsmargin} * \text{gennemsnitlig udlån}$$

Efter nedskrivninger på udlån fås:

$$DB_{\text{Udlån efter nedskrivninger}} = DB_{\text{Udlån}} - \text{nedskrivninger}$$

$$\text{Indlånsmargin} = \text{Pengemarkedsrente} - \text{Rente}_{\text{indlån}}$$

Forretningen af indlån fås således

$$\text{Rente}_{\text{indlån}} = \frac{\text{Renteudgifter fra indlån og anden gæld}}{\text{Gennemsnitlig indlån}}$$

$$\text{Gennemsnitlig indlån} = (\text{Indlån og anden gæld}_{\text{primo}} + \text{indlån og anden gæld}_{\text{ultimo}}) * 0,5$$

Heraf fås dækningsbidrag for indlån

$$DB_{\text{indlån}} = \text{Indlånsmargin} * \text{gennemsnitlig indlån}$$

Det tredje område er gebyrer og provisioner, som direkte kan findes ud af regnskaberne

$$DB_{G\&P} = G\&P_{\text{indtægter}} - G\&P_{\text{udgifter}}$$

Det sidste område er øvrige indtægter, som er et residual, og kan findes ud fra:

$$DB_{\text{Øvrige}} = \text{Basisindtægter} - DB_{\text{Udlån}} - DB_{\text{indlån}} - DB_{G\&P}$$

Vi har herved fået delt basisindtægterne ud på de 4 forretningsområder.

$$\text{Nedskrivningsprocent} = \frac{\text{Nedskrivninger på udlån}}{\text{Gennemsnitlig indlån}}$$

Bilag 2 – Excel ark