

# 2017

Vejleder: Christian Farø

Speciale: April 2017

Aalborg Universitet

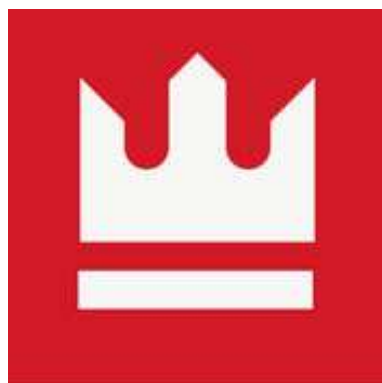
HDFR-15 Aarhus

Søren Stensgård

Studie nr. 20157296

Jesper Lundgaard

Studie nr. 20157284



# VÆRDIANSÆTTELSE AF SPAREKASSEN KRONJYLLAND

# Indholdsfortegnelse

Abstract .....	4
1. Indledning.....	5
1.1 Problemformulering .....	6
1.2 Afgrænsning .....	6
1.3 Metode.....	7
1.3.1 Strukturering af specialet .....	7
2. Beskrivelse af Sparekassen Kronjylland .....	9
3. Strategisk analyse .....	11
3.1 SWOT-analyse .....	11
3.1.1 Styrker .....	12
3.1.2 Svagheder .....	13
3.1.3 Muligheder .....	14
3.1.4 Trusler .....	15
3.2 Porters Five Forces.....	15
3.2.1 Leverandørernes forhandlingsstyrke .....	15
3.2.2 Kundernes forhandlingsstyrke.....	16
3.2.3 Truslen fra nye udbydere.....	17
3.2.4 Truslen fra udbydere af substituerende produkter.....	17
3.2.5 Konkurrencen i branchen – Rivalisering mellem eksisterende pengeinstitutter .....	18
3.3 PEST-analyse .....	18
3.3.1 Politiske og lovgivningsmæssige forhold .....	19
3.3.2 Økonomiske og demografiske forhold.....	20
3.3.3 Sociale og kulturelle forhold .....	24
3.3.4 Teknologiske forhold .....	24
3.4 Delkonklusion – strategisk analyse .....	26
4. Kapitalkrav og risikotyper.....	26

4.1 Kapitalgrundlag.....	27
4.1.1 Egentlig egenkapital.....	27
4.1.2 Hybrid kernekapital.....	27
4.1.3 Supplerende kapital.....	28
4.1.4 Kapitalbuffere.....	28
4.1.5 Solvens.....	29
4.2 Risiko typer.....	30
4.2.1 Kreditrisiko.....	31
4.2.2 Markedsrisiko.....	32
4.2.3 Likviditetsrisiko.....	33
4.2.4 Operationel risiko.....	33
5. Regnskabsanalyse.....	34
5.1 Peer group.....	34
5.2 Rentabilitet.....	34
5.2.1 ROE – Return On Equity.....	35
5.2.2 ROA – Return On Assets.....	37
5.2.3 ICGR – Internal Capital Generation Rate.....	39
5.2.4 WACC – Weighted Average Cost of Capital.....	41
5.3 Indtjening.....	42
5.3.1 Indtjening pr. omkostningskrone.....	42
5.3.2 Rentemarginal.....	44
5.4 Delkonklusion regnskabsanalyse.....	46
6. Værdiansættelse.....	47
6.1 Budgettering.....	47
6.1.1 Udlån.....	47
6.1.2 Nettorenteindtægter.....	49
6.1.3 Udbytte af aktier mv.....	51

6.1.4 Kursreguleringer.....	52
6.1.5 Gebyr- og provisionsindtægter.....	52
6.1.6 Andre driftsindtægter .....	53
6.1.7 Andre driftsudgifter.....	54
6.1.8 Udgifter til personale og administration.....	54
6.1.9 Af og nedskrivning af immaterielle og materielle aktiver .....	55
6.1.10 Nedskrivninger.....	56
6.1.11 SKAT .....	56
6.2 Budgetteret resultatopgørelse.....	57
6.3 Gordons vækstmodel (Gordon Growth Model).....	58
6.3.1 Værdiansættelse af Sparekassen Kronjylland ud fra Gordons vækstmodel.....	58
6.4 Multipelanalyse .....	63
6.5 Følsomhedsanalyse.....	64
7. Konklusion .....	67
8. Litteraturliste .....	69

## Abstract

The object of this study is to make a valuation of the Danish financial institute Sparekassen Kronjylland if they were to make an initial public offering (IPO).

To make this valuation we have made a strategic analysis of the company looking at both internal and external conditions. To make this analysis we have used the models Porters Five Forces, PEST and SWOT to look at external factors concerning the financial sector, and also the factor more subtle to Sparekassen Kronjylland.

Furthermore we have made a financial statement analysis, looking into the historic performance of Sparekassen Kronjylland, over the past 5 years, from 2012 to 2016, looking at relevant key indicators such as return on equity (ROE), return on assets (ROA), internal capital generation rate (ICGR) etc. and comparing them with a chosen peer group, of similar financial institutes.

Based on the strategic and financial analysis, we have made a budgeting forecast on Sparekassen Kronjylland, looking into our predictions on how they will develop over the next five years; ending in 2021, thereafter there is calculated with a long term growth rate. Based on the results of this budgeting, we have used the valuation method Gordon's Growth Model to make our final valuation of Sparekassen Kronjylland. To compliment this valuation method we have also made a multiply analysis, based on financial ratios such as price earning (P/E) and price to book (P/B) from the same peer group, as used to make comparisons in the financial statement analysis. As a result of this we conclude that the valuation of Sparekassen Kronjylland is at a market price of 2.858.648.200 DKK.

To show the influence of the variables and presumptions, that we have used to calculate the market value, we have made an analysis of the sensitivity of some of the most important indicators, to show their impact, and to give an idea of what the valuation would be if the different variables were to change. This shows that some factors have a big influence on the final valuation, and some will depend on how the market as a whole will develop.

## 1. Indledning

I efterskælvne fra finanskrisen er der løbende kommet øgede krav til pengeinstitutternes kapitalisering. Det har lagt et stort pres på pengeinstitutterne for at indhente den nødvendige kapital i forhold til den nye lovgivning på området. Det har været en medvirkende årsag til at flere sparekasser er omdannet til aktieselskaber for at have nemmere tilgang til ny kapital, senest er det set med Danmarks hidtil ældste sparekasse nemlig Sparekassen Sjælland-Fyn der i 2015 blev omdannet fra garantsparekasse til aktieselskab. Udover denne går også Den Jyske Sparekasse åbent med overvejelser om at børsnotere sig som et aktieselskab.

Med Sparekassen Kronjylland's nye strategi om løbende at åbne nye filialer i nye markedsområder, bevæger de sig så småt væk fra deres geografiske kerneområde, og dermed også væk fra nogle af de kerneværdier som Sparekassen i sin tid blev bygget op omkring, med et stærkt lokalt engagement koncentreret omkring Kronjylland.

Den nye strategi vil også, med en forventning om en fortsat voksende udlånsportefølje, medføre større krav til Sparekassen kapital, hvorfor et behov for at hente ny kapital udefra kan blive en nødvendighed, her er mulighederne mere begrænsede som garantsparekasse.

Kan og vil Sparekassen Kronjylland med den nye strategi og den omskiftelige verden, fortsætte med en tilværelse som garantsparekasse, eller vil de på sigt også tilslutte sig flokken af sparekasser, der vælger at børsnotere sig? I dette ikke utænkelige scenarie, hvad skal Sparekassen Kronjylland så koste, hvis man som potentiel aktionær vil investere sine midler ved en eventuel børsnotering?

b

## 1.1 Problemformulering

- En værdiansættelse af Sparekassen Kronjylland's markedsværdi ved en eventuel børsnotering.

## 1.2 Afgrænsning

Værdiansættelsen bliver udarbejdet på baggrund af få udvalgte teoretiske værdiansættelsesmodeller, som vurderes tilstrækkelig til at give et retvisende billede af værdien af Sparekassen Kronjylland. Det vil være for omfattende i forhold til nærværende speciale, at benytte sig af yderligere modeller.

I regnskabsanalysen og værdiansættelsen bliver Sparekassen Kronjylland sammenlignet med de børsnoterede gruppe 2 pengeinstitutter foruden Vestjysk Bank, idet Vestjysk Bank vil medføre et misvisende gennemsnit af Peer Group på grund af nogle regnskabsår med store underskud ift. De øvrige pengeinstitutter. Der vil ikke blive gået i dybden med regnskaberne for pengeinstitutterne i Peer Group, da disse pengeinstitutter blot blive benyttet som sammenligningsgrundlag.

I forbindelse med værdiansættelsen tages der udgangspunkt i gældende regler samt de kommende krav i forbindelse med fuld indfasning af CRD IV i 2019. Reglerne for kapital og solvens er kun gennemgået i grove træk, for at give læseren en forståelse af reglerne herom. Der er således ikke lavet en dybdegående analyse af de kommende krav ift. Sparekassen Kronjylland, idet det ikke vurderes essentielt ift. Værdiansættelsen.

De skærpede regler for SIFI pengeinstitutter vil ikke blive gennemgået i specialet, da hverken Sparekassen Kronjylland eller pengeinstitutterne i Peer Group er omfattede af disse krav.

Analyseperioden er begrænset til en 5-årige periode fra 2012 – 2016, da det ikke vurderes relevant for problemløsningen at analysere en længere periode. En længere analyseperiode vil endvidere medføre væsentlig større udsving qua perioden efter Finanskrisen. Der var tale om en krise i en størrelsesorden som sjældent forekommer - og dermed ikke viser et normaliseret billede af pengeinstitutternes drift.

Reglerne om konvertering af garantkapital til aktiekapital vil ikke blive medtaget i specialet, idet problemstillingen omhandler værdien af Sparekassen Kronjylland ved en eventuel børsnotering, men ikke hvordan selve børsnoteringen vil blive udført i praksis.

I værdiansættelsen har vi tilmed ikke forholdt os til eventuelle ændringer i Sparekassen Kronjyllands struktur, organisation, strategi m.v. i forhold til en eventuel børsnotering.

### 1.3 Metode

Specialet vil blive løst alene på baggrund af offentligt tilgængelige informationer i form af årsrapporter, hjemmesider, artikler og fagbøger m.v.

Problemstillingen vil blive besvaret ved at benytte desk research, idet der anvendes eksternt sekundært data. Der tages udgangspunkt i både primære og sekundære kilder. Primære data kommer fra pengeinstitutternes årsrapporter, risikoreporter m.v., hvor de sekundære data vil fremkomme fra relevante hjemmesider. Specialet gør endvidere brug af diverse relevante modeller og teorier fra udvalgte lærebøger, artikler og information fra undervisning på studiet.

#### 1.3.1 Strukturering af specialet

Nedenfor er opbygningen af specialet illustreret. Det kan her ses, at læseren indledningsvis vil få en appetitvækker på, hvad opgavens problemstilling omfatter samt hvordan denne vil blive løst. Herefter vil specialet gå over i den analytiske del for efterfølgende at blive opsamlet i en endelig vurdering og til sidst opsummeret i en konklusion på specialet.

Figur 1: Specialets disposition



Kilde: Egen tilvirkning



Der vil indledningsvis være en kort præsentation af Sparekassen Kronjylland, hvor b.la. Sparekassens historie, værdier m.v. vil blive beskrevet således, at læseren får et indblik i hvilket pengeinstitut specialet omhandler.

Den strategiske analyse vil blive udarbejdet på baggrund af relevante teorier, herunder SWOT analyse, PEST analyse og Poters Five Forces. Analysen tager udgangspunkt i Sparekassen Kronjylland samt hvordan den finansielle sektor er stillet på nuværende tidspunkt samt fremadrettet.

Der vil blive udarbejdet en regnskabsanalyse, hvor der tages udgangspunkt i en 5-årige periode fra 2012 – 2016. Analysen tager udgangspunkt i nøgletallene ROE, ROA, ICGR og WACC samt rentemarginal. På disse nøgletal vil der blive analyseret på udviklingen og niveau. Udvalgte nøgletal vil blive sammenlignet med den udvalgte Peer Group.

Forinden analysen af ovennævnte nøgletal, vil de kort blive forklaret, for at give en forståelse for udregningen af disse.

Der vil på baggrund af den strategiske og regnskabsmæssige analyse blive udarbejdet en budgettering af Sparekassen for perioden 2017-2021. Denne budgettering vil danne grundlag for værdiansættelse af Sparekassen Kronjylland ud fra værdiansættelsesmetoden Gordons Growth Model. Denne model vil blive understøttet af en multiple analyse med udgangspunkt i børsnøgletal for Peer Group.

For at synliggøre effekten af de forskellige variable i værdiansættelsen vil der blive udarbejdet en følsomhedsanalyse.

Der vil i specialet blive udarbejdet delkonklusioner efter den strategiske og regnskabsmæssige analyse, for at opsummere de vigtigste elementer af disse. Der vil afslutningsvis i opgaven blive udfærdiget endelig konklusion som opsummere resultaterne af de enkelte delelementer samt besvarer problemstillingen.

Trods mulighed for intern information fra Sparekassen Kronjylland er besvarelsen kun lavet udelukkende på baggrund af offentligt tilgængeligt materiale. Det er fravalgt at benytte intern information, da denne form for due diligence under normale omstændigheder ikke vil være til rådighed i forbindelse med en værdiansættelse.

## 2. Beskrivelse af Sparekassen Kronjylland

Sparekassen Kronjylland er et mellemstort pengeinstitut med hovedsæde i Randers. Det er endvidere Danmarks største garantsparekasse med ca. 36.000 garanter. Sparekassen har de senere år ekspanderet sig og har i dag 51 afdelinger og ca. 140.000 kunder. Sparekassen beskæftiger ca. 700 medarbejdere, hvor ca. 170 af dem er placeret på hovedsædet i Randers. Sparekassens afdelinger er i dag placeret over det meste af landet, som det fremgår af nedenstående figur.

Figur 2: Sparekassen Kronjyllands placering af afdelinger.



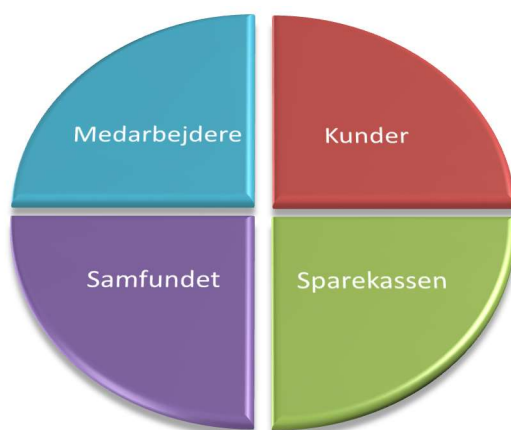
Kilde: Sparekassen Kronjyllands kommunikationsafdeling

Sparekassen Kronjyllands historie går tilbage til 1829, hvor ”Sparekassen for Randers By og Omegn” blev etableret. Tanken bag den nystiftede sparekasse var at den skulle være til gavn og glæde for borgerne og lokalt samfundet. Det er samme filosofi, som Sparekassen efterlever i dag. Sparekassen har lige fra starten af konstant vokset sig større, særdeleshed i 1960’erne og 1970’erne, hvor Sparekassen Kronjylland overtog 13 andre pengeinstitutter i Randers og omegn. Sparekassen Kronjylland har i forbindelse med finanskrisen købt flere afdelinger samt overtaget Sparekassen Østjylland i foråret 2012 efter de gik konkurs og i januar 2015 fusionerede man med Vorbasse-Hejnsvig Sparekasse. (Sparekassen Kronjylland, 2017a)

Fornyeligt har man åbnet afdelinger i Køge, Slagelse og Esbjerg, og er dermed oppe på syv åbninger siden maj 2015. Sparekassen har en strategi om at åbne flere filialer i nye markedsområder de kommende år. (Christensen, T. B. 2017)

Strategien med at åbne filialer i nye markedsområder passer godt sammen med Sparekassens formål, som er at drive et pengeinstitut i balance, hvor kortsigtet profit ikke er en selvstændig målsætning, på den måde kan man bedre lave langsigtet investeringer. Det er for Sparekassen essentielt, at der er balance mellem dens interesser, kunder, medarbejdere, Sparekassen og samfundet som illustreret nedenfor. (Sparekassen Kronjylland, 2017b)

*Figur 3: Sparekassens interesser*



*Kilde: Egen tilvirkning*

Man ønsker langvarige relationer til sine kunder, som man vil give en kompetent rådgivning således Sparekassen bidrager til at den enkelte kunde får bedre økonomiske muligheder, hvilket tjener kunden, Sparekassen og samfundet.

Sparekassen lancerede i starten af 2016 fire kundeløfter for at synliggøre internt og eksternt, hvad man kan forvente som kunde i Sparekassen Kronjylland. Ved at offentliggøre kundeløfterne eksternt bliver den enkelte rådgiver forpligtet til at overholde løfterne, som skal højne kundetilfredsheden i Sparekassen.

Sparekassens fire kundeløfter (Sparekassen Kronjylland, 2017c):

- Du får nemt fat i os
- Du får flere muligheder
- Du hører fra os
- Du får hurtigt svar

Medarbejderne er for Sparekassen ikke blot en ressource, men en integreret del af det man kender Sparekassen for. Man gør meget for at udvikle sine medarbejdere fagligt for såvel som personligt, det gør man b.la. ved løbende at sende medarbejderne på relevante kurser. Det er en målsætning for Sparekassen, at både ledere og medarbejdere skal være stolte af at være en del af Sparekassens succes.

Det er for Sparekassen en grundlæggende del det at drive pengeinstitut, at man giver tilbage til samfundet. Man uddeler derfor årligt millioner til diverse klubber, foreninger og tiltag i lokalsamfundet mm. Det står desuden Sparekassen nært, at man er kendt for at drive et pengeinstitut med høje etiske standarder.

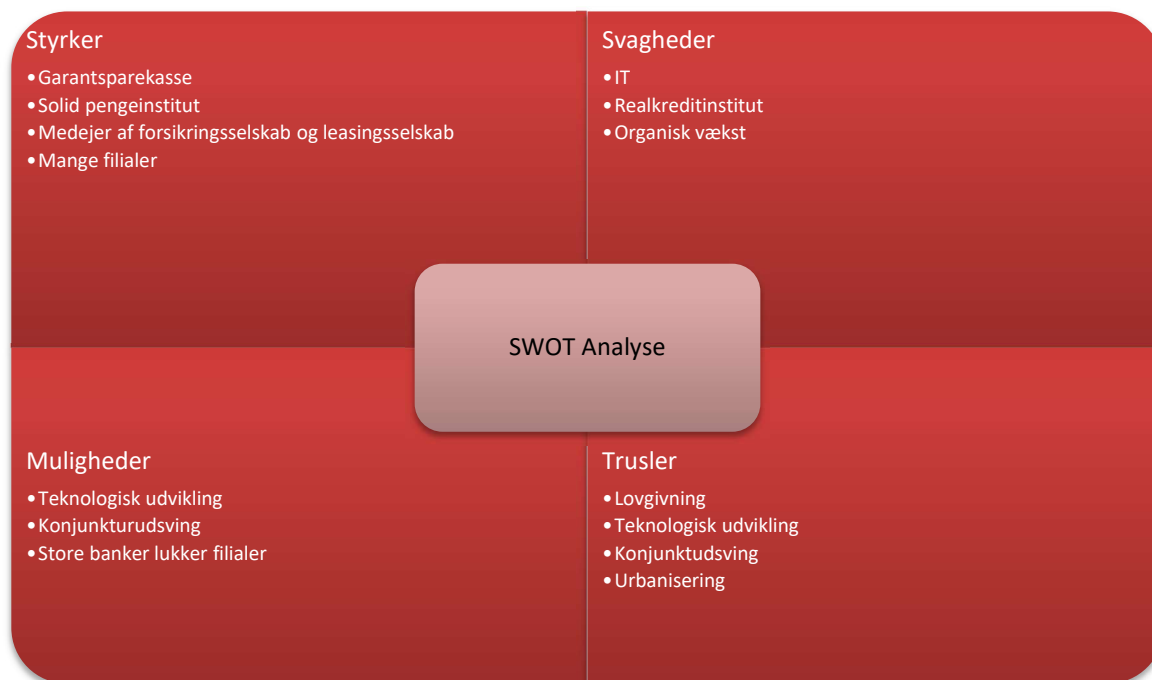
Man ønsker at Sparekassen skal være en god forretning, som via løbende overskud styrker sin egenkapital, da man kun på den måde kan sikre, at Sparekassen også i fremtiden vil blive anset som værende et solidt og veldrevet pengeinstitut i balance. Det er vigtigt for Sparekassen, at denne profit bliver leveret på en ordentlig måde og kortsigtet profit ikke bliver et dominerende formål. Man mener at den bedste måde at skabe en balanceret sparekasse på, er ved en mere langsigtet tankegang, som f.eks. ved at åbne filialer i nye markedsområder.

### 3. Strategisk analyse

#### 3.1 SWOT-analyse

Vi har udarbejdet en SWOT-analyse for at illustrere Sparekassen Kronjyllands styrker og svagheder, samt hvilke muligheder og trusler som eksternt påvirker dem. Analysen tager udgangspunkt i Sparekassens aktuelle konkurrencemæssige situation.

Figur 4: PEST - analyse



Kilde: Egen tilvirkning

### 3.1.1 Styrker

Sparekassen er som tidligere nævnt en garantsparekasse, hvorfor der ikke er nogen aktionærer som løbende forventer et afkast. Det at Sparekassen er et selvejende institut er en fordel for dem, da de således bedre kan ligge langsigtede strategier uden hensyntagen til at der er nogen aktionærer, som forventer et større udnytte her og nu. Sparekassen kan på den måde nemmere tillade sig, at f.eks. åbne afdelinger i nye markedsområder, som de gør, selvom dette er meget omkostningstungt og ikke nødvendigvis giver et merafkast på den korte bane til Sparekassen.

Der kan også være signalværdi i at være en garantsparekasse, da det kan være tiltalende for nogen kunder at Sparekassen ikke bliver målt på indtjeningen i ligeså høj grad, som tilsvarende børsnoterede pengeinstitutter. Udover de positive værdier, der er ved at være garantsparekasse, kan det også være en udfordring på grund af de begrænsede muligheder for at hente kapital. Da man som garantsparekasse, som udgangspunkt kun kan indhente ny egenkapital ved at skabe overskud på bundlinjen samt nytegning af garantkapital. Hvorimod man som aktieselskab har mulighed for at fremskaffe kapital på et større marked, ved f.eks. foretagelse af en aktieemission.

Sparekassen har gennem årene opbygget en solid egenkapital og er blandt de 10 største pengeinstitutter i Danmark målt på dette punkt. (Finansrådet, 2015a) De er således stærkt rustet

til at imødekomme forøgede solvenskrav i forbindelse med fuld etablering af CRD IV kravene samt eventuelle øvrige stramninger fremadrettet.

Det er en styrke for Sparekassen, at man de senere år har købt 25 % af forsikringsselskabet Nem Forsikring (Mandrup, 2016) og 50 % af leasingselskabet Krone Kapital. (Bach, 2013) Dette er en klar forbedring af Sparekassens værdikæde, da det skaber merindtægt til virksomheden og også er en vigtig faktor for at indhegne kunderne. Det er dermed medvirkende til at sikre kunderne forbliver i Sparekassen og skaber langvarige relationer.

Sparekassen er et af de få pengeinstitutter i Danmark, som åbner nye filialer, hvor de større pengeinstitutter går i den modsatte retning og lukker filialer. Det er meget omkostningstungt, at have fysiske filialer, men trods dette, er det for Sparekassen en fordel, da det er en måde at differentiere sig på i forhold til de større pengeinstitutter.

Sektoren er de senere år blevet meget digitaliseret, og vil blive det endnu mere i de kommende år, men der er fortsat mange privat- og erhvervskunder, som ønsker at være kunde i et pengeinstitut, hvor der er en fysisk filial tilstede i lokalområdet. De fysiske filialer er også en del af Sparekassens brand, nemlig at være et pengeinstitut som er tilstede og til gavn for lokalsamfundet.

### 3.1.2 Svagheder

Sparekassen har ikke sin egen datacentral, men benytter SDC som datacentral sammen med 120 andre pengeinstitutter i Norden. (SDC, 2017a) Det vil være meget omkostningstungt, hvis man skulle have sin egen datacentral. Det at indgå i et samarbejde med mange andre pengeinstitutter er en svaghed, da beslutningsprocessen ved ændringer kan være meget lang, når mange parter skal finde en fælles løsning. Sparekassen Kronjylland er et af de største pengeinstitutter, som indgår i samarbejdet, og har derfor alt andet lige nogle andre IT behov end f.eks. Stadil Sparekasse, som ligeledes benytter SDC som datacentral.

Sparekassen Kronjylland slår sig op på den nærværende rådgivning til kunderne, dog kan man ikke komme udenom, at smarte teknologiske løsninger er noget der vil blive efterspurgt i højere grad fra kunderne i fremtiden. Sparekassen kan derfor risikere at kunderne fravælger dem i forhold til de større pengeinstitutter, som på grund af egen datacentral hurtigt kan reagere i forhold til de efterspurgte behov fra kunderne.

Sparekassen har ikke sit eget realkreditinstitut, men udbyder kreditforeningslån til sine kunder gennem samarbejdspartnerne Totalkredit og DLR-kredit. (Sparekassen Kronjylland, 2017d)

De er på den måde mere sårbare i forhold til de større pengeinstitutter, som har deres eget realkreditinstitut. Sparekassen er nemlig afhængig af, hvordan samarbejdspartnerne driver deres forretning, det så man b.l.a. et eksempel på i 2016, da Totalkredit forhøjede deres bidragsats, hvilket skabte mange utilfredse kunder, og alt andet lige medførte at nogen kunder skiftede til konkurrerende pengeinstitutter, som benytter et andet realkreditinstitut. (Lønstrup, 2016) På den måde kan man risikere, at opleve kundeflugt på baggrund af beslutninger som ikke er foretaget i egen koncern.

Mange af Sparekassens kunder er bosat i Østjylland, og især i Randers området, man har derfor en rigtig stor markedsandel i kerneområdet, hvor Sparekassen har hovedsæde. Dette er selvfølgelig positivt, men gør det vanskeligt at skabe yderligere vækst i dette område. Det kan være medvirkende til at man har valgt og ekspandere kraftigt og åbne afdelinger i nye markedsområder. Det er selvfølgelig en klar strategi for Sparekassen at åbne nye afdelinger, men det er ikke uden risici, at skulle konkurrere i nye geografiske områder, hvor man ikke har det samme markedskendskab, som man har i Østjylland.

### 3.1.3 Muligheder

Den teknologiske udvikling kan være medvirkende til at skabe øget indtjening for de danske pengeinstitutter. Da denne udvikling kan være med til at skabe nye behov hos kunderne samt bidrage til nedbringelse af omkostninger. Det kan som nævnt ovenfor også være en udfordring for det enkelte pengeinstitut, hvis man ikke formår at komme med på bølgen og følge med den teknologiske udvikling.

Samfundsøkonomiske konjunkturudsving er en udefrakommende faktor, som påvirker pengeinstitutternes og dermed Sparekassens indtjeningsgrundlag. Det kan både være en mulighed og en trussel, hvorfor det er vigtigt at man økonomisk er rustet til at modstå perioder med lavkonjunktur.

De større pengeinstitutter i Danmark lukker løbende filialer og man har på 10 år. Ca. halveret antallet af filialer i Danmark. (Finansrådet, 2015b) Denne trend er en mulighed for Sparekassen, som går i den modsatte retning og åbner nye filialer. Når en af de større pengeinstitutter lukker en filial i en by, vil der højst sandsynligt være nogen kunder, som ønsker et pengeinstitut der er til stede i lokalsamfundet.

### 3.1.4 Trusler

Det vil være en trussel for Sparekassens indtjeningssevne, hvis der kommer yderligere lovgivningsmæssige stramninger i forhold til f.eks. solvenskrav. Dette vil medføre at det enkelte pengeinstitut alt andet lige bliver påtvunget til at tilsidesætte mere kapital. Det kan tillige være med til at begrænse udførelsen af Sparekassens strategi om at ekspandere med den ønskede hastighed.

Man oplever i Danmark en høj grad af urbanisering, hvilket man forventer vil fortsætte fremadrettet. (Dansk Industri, 2016) Denne samfundsudvikling kan være en trussel for Sparekassen, da det alt andet lige vil medføre at nogen af deres kunder vil flytte fra de mindre byer, hvor kun Sparekassen eller få andre pengeinstitutter, er til stede til en større by, hvor der er langt flere pengeinstitutter og dermed øget konkurrence.

## 3.2 Porters Five Forces

Der udarbejdes en Porters Five Forces analyse for at belyse konkurrencesituationen i den finansielle sektor og herunder hvordan Sparekassen Kronjyllands fremtidsudsigter er i forhold til at realisere positive resultater. (hduddannelse.dk, 2013)

### 3.2.1 Leverandørernes forhandlingsstyrke

Sparekassen benytter sig af en lang række leverandører og samarbejdspartner, da koncernen ikke har en tilstrækkelig størrelse til at have eget realkreditinstitut, datacentral m.v. Dette medfører, at man ikke selv har kontrol over, hvordan de ydelser man videreformidler til sine kunder bliver udarbejdet som f.eks. kreditforeningslån.

Sparekassen benytter som nævnt i afsnit 3.1.2 SDC som datacentral, Sparekassen skal dermed blive enige med andre pengeinstitutter, hvis man har ønsker at foretage ændringer til IT-systemet. Sparekassen er dog et af de største pengeinstitutter, som indgår i samarbejdet og Sparekassens administrerende direktør Klaus Skjødt er bestyrelsesformand i SDC. (SDC, 2017b) På baggrund af disse parameter må man alt andet lige formode, at Sparekassen's forslag om ændringer til SDC bliver prioriteret højt.

Herudover har Sparekassen samarbejde med Totalkredit og DLR-kredit, som er realkreditinstitutterne Sparekassen benytter. Totalkredit har samarbejde med ca. 60 pengeinstitutter, Sparekassen er ligeledes her en af de større pengeinstitutter i samarbejdet. Totalkredit er ejet af Nykredit, som er Danmarks største realkreditforening (Totalkredit, 2017), hvorfor Sparekassen formentlig har mindre indflydelse her og må indordne sig under Totalkredits beslutninger.



Sparekassen benytter desuden en lang række andre leverandører som f.eks. Nets der står for levering af betalingskort m.v., Letpension som benyttes til salg af livrente og forsikringer samt m.fl. leverandører og samarbejdspartner. Det er meget forskelligt, hvor stor forhandlingsstyrke Sparekassen har overfor de forskellige leverandører og samarbejdspartner, men ofte vil de leverandører, som f.eks. Totalcredit eller SDC have en forholdsvis stor forhandlingsstyrke, da det vil være meget omkostningstungt for et pengeinstitut af Sparekassens størrelse og skulle skifte leverandør. Endvidere vil det kræve en lang tilvænningsfase for Sparekassens medarbejdere og kunder ved et eventuelt skifte.

### 3.2.2 Kundernes forhandlingsstyrke

Der er stor konkurrence mellem pengeinstitutterne om at få de gode kunder, hvilket medfører at kunderne har en stærk forhandlingsposition. Det er endvidere blevet væsentligt nemmere og hurtigere for kunderne at skifte pengeinstitut, hvorfor kunderne ikke fravælger et skifte til andet pengeinstitut med f.eks. bedre rentevilkår på grund af besværligheden ved at skifte. Det kunne tidligere være en årsag til at kunderne ikke valgte at skifte. Det er derfor vigtigt at man som pengeinstitut får indhegnet kunderne, ved at sikre de har så mange af pengeinstituttets produkter som muligt. Dette vil vanskeliggøre et eventuelt skifte for kunderne. Kunderne kan således være tilbøjelige til at lade være med at skifte blot på grund af en minimal forbedring af vilkårene på f.eks. renten.

Den teknologiske udvikling har ligeledes gjort det nemmere og lettilgængeligt for kunderne, at få tilbud på sine bankforretninger. Hjemmesiden Mybanker er et af de værktøjer, hvor kunderne på meget kort tid kan få en prissammenligning på forskellige ydelser. De gode kunder har således en stærk forhandlingsstyrke og bedre vilkår for at forhandle end nogensinde før. Sparekassen Kronjylland tilbyder en personlig service og rådgivning samtidig med at de er til stede fysisk i lokalområdet, hvilket mange af konkurrenterne er gået fra. Det vægter nogle kunder højt, og er derfor villige til at betale en lidt højere pris end de muligvis vil kunne få hos et af de andre pengeinstitutter, som ikke på samme måde skaber personlige relationer til kunderne. Dette skønnes især at være tilfældet i Randers, hvor Sparekassen har en meget stor markedsandel, da mange af kunderne her har haft Sparekassen som pengeinstitut igennem hele livet. Ydermere er det også her tydeligt at Sparekassen betaler tilbage til samfundet med sponsorater m.v.

### 3.2.3 Truslen fra nye udbydere

Der er for pengeinstitutter i Danmark meget skrappe krav i forhold til lovgivningen vedrørende den kapitale robusthed, som man risikere bliver skærpet yderligere i fremtiden. Det er en af årsagerne til at det er meget omkostningstungt at starte et nyt pengeinstitut, hvorfor det er meget vanskeligt at komme ind i den finansielle sektor som et traditionelt pengeinstitut.

Internet baserede banker, som f.eks. Coop Bank, som åbnede i 2013 (Nyholm m.fl., 2013) er noget som vil komme til at præge den finansielle sektor i fremtiden. Der er en stor sandsynlighed for at fintech-virksomheder kommer til at overtage forretningsområder fra de traditionelle pengeinstitutter fremadrettet.

Finansielle transaktioner, vil med stor sandsynlighed være et af de områder som i fremtiden, ikke længere vil være noget pengeinstitutterne varetager, men i stedet bliver varetaget via eksempelvis Facebook, Google eller noget helt tredje.

Den øgede teknologiske udvikling vil desuden medføre en stigende tendens til udlån udenom pengeinstitutterne som f.eks. crowdfunding, hvor man henter finansiering via andre mennesker og virksomheder. (Startvækst, 2015) Disse fintech opfindelser, som vi kun har set starten af, er en trussel for de traditionelle pengeinstitutters forretningsgrundlag samt måde at drive pengeinstitut på.

Man kan argumentere for at Sparekassen Kronjylland på kort sigt ikke vil blive ramt i ligeså høj grad som de større pengeinstitutter, da Sparekassens kunder nok har valgt Sparekassen på grund af de nære relationer og tilstedeværelsen i lokalsamfundet. De større pengeinstitutters kunder, som ikke har nogen nær relation til deres rådgiver, men har valgt banken på grund af deres digitale løsninger vil måske i højere grad efterspørge den nye teknologi. Branchen har således generelt en mindre trussel i forhold til nye traditionelle konkurrenter, men en stor trussel fra internet baserede pengeinstitutter og fintech virksomheder.

### 3.2.4 Truslen fra udbydere af substituerende produkter

Den finansielle sektor har igennem de seneste år oplevet en stigende trussel fra substituerende produkter til dens traditionelle ydelser. De fleste større detailbutikker sælger deres varer med mulighed for at betale på afbetaling. Dette medfører mindre udlån til pengeinstitutterne til finansiering af forbrugsgoder så som hårdhvidevarer, møbler m.v. Det samme gør sig gældende ved køb af bil, hvor bilforhandlerne via egne finansieringsselskaber står for finansiering til kunderne. Derudover er privatleasing af biler blevet mere eftertragtet de senere år,

hvilket også er med til at fratage forretninger fra pengeinstitutterne. (Dengsøe, 2015) Det samme gør sig gældende indenfor erhverv, hvor virksomhederne i højere grad vælger at lease deres maskiner og materiel.

Man har i samfundet set en stigende tendens til deleøkonomi, hvor forbrugerne låner ting af hinanden fremfor at købe. (Nordea, 2015) Det påvirker pengeinstitutternes indtjening, da det alt andet lige vil formindske forbruget og dermed efterspørgslen på investeringer og finansiering i virksomhederne. Derudover vil det også reducere bil finansiering til privatkunder, som i stedet benytter sig af tjenester så som Gomore, hvor man kan skaffe sig kørelejlinger og låne biler af andre. Truslen for substituerende ydelser for pengeinstitutterne er dermed stor, og den trends forventes at fortsætte i fremtiden.

### 3.2.5 Konkurrencen i branchen – Rivalisering mellem eksisterende pengeinstitutter

Antallet af pengeinstitutter i Danmark har siden finanskrisen været faldende på grund af konkurrencer og fusioner i sektoren. (Hald, 2015) Det faldende antal af pengeinstitutter er dog ikke ensbetydende med faldende konkurrence. Konkurrencen om de gode privat- og erhvervskunder er tværtimod hård som aldrig før. Det skyldes bl.a. det er dyrt for pengeinstitutterne, at placere deres overskudslikviditet på indskudsbeviser i Nationalbanken, hvor renten på nuværende tidspunkt er negativ. Derfor vil man strække sig langt for at låne penge ud til de gode kunder, der konkurreres dermed både på pris og sikkerhedsstillelse for at lande forretningerne.

Konkurrencesituationen medfører at alle pengeinstitutterne forsøger, at differentiere sig i forhold til konkurrenterne. Det ses at de større pengeinstitutter gør meget for at udvikle sig teknologisk, og lukker filialer for at omkostningsoptimere mest muligt. Nogle af de mindre pengeinstitutter prøver at gå i den modsatte retning, ved at bevare de lokale filialer og slå sig op på de bløde værdier så som tætte relationer, bedre service og muligheden for en fast rådgiver.

## 3.3 PEST-analyse

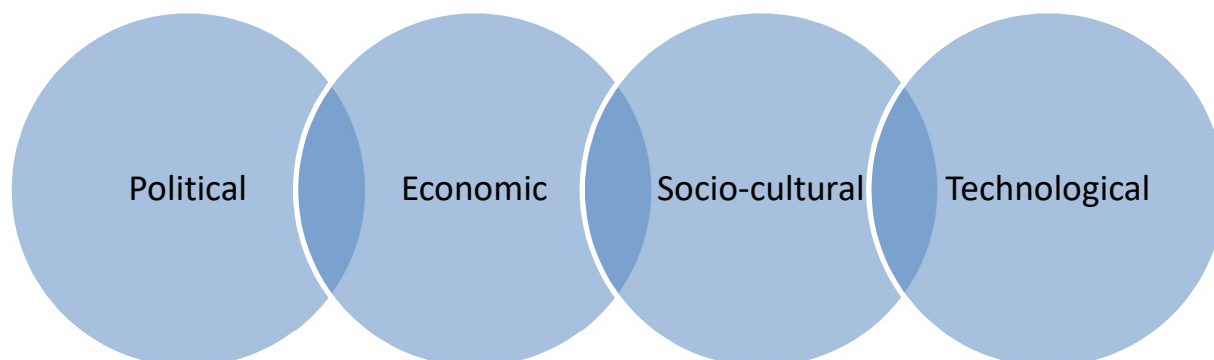
PEST-analysen vil blive brugt til at analysere forholdene i det eksterne miljø som har indflydelse på Sparekassen Kronjylland. Analysen kan bruges til at se på hvilke muligheder og trusler der kan komme fra eksterne kilder.

PEST-analysen tager udgangspunkt i følgende 4 forhold (Marketingteorier, 2017):

- Politik og lovgivning
- Økonomi og demografi

- Sociale og kulturelle forhold
- Teknologi og miljø

Figur 5: PEST - analyse



Kilde: Egen tilvirkning

### 3.3.1 Politiske og lovgivningsmæssige forhold

Branchen for banker og pengeinstitutter er en branche der er stort fokus på rent politisk. Det er en af de brancher der er essentiel for at de samfundsøkonomiske hjul drejer rundt, men også en af de brancher der kan få hele læsset til at vælte, som vi så det under finanskrisen. Der er derfor blevet indført en række reguleringer og love siden da, for at undgå at en lignede situation kan opstå. Det er med til at ligge pres på indtjeningen i pengeinstitutterne, hvorfor det er vigtigt at de hele tiden er på forkant med de politiske tendenser, så de kan tilpasse forretningen derefter.

Pengeinstitutterne er både underlagt den normale erhvervsregulering, samt særskilte love for pengeinstitutter, herunder den mest omfattende, som er lov om finansiel virksomhed. Herunder er der en tilsynsmyndighed i form af finanstilsynet, som sørger for at pengeinstitutterne holder sig inden for den gældende lovgivning. Derfor bliver der i banker og sparekasser brugt mange ressourcer på egenkontrol mv. for at undgå at få bøder eller påbud fra finanstilsynet når de gennemgår forretningen.

Specielt fra EU's side er der de senere år blevet indført stramninger, herunder Basel III og CRD IV kravene. De stiller strengere krav til hvor solide pengeinstitutterne skal være i forhold til at modstå kriser som finanskrisen. Det er ligeledes noget der ligger pres på indtjeningen, da man i højere grad er tvunget til at til side sætte endnu mere kapital. De helt store institutter der anses som værende systemvigtige (SIFI-institutter) er pålagt yderligere krav. Spare-

kassen Kronjylland ligger dog ikke i denne kategori. Det er en udfordring bankerne skal være beredt på, i forhold til om der fortsat vil komme yderligere stramninger af kravene.

På investeringsområdet er pengeinstitutterne også underlagt lovgivning fra europæisk side bl.a. MIFID og MIFIR. MIFID der primært drejer sig omkring investorbekyttelse, og stiller krav til hvad pengeinstitutterne skal oplyse til deres kunder i forbindelse med investering, det stiller store krav til at kunne dokumentere den rådgivning der har fundet sted. Det er derfor utroligt vigtigt at pengeinstitutterne er omstillingsparate, og hurtige til at implementere nye tiltag, for hele tiden at kunne leve op til de nye regler og reguleringer.

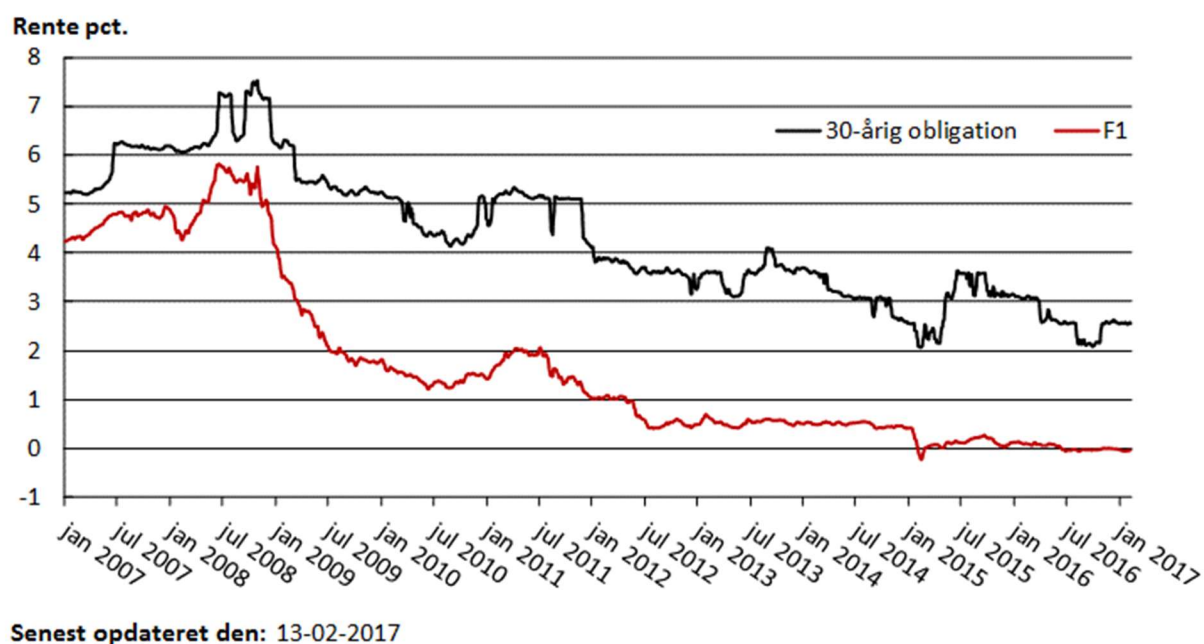
Siden finanskrisen indtog, er den stilstand og recession i økonomien som den medførte, også årsagen til at der er blevet ført en meget lempelig pengepolitik fra dansk og europæisk side, det har bl.a. haft den effekt at renten er faldet meget. Da en af pengeinstitutternes primære indtægtskilder er deres rentemarginal, har det været med til at ligge pres på denne. Specielt i sammenhæng med at der, som nævnt er stillet øgede krav til soliditeten, har det betydet at man har været tvunget til at ligge inde med mere kapital, hvor en del af den vil være placeret i Nationalbanken. Pr. 8. januar 2017 ligger indskudsbevisrenten i Nationalbanken på -0,65 % (Nationalbanken, 2017a) hvilket betyder at pengeinstitutterne hver dag må betale for den kapital de har stående i Nationalbanken. Hvis renten begynder at stige igen, vil det få direkte effekt på pengeinstitutternes indtjening, det er dog for dem også vigtigt at det sker i et tempo, der ikke ligger en dæmper på økonomien da de også er meget afhængig af den efterspørgsel der er på at låne penge mv.

### 3.3.2 Økonomiske og demografiske forhold

Sparekassen Kronjylland befinder sig i finansbranchen, en branche der i udgangspunktet er meget følsom overfor konjunkturudsvingene, da de i høj grad lever af den efterspørgsel der er på at låne penge, samt den rentemarginal de kan få heraf.

Jf. figur 6 har både den korte og den lange rente været faldende siden 2008, hvilket har været med til at ligge et pres på den rentemarginal som bankerne har kunnet få ved at låne pengene ud. Samtidig har der siden 2008 været lav økonomisk vækst, og i nogle perioder recession.

Figur 6: Historisk renteutvikling



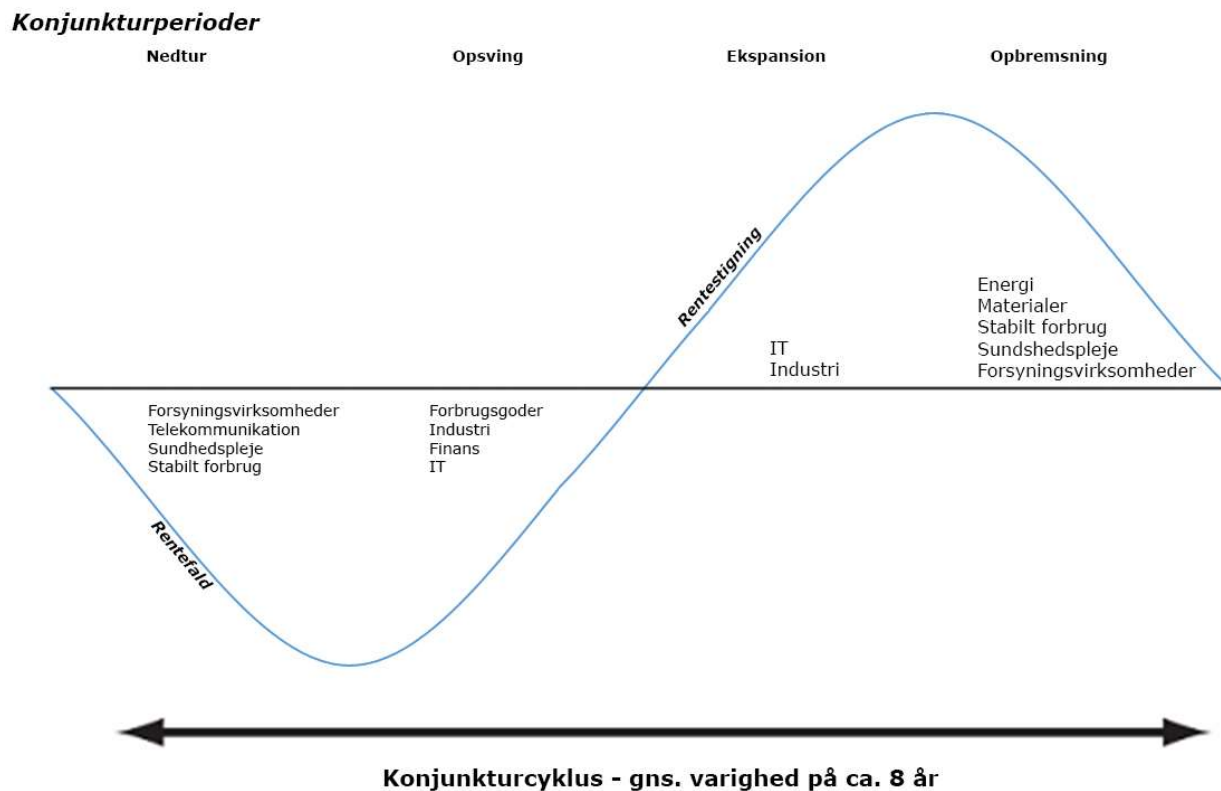
Kilde: BRF Kredit (BRF, 2017)

Ser vi på figur 7, der omhandler hvilke brancher der gør det godt i de forskellige konjunkturperioder, så har bankerne det som regel godt når vi er i en periode med opsving. Grunden til det, er at virksomhederne her normalt vil gå ud og investere, og dermed have behov for kapital, da de har en forventning til en stigende efterspørgsel og skal være klar til at kunne leve op til denne.

Som det fremgår af figur 7, varer en normal konjunkturcyklus ca. 8 år. Vi har i den periode vi er inde i nu, næsten haft en periode med rentefald i ca. 8 år, og stadig et opsving der lader vente på sig. Der er dog udsigter til at det så småt skal begynde at gå i den anden retning. Ser vi på rentekurven de seneste år, har den lagt på et nogenlunde konstant niveau dog med nogle udsving. Noget kunne derfor tyde på at bunden er nået for renterne. I USA er de begyndt at hæve renten. Hvilket godt kan få indflydelse på de lange renter i Danmark. Den er dog i høj grad drevet af væksten, samt den generelle økonomiske situation i Europa.

Begynder vi for alvor at se et tiltagende opsving, som alt andet lige vil medføre rentestigninger, så er der gode udsigter for finansbranchen, og heriblandt også Sparekassen Kronjylland.

Figur 7: Konjunkturperioder



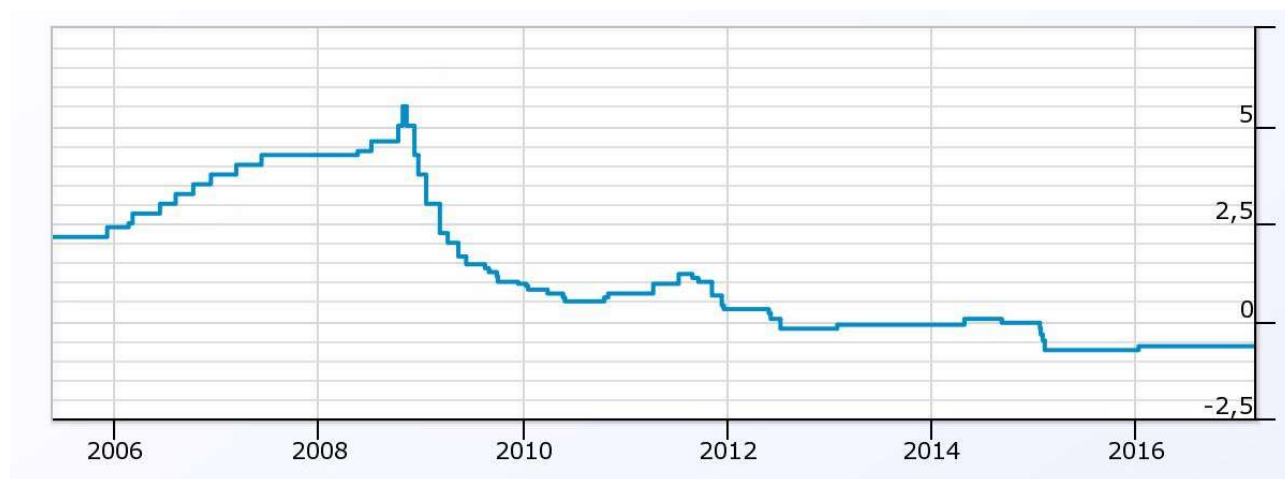
Kilde: Sydinvest (Jessen, 2016)

En af de store konsekvenser af det lave renteniveau ses ud af figur 8, som viser udviklingen i indskudsbevisrenten i den danske Nationalbank. Som det ses lige nu ligger den på et niveau på -0,65 %. Det er i høj grad noget der er med til at ligge yderligere pres på bankerne, da de generelt har et stort indlånsoverskud og dermed løbende sætter penge til på den kapital de har stående. I en økonomisk situation hvor renteniveauet er højere vil bankerne alt andet lige have mulighed for både at tjene på ind- og udlånssiden af deres balance, en stigning i indskudsbevisrenten er derfor noget der vil kunne mærkes direkte på bundlinjen.

Den faldende rente, har dog også bragt positive ting med sig, specielt på boligområdet. De lave renter har medført stor aktivitet på boligmarkedet de seneste år, som dog primært har været fokuseret omkring de større danske byer, og dermed ikke så meget i Sparekassen Kronjylland's kerneområder, udover Aarhus. Den faldende rente har også gjort det aktuelt for mange at konvertere deres lån, hvilket har hjulpet pengeinstitutterne i en periode med pres på rentemarginalerne, da det har medført en masse gebyrindtægter for pengeinstitutterne.

Niveauet for renterne har som nævnt været forholdsvis konstant de sidste par år, hvorfor det må antages at de fleste af dem, der har kunnet have glæde af at konvertere deres lån, nok allerede har foretaget denne ændring. Der kan således være udsigt til en nedgang i indtægten fra denne side af.

Figur 8: Nationalbankens indlånsrente



Kilde: Nationalbanken

I Danmark har vi over den seneste årrække set en tendens til en stigende urbanisering, det er specielt de store studiebyer som f.eks. Aarhus og København der tiltrækker befolkningen. Det har været medvirkende til, at der specielt på boligmarkedet i disse områder har været stor aktivitet. Det er dog også medvirkende til at boligmarkedet i de mindre byer i udkantsområderne ikke har oplevet samme vækst, tværtimod. Sparekassen Kronjylland er i høj grad et pengeinstitut der slår sig op på at være lokal. Hvis denne tendens fortsætter kan de blive udfordret på om de filialer der ligger i nogle af de mindre byer, stadig på sigt vil have et forretningsgrundlag, hvis folk i stigende grad fortsætter med at flytte derfra. Sparekassen gør dog tiltag for at følge med på denne trend, og har over de seneste år, åbnet filialer i eksempelvis København. Det er dog alt andet lige også et område hvor konkurrencen er en helt anden, end ude i de mindre byer og lokalsamfund.

Rent demografisk, har vi i Danmark også et stadig stigende ældre segment, som kan være en fordel for et pengeinstitut som Sparekassen Kronjylland. De har i stor stil beholdt deres kassefunktion mv. i afdelingerne, hvor mange af de større pengeinstitutter i stigende grad har fjernet disse funktioner. Det kan give Sparekassen Kronjylland en fordel med hensyn til at tiltrække dette segment, det er dog typisk også et segment, som ikke har den store udlåns efter-



spørgsel, hvorfor det er vigtigt at man har nogle andre indtjeningskilder på dette segment, som f.eks. investeringsløsninger og lign. Man kan dermed drage nytte af den fordel man har på baggrund af de bibeholdte kassefunktioner, samt de lokale filialer.

### 3.3.3 Sociale og kulturelle forhold

Der har tidligere været en stor tillid til pengeinstitutterne og bankrådgiverne generelt. Finanskrisen har dog her efterladt nogle ridser i lakken, og der er blevet et større fokus på hvad der bliver taget i gebyrer mv. samt en generel holdning til at de kun er der for at tjene penge. Her har Sparekassen Kronjylland i form af deres status som garantsparekasse en vis fordel. Deres ultimative formål er netop ikke at tjene mest muligt på bundlinjen, men derimod også at give noget tilbage til lokalsamfundet, da de ikke har nogen aktionærer der skal tages hensyn til. Det giver alt andet lige en anden tillid fra forbrugerne, og i tider hvor man ser meget kritisk på rådgivernes bevæggrunde, kan det være en fordel. Ved en eventuel børsnotering og omdannelse til et aktieselskab er det en fordel de kan miste.

Loyaliteten overfor pengeinstitutterne har i den grad også ændret sig. Der er ifølge statistik fra finansforbundet en stigende tendens i antallet af kunder der vælger at skifte pengeinstitut, der er ca. 175.000 kunder der skifter pengeinstitut årligt. (Jørgensen, 2017) Det skyldes blandt andet den stigende konkurrence på markedet, samtidig har den teknologiske udvikling gjort det nemmere at skifte pengeinstitut.

### 3.3.4 Teknologiske forhold

Den teknologiske udvikling er noget der for alvor er i fokus i finansbranchen, der bliver i stigende grad fokus på disruption fra små fintech startups som truer med at udvikle nye teknologiske platforme, som kan tage markedsandele fra pengeinstitutterne.

En af de steder hvor der de senere år, har været en stor udvikling er på betalingsområdet, her var Sparekassen Kronjylland blandt andet med i samarbejdet omkring mobilbetalingsløsningen SWIPP, som blev udkonkurreret af Danske Banks Mobilepay løsning, som Sparekassen nu sammen med stort set alle pengeinstitutter i Danmark er en del af. Det er et marked hvor der også er store spillere som Apple og Google, der har gang i deres løsninger, som kan true med at tage markedsandele, og presse pengeinstitutterne på nogle af de områder, som de altid har siddet på.

På udlånssiden ser vi også at den teknologiske udvikling tager til, og skaber nye muligheder for virksomheder og forbrugere når de skal ud og skaffe kapital. Her har blandt andet fænomenet crowdfunding vundet stigende indpas, hvor en virksomhed eller et startup i stedet for at låne penge i bankerne, låner dem via diverse crowdfunding platforme, hvor private via små individuelle beløb hjælper med fundingen. Det kræver i endnu højere grad at pengeinstitutterne er forandringsparate, og klar til at indstille forretningen på de nye markedsvilkår, da der hele tiden er nye startups der forsøger at ændre måden vi tænker bank på.

Den teknologiske udvikling, gør også at man i stigende grad kan klare en stor del af ens økonomiske behov via netbank og mobilbank. Det er sågar efterhånden muligt at foretage hele ens boligfinansiering uden nødvendigvis at være i dialog med en rådgiver, det kan man f.eks. via Danske Banks nye satsning "Sunday". (Danske Bank, 2017a) Her er det vigtigt at Sparekassen sørger for at følge med i den teknologiske udvikling, da det i høj grad er det som de yngre segmenter efterspørger. Kan de klare stort set alle deres bankforretninger via nettet, betyder det nødvendigvis ikke noget for dem, at de har en lokal filial, hvis de ikke skal bruge den til noget. Sparekassen Kronjylland er ikke umiddelbart kendt for at bruge mange ressourcer på den teknologiske udvikling. Det er dog i høj grad et område hvor man kan risikere at miste mange forretninger fremadrettet, hvis man ikke sørger for at ens setup, kan håndtere efterspørgslen fra de unge kunder, som i stigende grad for stillet deres behov via disse platforme. Det betyder også at rådgiverne højst sandsynligt ikke fremadrettet vil have mulighed for at skabe den samme personlige relation til deres kunder som tidligere. Det er netop en af de værdier som Sparekassen Kronjylland ligger meget vægt på, hvorfor det bliver en udfordring for dem, at kunne holde fast i denne værdi overfor kunderne, som måske i mindre grad vil have behov for den tætte relation.

Den teknologiske udvikling og internettet, har i stigende grad også gjort informationen omkring bankforretninger meget mere tilgængelig, det er derfor i højere grad de mere komplekse sager, hvor kunderne har behov for rådgivning. Det stiller krav til uddannelsesniveaet, samt specialiseringen blandt rådgiverne, da de i stigende grad møder kunder der har et større kendskab, og derfor stiller højere krav til den enkelte rådgiver.

Den stigende udvikling indenfor blandt andet betalingsløsninger har også lige så stille udvandet behovet for kontanter. Ved udgangen af 2017, er checks blandt andet helt udgået, og man kan se en stigende nedgang i kontante transaktioner. Det er uden tvivl en omkostning for Spa-

rekassen, der stort set har kassefunktion i alle deres afdelinger. Det kan på sigt blive en omkostning, og en facilitet som kun vil blive benyttet af en stadig stagnerende kundegruppe.

### 3.4 Delkonklusion – strategisk analyse

Det kan konkluderes ud fra den strategiske analyse, at Sparekassen Kronjylland er stærk stillet i forhold til at kunne tage langsigtede strategiske beslutninger, da de ikke er presset af aktionærer som forventer et afkast på kort sigt. Det betyder blandt andet, at Sparekassen har åbnet filialer i nye markedsområder samt planlægger af åbne yderligere uden forventning om et afkast på den korte bane, men for at styrke sin forretning langsigtet. Markedsområderne som Sparekassen udvider til er primært større byer med vækstpotentiale, hvilket imødegår udfordringen fra den stigende urbanisering. Denne udvikling kan dog være medvirkende til at skade deres brand, som værende et pengeinstitut med fokus på de små lokalsamfund.

Der er mange eksterne faktorer, som har indvirkning på branchen og dermed også Sparekassen Kronjylland. Den finansielle sektor står med risiko for at blive ændret radikalt på baggrund af den teknologiske udvikling og specielt trusler fra nye fintech virksomheder. Denne udvikling stiller store krav til de enkelte pengeinstitutters forandringsparathed samt agilitet. Dette er umiddelbart ikke en af Sparekassens styrker, hvorfor dette kan blive en stor udfordring på sigt.

Der har siden finanskrisen løbende været stramninger af lovgivningen i den finansielle sektor. Herunder blandt andet stigende krav til såvel pengeinstitutternes soliditet samt krav til dokumentation og gennemsigtighed i forhold til rådgivning af kunderne. Der må indregnes en vis risiko for at denne udvikling fortsætter fremadrettet, hvilket blandt andet stiller stigende krav til f.eks. compliance, hvilket vil medføre øgede omkostninger.

Lavrentemiljøet som vi befinder os i giver pengeinstitutterne store udfordringer på indtjeningen. Under normale renteforhold vil pengeinstitutterne både kunne tjene på både deres ind- og udlån. Men på grund af de negative korte renter taber de i dag penge på deres indlån placeret i Nationalbanken. Det sammen med den stigende konkurrence på markedet stiller store krav til pengeinstitutternes evne til at genere indtjening på anden vis via eksempelvis investeringsløsninger, gebyrindtægter m.v.

## 4. Kapitalkrav og risikotyper

Siden finanskrisen er der blevet pålagt skærpede krav til pengeinstitutterne for at sikre dem og forbrugerne, hvis en lignende krise skulle opstå. En af de større og mere aktuelle reguleringer

er reglerne for kapitalkrav iht. Basel III aftalen, som trådte i kraft 01.01.2014 og er fuldt indfaset fra den 01.01.2019. (Det Europæiske Råd, 2015) Reglerne er i Danmark implementeret via lov om finansiel virksomhed som kapitalkravsdirektivet (CRD IV) og forordningen om kapitalkrav (CRR). Det er disse regler, som bestemmer hvordan pengeinstitutterne skal udregne deres solvensprocent og kernekapitalprocent.

#### 4.1 Kapitalgrundlag

Pengeinstitutterne skal iht. CRD IV reglerne minimum have en samlet solvens på 8 % af de risikovægtede poster. Basiskapitalen fordeles på følgende vis. (Rasmussen, 2014)

- 4,5 % egentlig egenkapital (56,25 % af solvensprocent)
- 1,5 % hybrid kernekapital (18,75 % af solvensprocent)
- 2 % supplerende kapital (25 % af solvensprocent)

##### 4.1.1 Egentlig egenkapital

Den egentlige egenkapital består af aktiekapital eller i Sparekassen Kronjyllands tilfælde garantkapital samt reserve for nettoopskrivning, overført overskud eller underskud og årets løbende overskud fratrukket forventet udbyttebetaling og andre forudsete udgifter. Derudover kan en overkurs ved en emission også tillægges den egentlige egenkapital, dette er imidlertid ikke en mulighed for garantsparekasser. (Bekendtgørelse)

Sparekassen Kronjylland har iht. Deres årsrapport 2016 en egentlig kernekapital på 2.577.191 t.kr. hvilket svarer til en kernekapitalprocent på 14,7 % ift. Den samlet risikoeksponering i Sparekassen på 17.548.671 t.kr.

##### 4.1.2 Hybrid kernekapital

Hybrid kernekapital er en mellemting mellem lånekapital og egenkapital. Der er en lang række krav til kapitalen for at den kan medregnes som kernekapital. Derudover er der flere forskellige typer af hybrid kernekapital, som vægter forskelligt ift., hvor meget kapitalen må udgøre af den samlede kernekapital. Nogle af de væsentligste betingelser til kapitalen er at lånet ikke skal have en løbetids begrænsning, intet incitament for førtidsindfrielse og at forrentningen kan stoppes af pengeinstituttet.

I forbindelse med opkøbet af Sparekassen Østjylland i 2012 lånte Sparekassen Kronjylland 200 millioner kroner i hybrid kernekapital. Lånet har en høj rente på 10,37 %, hvorfor Sparekassen forventer, at med Finanstilsynets godkendelse, at indfri lånet når det bliver muligt i

maj 2017. Sparekassen har dog en forventning om at lånet formentlig vil blive delvist erstattet af ny og billigere hybrid kernekapital. (Sparekassen Kronjylland, 2017e)

#### 4.1.3 Supplerende kapital

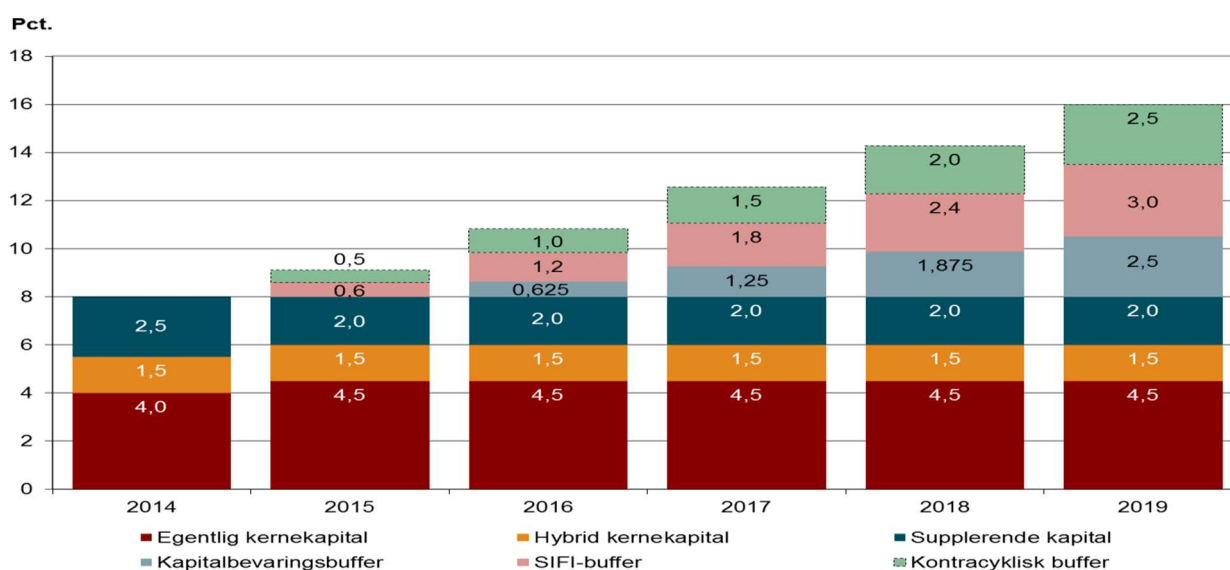
Supplerende kapital medregnes ikke i den egentlige kernekapital. I modsætning til hybrid kernekapital, vil supplerende kapital ikke have uendelig løbetid, men en forfaldsdato.

Sparekassen Kronjylland har i december 2016 hentet 200 millioner kroner i supplerende kapital til en marginal på fire procentpoint. Kapitalen har ifølge Sparekassen to formål, dels at imødekomme de stigende kapitalkrav, der bliver pålagt sektoren i disse år, dels at sikre at man er klar, hvis der skulle opstå attraktive købsmuligheder. (Sparekassen Kronjylland, 2017f)

#### 4.1.4 Kapitalbuffere

Med indfasningen af CRD IV bliver der også stillet krav om kapitalbuffere i form af kapitalbevaringsbufferen og den kontracykliske buffer for at afdække den systematiske risiko. De danske SIFI pengeinstitutter (Finanstilsynet, 2016) skal ydermere tilsidesætte ekstra kapital til en ekstraordinær SIFI-buffer. Kapitalbevaringsbufferen og den kontracykliske buffer skal begge dækkes af egentlig kernekapital. Kapitalbevaringsbufferen er en permanent buffer på 2,5 %, hvorimod den kontracykliske buffer, også kendt som den modecykliske eller konjunkturbufferen indføres af Finanstilsynet såfremt det findes nødvendigt. Denne buffer vil komme til at ligge i niveauet 0 – 2,5 %.

Figur 9: Løbende indfasning af kapitalkrav



Kilde: Finanstilsynet (Finanstilsynet, 2014)

På figur 9 er det illustreret, hvordan reglerne vedrørende sammensætning af kapital løbende er blevet indfaset og vil fortsætte frem mod fuld indfasning i 2019.

Er et pengeinstitut ikke i stand til at overholde det gældende kapitalkrav, vil det få konsekvenser for det pågældendes pengeinstitut videre drift. Manglende overholdelse af kapitalbufferne vil medføre sanktioner mod udlodning af udbytte, idet pengeinstituttet i stedet skal konsolidere sig og tilbageetablere kapitalbalancen. Manglende dækning af det individuelle solvenskrav vil medføre, at Finanstilsynet vil påføre pengeinstituttet restriktioner og igangsætte en handlingsplan for genopretning af pengeinstituttet. I tilfælde af pengeinstituttet kommer under 8 % kravet, vil der som udgangspunkt ske en afvikling af instituttet.

#### 4.1.5 Solvens

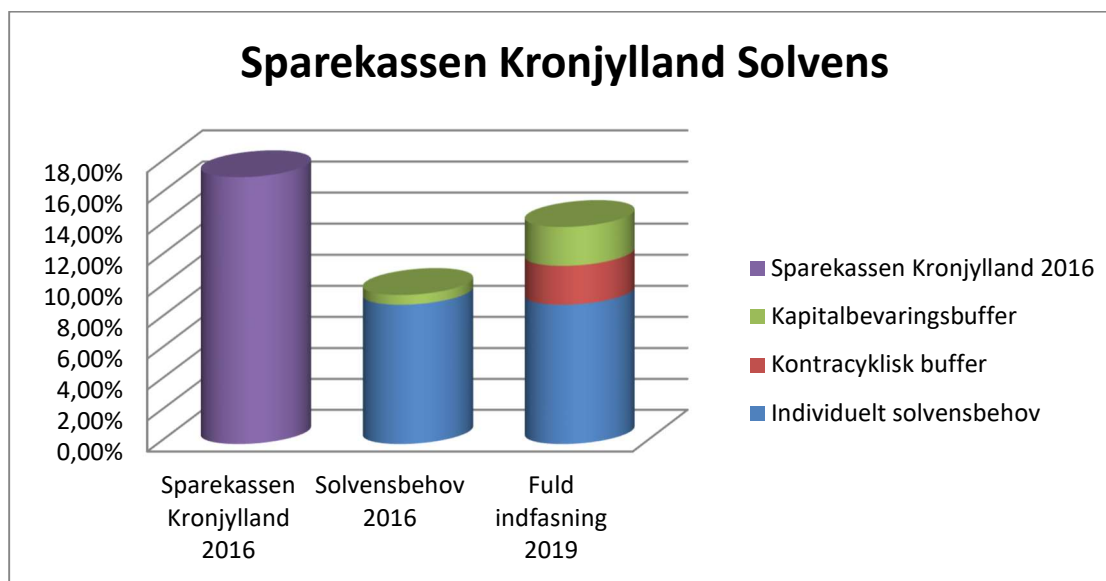
Pengeinstitutternes solvens er et udtryk for hvor velkapitaliserede de er til at modstå eventuelle tab på de risici som pengeinstituttet har ved at drive deres forretning. Som nævnt i afsnit 4.1.4 er der for pengeinstitutter, i modsætning til andre virksomheder, lovkrav om hvor høj ens solvens skal være. Solvensprocenten udregnes som det fremgår af formelen nedenfor ved at dividere basiskapitalen med de risikovægtede poster. (Conomia, 2013)

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

Sparekassen Kronjylland har med udgangspunkt i Finanstilsynets vejledning om tilstrækkelig kapitalgrundlag og solvensbehov for kreditinstitutter udregnet et individuelt solvensbehov på 9 %. Vejledningen tager udgangspunkt i 8 + metoden, hvor solvensbehovet bliver beregnet som 8 % af risikoeksponeringerne med tillæg for de områder, hvor Sparekassen har særlige risici.

Det er illustreret i figur 10, at Sparekassen Kronjylland i 2016 har en kapitalprocent på 17,2, hvilket er en overdækning på 8,2 procentpoint ift. Deres individuelle solvensbehov på 9 %, og en overdækning på 7,6 % ud fra nuværende bufferkrav. Sparekassen har endvidere en kapitalmålsætning om at den faktiske solvensprocent som minimum skal ligge 3 procentpoint over det individuelle solvensbehov. Overdækningen er således 4,6 procentpoint over Sparekassens interne målsætning.

Figur 10: Sparekassen Kronjyllands Solvens



Kilde: Egen tilvirkning - pba. risikoreport 2016 for Sparekassen Kronjylland

Vi kan desuden konkludere, at Sparekassen allerede i dag har en tilstrækkelig solvens til at modstå de skærpede CRD IV krav, som er fuldt indfaset i 2019. Sparekassen er således et velkapitaliseret pengeinstitut med en overdækning på TDKK 1.436.000 ift. Kapitalkravet.

## 4.2 Risiko typer

Der er flere forskellige typer risici for et pengeinstitut, som bliver medtaget under den samlede risikoeksponering og dermed påvirker solvensen. Det er derfor vigtigt at pengeinstituttet har en god risikostyring og fastlagte rammer som man holder sig indenfor.

De væsentligste risici for et pengeinstitut er:

- Kreditrisiko
- Markedsrisiko
- Likviditetsrisiko
- Operationel risiko

Sparekassen Kronjylland har en samlet risikoeksponering på TDKK 17.690.507. Kreditrisikoen vægter mest med TDKK 14.396.767, markedsrisiko og operationelrisiko vægter med hhv. TDKK 1.457.206 og TDKK 1.836.534.

#### 4.2.1 Kreditrisiko

Den væsentligste risiko for pengeinstitutter er kreditrisikoen, idet deres forretningsgrundlag er bygget op omkring at påtage sig en kalkuleret risiko ved at låne penge ud mod at få en rentebetaling. Kreditrisikoen er således risikoen for, at pengeinstituttet lider et tab, som følge af en udlånskunde eller at en anden modpart misligholder deres forpligtelser overfor det pågældende pengeinstitut.

Figur 11: Udlånets risikovægtning (Standardmetoden)

Type af udlån	Risikovægtning
Erhverv	100 %
Lån med pant i fast ejendom under 80 %	35 %
Erhvervsejendom under 50 %	50 %
Lån til privatkunder og mindre erhverv	75 %
Stat/Region/kommuner	0 %
Dækkede obligationer	10 %
Øvrige obligationer	10 - 20 %

Kilde: Egen tilvirkning

Kreditrisikoen på de forskellige typer udlån kan gøres op på flere måder, de fleste pengeinstitutter, heriblandt Sparekassen Kronjylland benytter sig af standardmetoden, som er illustreret i figur 11. (Bekendtgørelse) Man kan ud fra standardmetoden se at der er stor forskel på udlånseksponeringen det har eksempelvis stor betydning om man laver et lån med pant i fast ejendom kontra et uden. Det er derfor vigtigt at Sparekassen internt klart har defineret, hvilke typer udlån man vil være medvirkende til og i hvor høj grad de må vægte ift. Den samlede udlånseksponering.

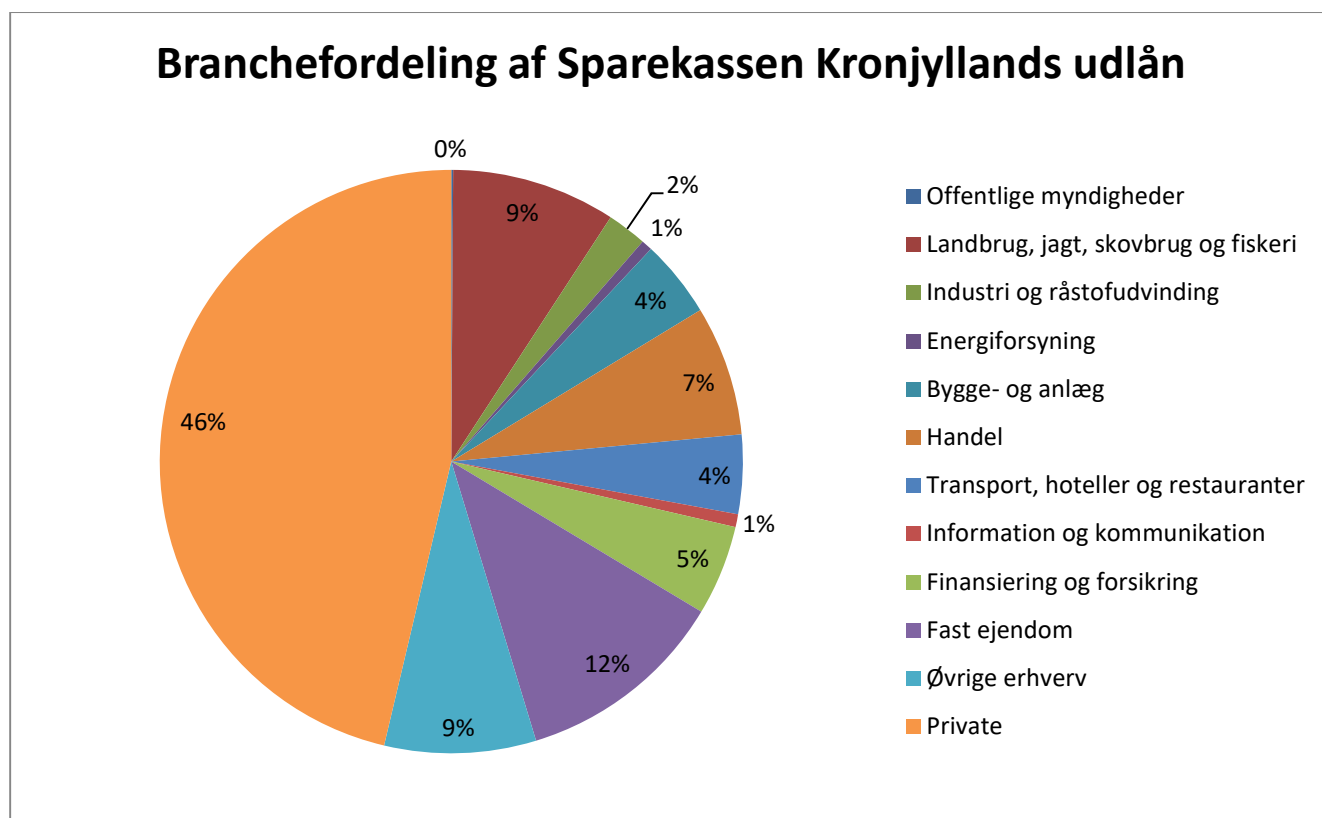
Det er således ikke uvæsentligt for et pengeinstitut om det låner ud til erhvervs kunder fremfor privatkunder, idet erhvervs lån som nævnt ovenfor vægter tungere ift. de risikovægtede poster og dermed kapitalbelaster pengeinstituttet mere. Det er endvidere vigtigt at have fokus på hvordan ens udlån er fordelt på de forskellige brancher, idet man som pengeinstitut påtager sig en større risiko, hvis man er hårdt eksponeret i en sektor, fremfor at sprede ens udlån ud over mange. Det er derfor essentielt for et pengeinstitut, at man udover at forholde sig til hvordan udlånet er fordelt, tillige forholder sig til sine udlån ud fra et risikomæssigt perspektiv.



Sparekassen Kronjylland's udlån er fordelt med henholdsvis 46,3 % på privatkunder og 53,7 % på erhvervskunder. (Sparekassen Kronjylland, 2017g)

Man kan i figur 12 se fordelingen af Sparekassens udlån på de forskellige brancher. Deres udlån er næsten ligeligt fordelt til privat- og erhvervskunder, derudover kan man se at udlånet til erhverv er spredt over mange forskellige sektorer, hvilket giver en god risikospredning og tyder på at Sparekassen har stort fokus på dette.

Figur 12: Branchefordeling af udlån



Kilde: Egen tilvirkning – pba. årsregnskab 2016 for Sparekassen Kronjylland

#### 4.2.2 Markedsrisiko

Markedsrisikoen er den risiko, der er forbundet med, at værdien på de aktiver, som pengeinstituttet er i besiddelse af forringes i værdi på grund af pris- og kursreguleringer på de finansielle markeder. Det vil typisk være risiko på udsving i aktiver som valuta, obligationer, aktier og råvarer som pengeinstituttet er i besiddelse af.

Sparekassen Kronjylland har en meget lille renterisiko, som ydermere er afdækket med finansielle instrumenter. Deres valutarisiko er opgjort til 9 millioner, og er beregnet som det tab Sparekassen vil lide, hvis valutakurserne udvikler sig negativt med 5 procent ift. den danske

krone. 57 procent af eksponeringen er mod EURO, hvor der er en meget lille risiko på grund af den danske fastkurspolitik. (Nationalbanken, 2015) For aktier har Sparekassen en politik om at aktier placeret i handelsbeholdningen maksimalt må udgøre 5 procent af kernekapitalen, hvilket medfører en beskeden aktierisiko. Aktierne udenfor handelsbeholdningen udgør en væsentlig andel af den samlede aktiebeholdning og består primært af sektoraktier. (Sparekassen Kronjylland, 2017h)

Sparekassen har således en forsigtig politik ift. markedsrisiko, hvor man ønsker at begrænse unødige risikotagen overfor de finansielle markeder.

#### 4.2.3 Likviditetsrisiko

Likviditetsrisiko er risikoen for at et pengeinstitut ikke har tilstrækkelig adgang til den nødvendige likviditet, hvilket kan medføre at det bliver vanskeligt at indgå nye forretninger. Derudover kan det i værste tilfælde betyde, at man ikke opfylder sine eksisterende forpligtelser rettidigt, hvilket er essentielt for at drive pengeinstitut. Det er ofte pengeinstitutter med stort indlånsunderskud, der kan komme i likviditetsproblemer.

Der blev i september 2015 indført krav for Liquidity Coverage Ratio (LCR), der i 2016 ligger på 70 og stiger frem mod 2019 til 100. (Erhvervs- og Vækstministeriet, 2015) Sparekassen Kronjylland har en LCR på 158 og ligger dermed markant højere end de nuværende og fremtidige krav. Sparekassen en politik om at have en minimumsoverdækning på 75 procent ift. paragraf 152 i lov om finansiell virksomhed, dette er væsentlig over Finanstilsynets krav på 50 % i tilsynsdiamanten. (Finanstilsynet, 2015) På baggrund af det høje LCR nøgletal på 158 og en likviditetsoverdækning på 175 % jf. ovennævnte paragraf 152 foretager Sparekassen ikke tillæg til kapitalbehovet for likviditetsrisiko. (Sparekassen Kronjylland, 2017i)

#### 4.2.4 Operationel risiko

Operationel risiko er jf. bekendtgørelsen om opgørelse af risikoeksponeringer, kapitalgrundlag og solvensbehov den risiko, der er for tab, som følge af uhensigtsmæssige eller mangelfulde interne procedurer, menneskelige fejl, systemmæssige fejl eller som følge af eksterne begivenheder, herunder retslige risici. (Bekendtgørelse)

Man kan opgøre den operationelle risiko ved 3 forskellige metoder, basisindikatormetoden, standardmetoden eller den avancerede målemetode. Sparekassen Kronjylland benytter sig af basisindikatormetoden, (Sparekassen Kronjylland, 2017j) som tager udgangspunkt i et gennemsnit af indtægterne fra de seneste 3 år, og tillægges risikoeksponeringen. (Danske Bank,

2017b) Sparekassen har politikker, instrukser og forretningsgange på alle væsentlige områder for at formindske de operationelle risici så vidt muligt. De har endvidere et internt system, hvor alle medarbejderne kan registrere operationelle hændelser. (Sparekassen Kronjylland, 2017k)

## 5. Regnskabsanalyse

I dette afsnit vil vi analysere Sparekassen Kronjylland's regnskabsmæssige nøgletal over en årrække fra 2012 til og med 2016. Vi vil ved en række nøgletal sammenligne dem med en udvalgt peer group.

### 5.1 Peer group

For at sammenligne niveauet på nogle af Sparekassens udvalgte regnskabsnøgletal, har vi udvalgt en peer group til dette formål. Formålet med dette er at kunne analysere hvor vidt de enkelte nøgletal ligger på et tilfredsstillende niveau, sammenlignet med branchen. Vi har udvalgt 5 børsnoterede pengeinstitutter til at foretage denne sammenligning, som også senere vil blive brugt i selve værdiansættelsen.

De pengeinstitutter vi har udvalgt ligger i Finansrådets pengeinstitut gruppe 2 (Finansrådet, 2017), som er den samme gruppe som Sparekassen Kronjylland befinder sig i, hvorfor vi mener det giver et solidt grundlag for at foretage sammenligningen. Grupperne er inddelt efter mængden af arbejdende kapital. Vi har undladt at medtage Vestjysk Bank som også befinder sig i gruppe 2, grunden til dette er at de i den årrække vi har valgt at belyse, i enkelte år har haft nogle markante negative resultater, som vil være med til at skævvride sammenligningsgrundlaget. Vi har tilmed valgt at undlade Alm. Brand i vores peer group, da deres primære forretning ligger på forsikringsdelen, og dermed ikke vil være med til at tegne et retvisende sammenligningsgrundlag.

De udvalgte pengeinstitutter i vores peer group er Ringkjøbing Landbobank, Spar Nord Bank, Lån og Spar Bank, Jutlander Bank og Sparekassen Sjælland-Fyn. Vi har i forhold til Jutlander Bank ikke medtaget deres regnskabs/nøgletal for 2012 og 2013, da de i disse år, var opdelt i Sparekassen Himmerland og Sparekassen Hobro. (Business, 2014)

### 5.2 Rentabilitet

Sparekassen Kronjylland's rentabilitet vil blive analyseret ved brug af nøgletallene ROE, ROA, ICGR og WACC.

### 5.2.1 ROE – Return On Equity

Return on Equity eller egenkapitalsforrentningen, vil vi benytte til at belyse Sparekassen Kronjylland's rentabilitet. Egenkapitalsforrentningen siger noget om hvor god virksomheden er til at forrente egenkapitalen, og dermed også hvor dygtig den er til at skabe afkast til dens ejere i form af aktionærer m.v.

Forventningen til egenkapitalens forrentning afhænger af mange forskellige aspekter, for det første skal det ses i forhold til den risikofrie rente, en virksomhed man investerer risikovillig kapital i, skal gerne give et afkast der er højere end hvad man kan placere sine midler til risikofrit. Dertil skal der ligges en risikopræmie, da man i yderste instans risikere at miste den indskudte kapital. Man vil derfor alt andet lige forvente en højere egenkapitals forretning, jo større risikoen ved investeringen er.

For pengeinstitutter er det som for mange andre virksomheder et meget essentielt nøgletal, da det i høj grad er et nøgletal som investorer ligger stor vægt på. Det kan være svært at tiltrække investorer, hvis man ikke kan performe på dette nøgletal, da det er evnen til at investere deres kapital. For Sparekassen Kronjylland's vedkommende er det i deres situation som garantsparekasse ikke et ligeså vigtigt nøgletal, da deres mål i sidste ende ikke er at skabe det højst mulige afkast til deres aktionærer. De har et mål om at udbetale en fornuftig rente til deres garantanter, men derudover har de også mål om at støtte lokalsamfundet mv. Hvis Sparekassen blev børsnoteret vil det højst sandsynligt være et nøgletal, der vil være større fokus på.

ROE kan påvirkes ved to overordnede faktorer, enten at forhøje nettoresultatet, eller at formindske egenkapitalen. Man kan for eksempel formindske egenkapitalen ved at udbetale udbytte til aktionærerne/garanterne. At formindske egenkapitalen har dog også negativ indvirkning på solvensen, da den indgår i beregningen af denne, samtidig er der krav til hvor meget egenkapitalen som minimum skal udgøre når vi har med pengeinstitutter at gøre.

ROE udregnes ved følgende metode:

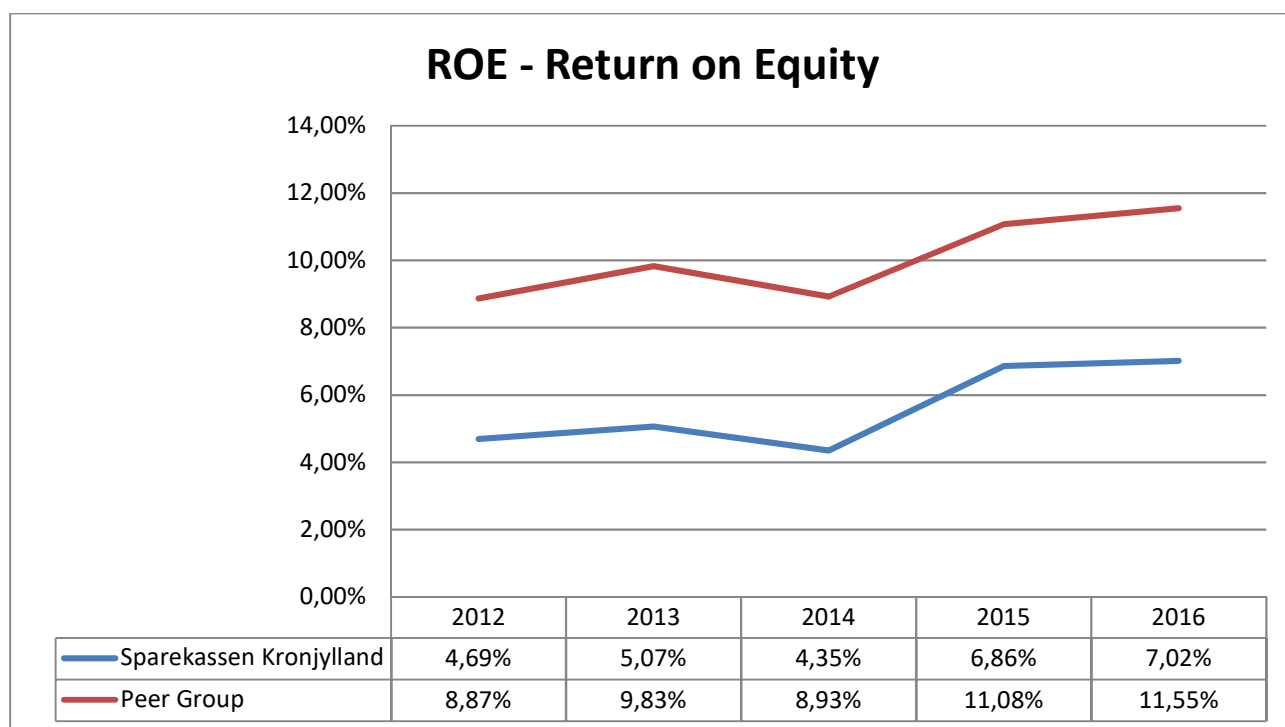
$$\text{ROE} = \text{nettoresultat} / \text{egenkapitalen} \times 100 \text{ (Gup, 2005a)}$$

Ser vi på Sparekassen Kronjylland's ROE i den belyste periode har den bevæget sig fra et niveau på 4,69 % i 2012 til 7,02 % i 2016. Det svarer til en stigning på ca. 50 % i ROE over perioden, hvilket må karakteriseres som en meget positiv udvikling. Sammenlignes udviklingen med peer group, ses der af figur 13 en lignende positiv udvikling over årrækken. ROE for peer group bevæger sig fra et niveau på 8,87 % til 11,55 % i perioden, hvilket svarer til en

stigning på ca. 30 %. Sparekassen Kronjylland har altså oplevet en væsentlig større positiv udvikling over den seneste årrække, det er dog fra et noget lavere niveau. Ses der på stigningen i procentpoint stiger Sparekassen med 2,33 procentpoint hvorimod peer group stiger med 2,68 procentpoint. Set som investor har Sparekassen Kronjylland dermed ikke formået at forhøje ejernes afkast ligeså meget, det er dog positivt hvis den kan fastholde den samme positive trend som de har været inde i.

I 2014 er der en negativ udvikling fra 5,07 % til 4,35 %, sammenlignet med peer group, er der dog en meget sammenlignelig udvikling set på grafen, som antyder at der har været et generelt dyk i sektoren. Året efter fra 2014 til 2015, er der en meget kraftig positiv udvikling for både Sparekassen Kronjylland og peer group. Det ses ved Sparekassen Kronjylland at nettoreultatet forbedres væsentligt i denne periode, og dermed er drivkraften bag udviklingen, da egenkapital stiger.

Figur 13: ROE - Return on Equity



Kilde: Egen tilvirkning ud fra pengeinstitutternes årsrapporter

Det der har drevet den positive udvikling i Sparekassen Kronjylland's egenkapitals forrentning er deres forbedring af nettoresultatet, det er i perioden mere end fordoblet, i afsnittet omkring indtjeningen vil det blive nærmere belyst, hvad der har været årsagen til det stigende resultat. De har i perioden fastholdt deres udbytte/rente til garanterne på et konstant niveau,

hvilket vil sige at størstedelen af årenes resultater, er blevet overført til egenkapitalen. Stigningen i egenkapitalen har derfor i høj grad lagt en dæmper på udviklingen i egenkapitalsforrentningen. Som nævnt i afsnit 4.1.5 omkring Sparekassens solvens har de i 2016 en overdækning 4,6 % over deres egen interne målsætning, de vil derfor alt andet lige kunne skære deres egenkapital væsentligt til og dermed forbedre deres ROE betydeligt.

Sparekassen har som nævnt en samlet risikoeksponering på 17.548.671 t.kr. det vil sige at hvis man tager blot 1 % af overdækningen i solvensen fra egenkapitalen, hvilket svarer til ca. 175.000.000 kr. vil det i 2016 udmønte sig i en forbedring af ROE på ca. 0,41 procentpoint. Der er derfor i høj grad mulighed for at kunne forbedre ROE ved at indskrænke egenkapitalen.

På niveauet for ROE, ligger Sparekassen Kronjylland væsentligt under peer group i hele perioden, i 2016 ligger den på et niveau på 4,53 procentpoint under peer group. De har altså formået at forrente den investerede kapital væsentligt bedre end Sparekassen Kronjylland i perioden. Nettoresultatet har som nævnt vist fremskridt i perioden, det må derfor vurderes at der specielt på egenkapitalen kan foretages ændringer, da de fuldt ud lever op til kravene på solvensen, samt også overgår deres egne målsætninger omkring overdækning. Egenkapitalen skal selvfølgelig holdes på et niveau, så de ikke ligger lige på grænsen for de gældende krav, men har en buffer dertil.

### 5.2.2 ROA – Return On Assets

ROA der også går under betegnelsen afkastningsgraden viser virksomhedens evne til at forrente den samlede kapital. Det giver dermed en indikation af hvor god virksomheden er til at tjene penge både på egenkapitalen og fremmedkapitalen, dette er et meget interessant nøgletal at analysere på et pengeinstitut, da de traditionelt er meget gearede, og dermed vil have en stor andel af fremmedkapital i den samlede balance.

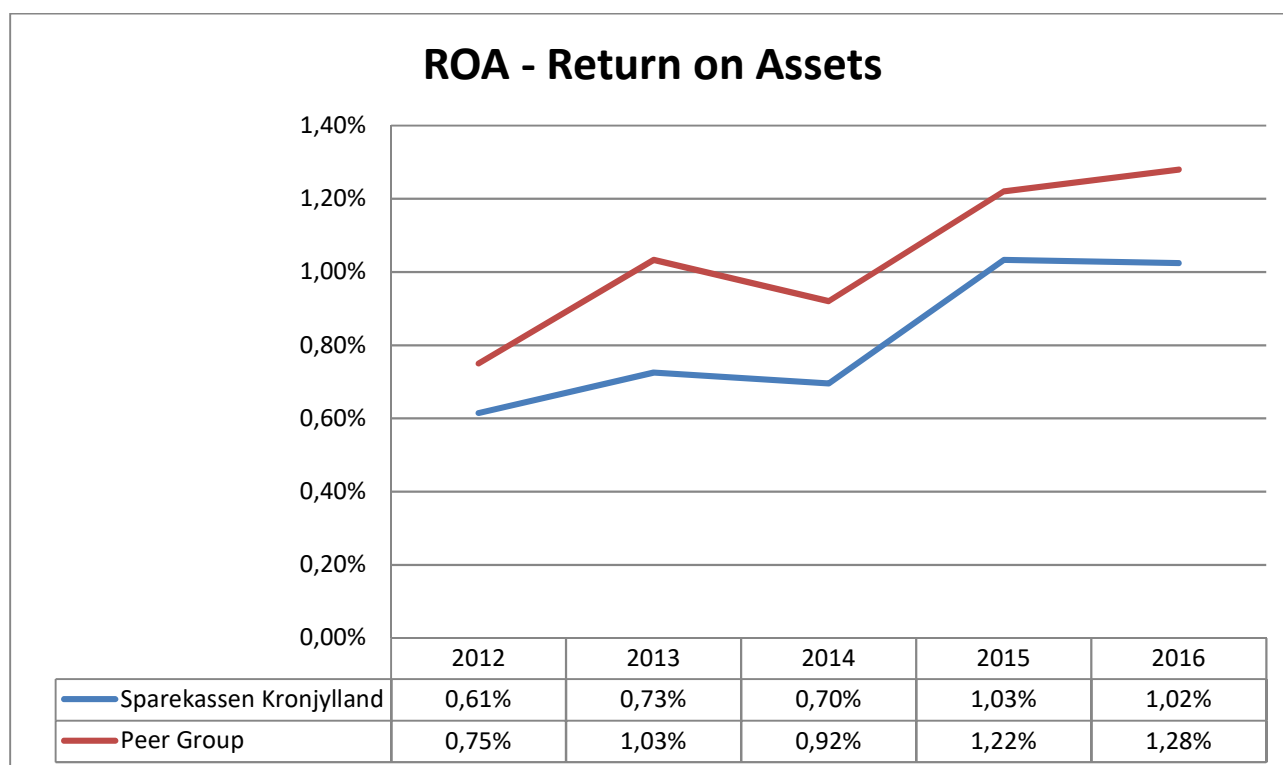
Nøgletallet kan også være med til at tegne et billede af, hvor vidt Sparekassen er i stand til at generere indtjening der ikke nødvendigvis er afledt direkte af balancen, det kan for eksempel være en forbedret rentemarginal, selvom udlånet forbliver på det samme niveau. Det kan også være en forhøjelse af gebyrindtægter ved diverse serviceydelser, og administrationsgebyrer/provision for placering af kundernes frie- eller pensionsmidler.

Skal man forbedre afkastningsgraden er der dermed to fremgangsmåder, enten skal man forbedre nettoresultatet mere end hvad de samlede aktiver forøges med, eller også skal man slanke den samlede balance.

ROA udregnes ved følgende metode:

$$\text{ROA} = \text{Årets resultat efter skat} / \text{samlede aktiver} \times 100 \text{ (Gup, 2005a)}$$

Figur 14: ROA - Return on Assets



Kilde: Egen tilvirkning ud fra pengeinstitutternes årsrapporter

Sparekassen Kronjylland's udvikling i afkastningsgraden, har over den samlede periode en positiv trend. Den stiger fra et niveau på 0,61 % til 1,02 % i 2016, hvilket svarer til en stigning på ca. 67 % over perioden, hvilket må siges at være en meget positiv udvikling. Det vil sige at forholdet mellem de samlede aktiver og nettoresultatet er forbedret væsentligt.

I perioden fra 2013 til 2014 er der en lille negativ udvikling i afkastningsgraden, en af årsagerne dertil skal findes i det faldende nettoresultat, der falder forholdsmæssigt mere end de samlede aktiver, som også er nedadgående i perioden. Ses der nærmere ind i regnskabet, ses det blandt andet at renteindtægterne er faldende, samt at kursreguleringerne er væsentligt nedadgående, i balancen er værdien af deres obligationer også faldet væsentligt sammenlignet

med 2013, der kan dermed være en sammenhængende årsag hertil. Peer group har også her en negativ udvikling i perioden, hvorfor det kan have været noget generelt i markedet, der har været årsagen til den nedadgående udvikling i dette år. Sparekassen Kronjylland har en mindre negativ udvikling end for peer group, som falder med -0,11 procentpoint i dette år, hvorimod Sparekassen kun falder med -0,03 procentpoint, svarende til en udvikling på henholdsvis -10,7 % for peer group og blot -4,1 % for Sparekassen Kronjylland.

Alt i alt udvikler ROA sig positivt over perioden, som primært skyldes at nettoresultatet er forbedret væsentligt, dog ligger de på et ringere niveau sammenlignet med peer group.

### 5.2.3 ICGR – Internal Capital Generation Rate

ICGR fortæller noget om virksomhedens evne til at genere egenkapital. Dette nøgletal er i høj grad væsentligt for pengeinstitutter, da de med de tiltagende stramninger i kapitalkravene er meget afhængige af deres kapitalisering. Evnen til at kunne fremskaffe kapital er også væsentlig hvis virksomheden fortsat vil vækste, det vil som udgangspunkt for et pengeinstitut betyde at øge udlånsporteføljen, og dermed alt andet lige også de risikovægtede poster. I sidste ende betyder det øgede krav til hvor meget kapital de skal ligge til side, for at opretholde kravene til solvensen. Forventer man som pengeinstitut at generere vækst i sine udlån, men ikke er i stand til at generere den kapital det kræver, skal man enten have opsparet en buffer på solvensen, eller hente den nødvendige kapital ude i markedet.

Siden finanskrisen er det ikke nødvendigvis blevet nemmere at hente kapital ude i markedet, så det er en klar fordel, hvis man er i stand til at generere den nødvendige kapital selv, det kan også være en selvforstærkende effekt. Et pengeinstitut der er velkapitaliseret og selv kan generere den nødvendige kapital, vil alt andet lige også have nemmere ved at hente kapital ude i markedet, til en fornuftig pris. Specielt for Sparekassen Kronjylland er dette nøgletal vigtigt, da de over de senere år, samt fremadrettet, har planer om fortsat at åbne yderligere filialer i nye markedsområder, det er selvfølgelig med den bagtanke at det skal generere nye forretninger, bl.a. i form af øgede udlån. Når man starter op i et nyt område vil det alt andet lige medføre en del startomkostninger, hvorfor man som udgangspunkt ikke vil forvente at de bidrager positivt til bundlinjen allerede fra dag 1. Det er derfor væsentligt at den eksisterende forretning kan generere kapital både til de nødvendige investeringer, samt til at modstå det øgede kapitalbehov.

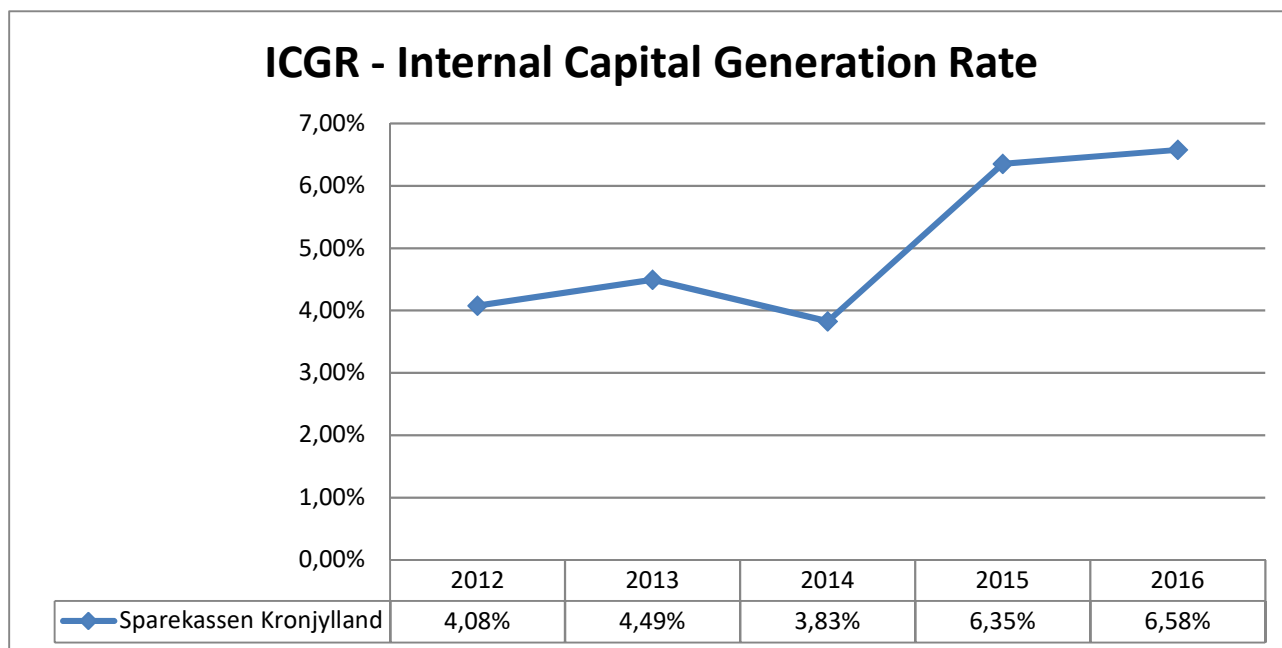
ICGR udregnes ved følgende metode. (Gup, 2015b):



$$\text{Internal capital generation rate (ICGR)} = \frac{1}{\text{Capital ratio}} \times \text{Return on assets} \times \text{Earnings retention ratio} \quad (12.5)$$

ICGR skal som udgangspunkt gerne være så høj som mulig, da det alt andet lige giver dem mulighed for at vækste i samme grad uden at det vil påvirke solvensen i en nedadgående retning. Hvis ICGR viser et negativt fortegn, vil det betyde at der vil være behov for at slanke balancen for at kunne opretholde en tilsvarende solvens.

Figur 15: ICGR - Internal Capital Generation Rate



Kilde: Egen tilvirkning ud fra Sparekassens årsrapporter

Sparekassen Kronjylland's evne til at generere kapital internt, har lagt på et positivt niveau i hele perioden. De har dermed løbende formået at øge deres egenkapital over årrækken. De holder en nogenlunde jævn udvikling i årene fra 2012 til og med 2014. Herefter er der en relativ kraftig udvikling i 2015, og en fortsat positiv udvikling i 2016. Det skyldes blandt andet at deres udbytte holder mere eller mindre samme niveau gennem hele perioden, mens de for alvor formår at øge deres nettoresultat i 2015, set i forhold til de foregående år.

Over den samlede periode stiger egenkapitalen med ca. 38 % det vil altså sige at de har kunnet øge deres balance med tilsvarende 38 % og stadig opretholde et tilsvarende forhold af egenkapital i forhold til balancen, også kaldet deres capital ratio (Gup, 2005b). Balancen er i

perioden forøget med ca. 25 %. Sparekassen har altså formået at forøge deres capital ratio i perioden.

Hvis de kan fortsætte samme niveau, hvor deres ICGR forøges mere end deres balance, vil der alt andet lige uden problem være plads til en fortsat vækst, der må endda antages at være plads til at skrue yderligere på vækstknappen, uden at det vil påvirke deres kapitalisering negativt, det kan konkluderes at de i perioden ville have kunnet forøge deres balance med yderligere ca. 13 % og stadig opretholde den samme capital ratio. Det er dog fornuftigt at de procentuelt forøger deres kapital mere end balancen i perioden, når man tager de stigende kapitalkrav i betragtning.

#### 5.2.4 WACC – Weighted Average Cost of Capital

Da pengeinstitutters kerneforretning som udgangspunkt er at udlåne penge, er det vigtigt også at se på hvad de betaler for den kapital, som de blandt andet skal bruge til at funde deres udlån med, samt er afgørende for at de kan leve op til de kapitalkrav der er for overhovedet at kunne drive forretningen.

Ved WACC fås der et billede af hvad de i vægtet gennemsnit betaler for kapitalen i virksomheden. Den udregnes ved følgende formel:

$$WACC = kd(1 - T)L + ke(1 - L) \text{ (Gup, 2005c)}$$

WACC består af to led.  $Kd$  i det første led er pengeinstituttets gennemsnitlige låneomkostninger, det er den rentekomkostning de betaler for at låne deres kapital.  $T$  er selskabsskatten, og  $L$  er den samlede fremmedkapital, med undtagelse af egenkapital.

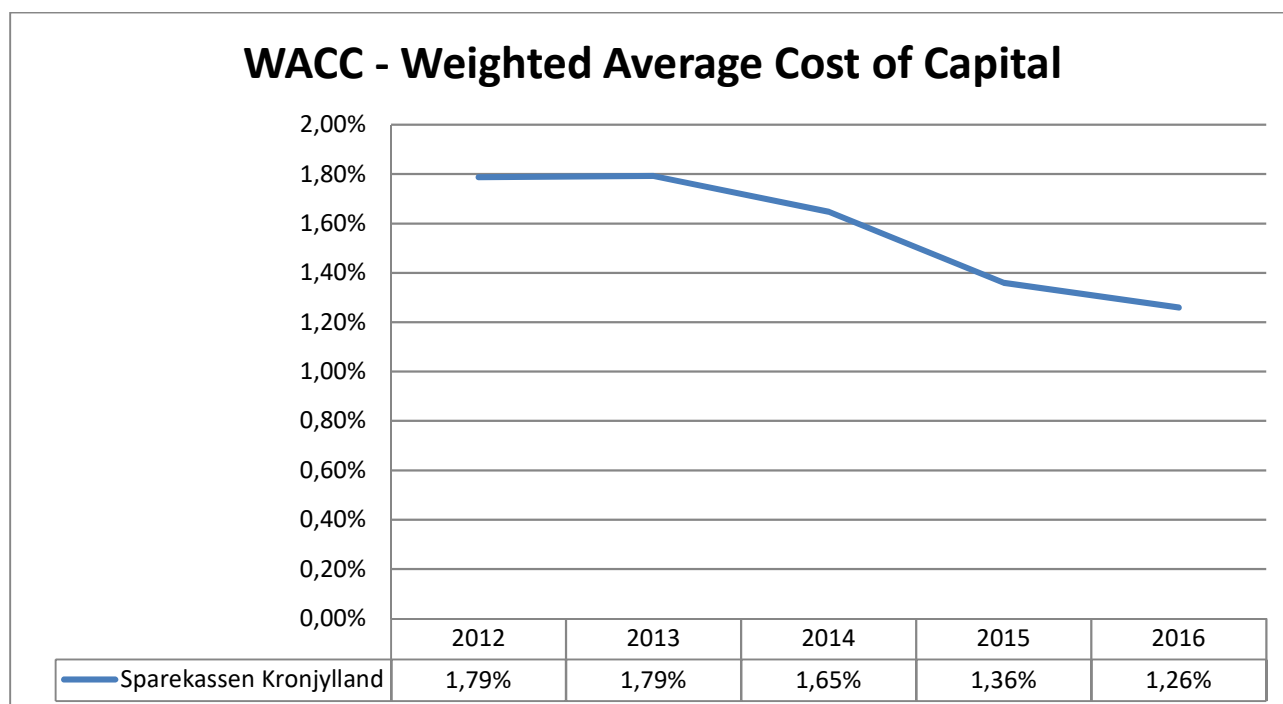
Led nr. 2 er omkostninger til egenkapitalen der udtrykt ved  $ke$ , som udregnes på baggrund af CAPM, der findes ved formlen:

$$ke = rf + \beta(km - rf)$$

Ovenstående vil blive uddybet nærmere i afsnit 6.3.1. Her vil grundlaget for de valgte parametre i formlen blive uddybet. Den eneste forskel i parametrene i dette afsnit ligger i den risikofrie rente hvor der til udregning af WACC er taget udgangspunkt i den risikofrie rente for den 10-årige danske statsobligation pr. d. 7.4.2017 på 0,52 %. Der er regnet med en betaværdi på 0,86 der er udregnet på baggrund af peer group, da der er tale om forholdsvis illikvide selskaber, hvor Sparekassen alt andet lige også vil falde ind under ved en eventuel børsnotering, er der lavet et tillæg til  $ke$  på 0,5 % - se ligeledes afsnit 6.3.1.

Udviklingen i WACC for Sparekassen Kronjylland, gennemgår i perioden en positiv trend. Fra 2012 til 2013 er udviklingen konstant, hvorefter der er en positiv udvikling da WACC har bevæget sig fra et niveau på 1,79 % ned til et niveau på 1,26 %. Den primære årsag til at WACC udvikler sig positivt er de faldende renteudgifter i perioden. Det faldende renteniveau har dermed naturligt nok medført en billigere kapital for Sparekassen. Det er altså primært prisen på fremmedkapitalen der har medvirket positivt i dette nøgletal.

Figur 16: WACC - Weighted Average Cost of Capital



Kilde: Egen tilvirkning ud fra Sparekassens årsrapporter

## 5.3 Indtjening

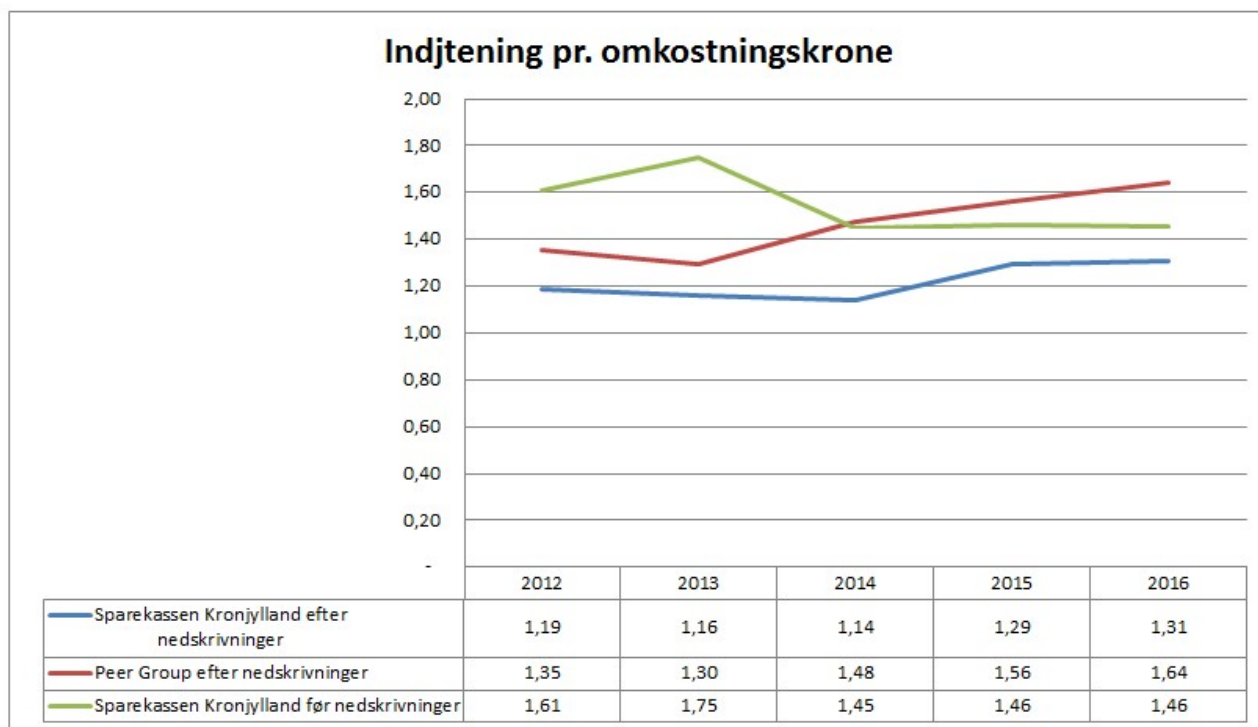
Ses der på selve indtjeningen i Sparekassen kan det ses, hvilke faktorer der ligger til grund for udviklingen i resultatet i perioden fra 2012-2016

### 5.3.1 Indtjening pr. omkostningskrone

Nøgletallet indtjening pr. omkostningskrone giver en indikation af hvor god Sparekassen er til at udnytte de ressourcer de har, som blandt andet personale, til at skabe indtjening i virksomheden. Udregningen er foretaget både før og efter nedskrivninger for se hvilken indvirkning denne post har på den samlede indtjening.

Nøgletallet udregnes ved at tage alle indtægter inklusiv kursreguleringer i procent af omkostninger, inklusiv nedskrivninger i beregningen ”efter nedskrivninger”, og eksklusiv nedskrivninger i beregningen ”før nedskrivninger”. (Finanstilsynet, 2011)

Figur 17: Indtjening pr. omkostningskrone



Kilde: Egen tilvirkning ud fra pengeinstitutternes årsrapporter

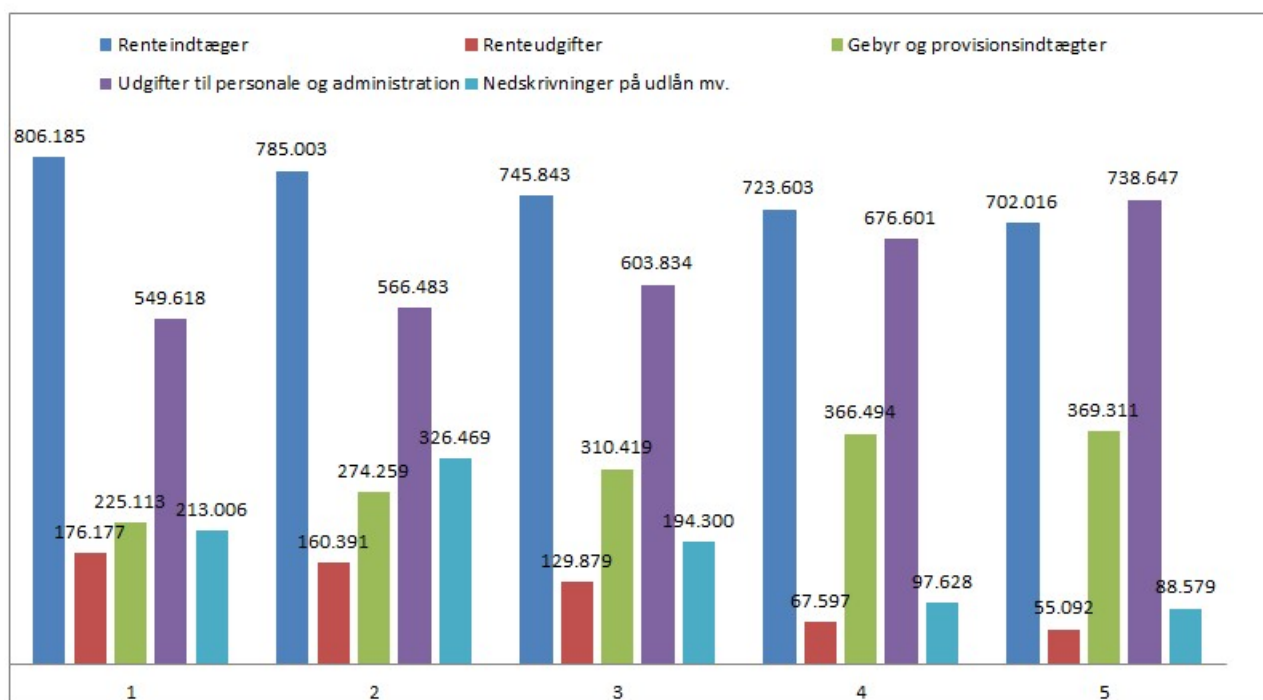
I udviklingen efter nedskrivninger, har Sparekassen en samlet positiv tendens over den samlede periode, hvor de forbedrer deres indtjening pr. omkostningskrone fra 1,19 til 1,31 kr. Ses der isoleret på perioden fra 2012 til 2014, er udviklingen dog svagt negativ. Som det ses i figur 18 skyldes det primært en stor vækst i nedskrivningerne, som stiger markant fra 2012 til 2013, på nøgletallet før nedskrivninger, ses der derimod en positiv udvikling i dette år, hvor gebyr og provisionsindtægterne stiger pænt, samtidig med at renteudgiften falder og personaleomkostningerne holdes nogenlunde på niveau. Ser man dybere ind i regnskabet ses det også at både kursreguleringerne og andre driftsindtægter stiger væsentligt i denne periode. Fra 2013 til 2014, er det i stedet indtjeningen som er skyld i at den nedadgående trend fortsætter, da nedskrivningerne falder væsentligt i denne periode. Det skyldes blandt andet de faldende renteindtægter, samtidig med at personaleomkostningerne stiger.

I de resterende år af perioden er det primært de fortsat faldende nedskrivninger der medfører stigningen i indtjeningen pr. omkostningskrone efter nedskrivninger. Selv de stigende gebyr-

og provisionsindtægter og faldende renteudgifter, kan ikke opretholde den negative udvikling i renteindtægterne og administrations og personale omkostningerne. Der er umiddelbart en bekymrende kraftig vækst på omkostningssiden uden at indtjeningen formår at følge med, det er tilmed svært at se at nedskrivningerne og renteudgifterne kan falde yderligere fra et i forvejen lavt niveau.

Sammenlignes niveauet med peer group, ligger Sparekassen i hele perioden på et niveau under, de formår dermed ikke i ligeså høj grad at øge deres indtjening på baggrund af de stigende omkostninger. Den primære årsag til at Sparekassen rent faktisk formår at forøge deres årsresultat i 2016 er at deres kursreguleringer stiger med ca. 67 millioner kroner i forhold til 2015, deres primære forretning har dermed været i en nedadgående trend, som det også ses i udviklingen af de primære poster i resultatopgørelsen, jf. figur 18.

Figur 18: Sparekassens Kronjylland's primære poster i resultatopgørelsen



Kilde: Egen tilvirkning ud fra Sparekassen Kronjylland's årsrapporter

### 5.3.2 Rentemarginal

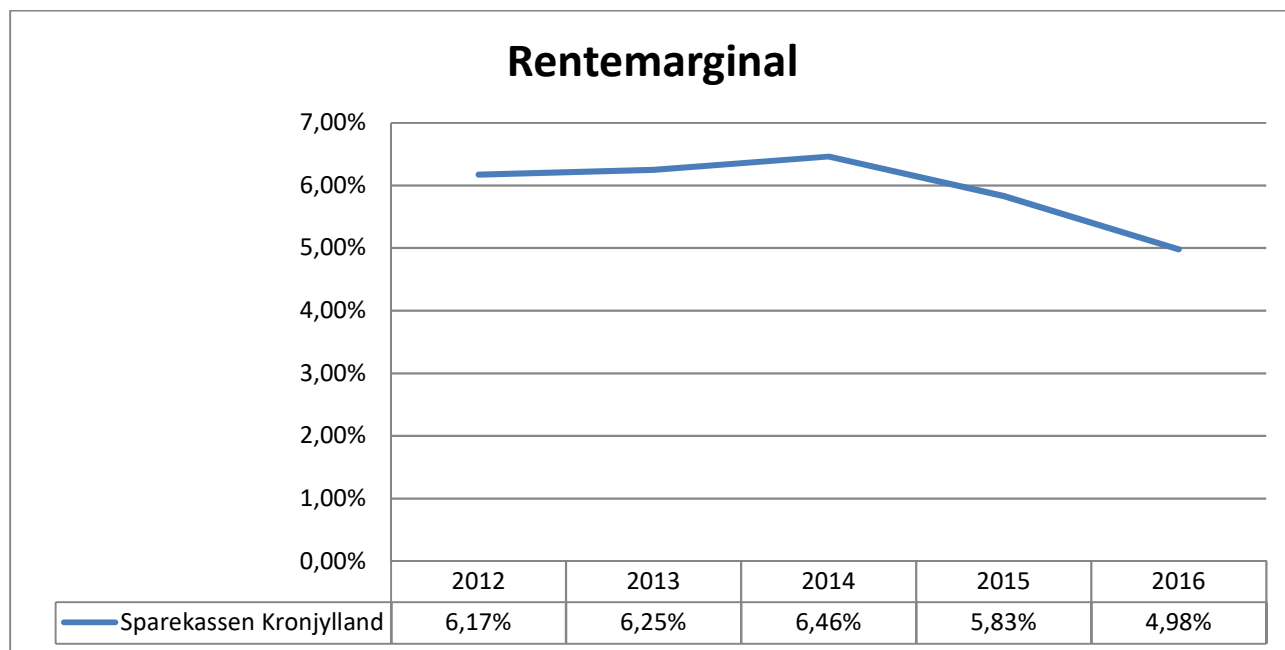
Rentemarginalen er et meget vigtigt nøgletal for pengeinstitutter da det er deres primære indtægtskilde der oprinder herfra. Det gælder om for pengeinstitutterne at have så høj en renteindtægt som muligt på de penge som de låner ud og så lav en renteudgift som muligt på de midler de bruger til at funde deres udlån med. Jo bedre et pengeinstitut er til det, jo højere en

rentemarginal vil de kunne præstere. De senere år har der generelt i markedet været et pres på pengeinstitutternes rentemarginaler, på grund af den faldende rente i markedet, samt den øgede konkurrencesituation.

Rentemarginalen er her udregnet efter følgende formel:

$$(\text{Renteindtægter} - \text{Renteudgifter}) / \text{Udlån og tilgodehavender}$$

Figur 19: Sparekassen Kronjylland's rentemarginal



Kilde: Egen tilvirkning ud fra Sparekassen Kronjylland's årsrapporter

Sparekassen Kronjylland's rentemarginal har i årene fra 2012 til 2014 udviklet sig i positiv retning. Da den går fra et niveau på 6,17 % i 2012 til 6,46 % i 2014, svarende til en stigning på ca. 5 %. Den primære årsag til at Sparekassen Kronjylland har formået at forbedre deres rentemarginal i denne periode, er dog ikke fordi at de har formået at låne flere penge ud til en højere marginal. I denne periode ses det at renteindtægterne falder med ca. 7,5 %. Samtidig med at udlånet falder med 3,5 %. Den primære årsag til forbedringen skal dermed findes i renteudgifterne, de er faldet med 38 % fra 2012 til 2014, og er dermed skyld i at Sparekassen har kunnet holde niveauet for rentemarginalen i denne årrække samt have en lille positiv udvikling.

I de resterende 2 år af perioden ser vi en markant nedadgående trend i rentemarginalen, som falder ned til et niveau på 4,98 % i 2016. Med udgangspunkt i 2014 svarer det til et fald på ca. 23 %. Renteudgifterne fortsætter med at falde i perioden og bidrager dermed positivt til ud-

viklingen, Sparekassen formår dog i denne periode modsat de tidligere år, at skabe en kraftig vækst i deres udlån som stiger med henholdsvis ca. 14 % i 2015 og 15 % i 2016. Det er en positiv udvikling, de formår dog ikke at overføre væksten i udlånet til en positiv udvikling i deres renteindtægter. Renteindtægterne falder i denne periode med ca. 3 % i både 2015 og 2016.

Det er i perioden 2015 og 2016 at de for alvor føre deres nye strategi, omkring åbning af filialer i nye markedsområder, som formodentlig har været med til at tilføre den markante vækst i udlånet. Det virker dog til at de udlån de har formået at få ind i butikken har været til en væsentligt lavere marginal for at tiltrække de nye kunder, hvilket tydeligt kommer til udtryk i den faldende rentemarginal.

De sidste år har generelt også været præget af en stigende konkurrence og en faldende rente som har været med til at ligge yderligere pres på marginalen. Det ses også af tallene for peer group, hvor der generelt har været en faldende tendens fra 2015 til 2016. Sparekassen ligger på et fornuftigt niveau sammenlignet med peer group, de har dog en væsentlig kraftigere nedadgående trend, hvilket kan være bekymrende hvis den fortsætter.

Figur 20: Rentemarginal for peer group

Pengeinstitut	Rentemarginal	
	2015	2016
Spar Nord Bank A/S	4,67%	4,04%
Ringkjøbing Landbobank A/S	3,73%	3,89%
Lån og Spar Bank A/S	3,86%	3,95%
Jutlander Bank A/S	6,34%	5,59%
Sparekassen Sjælland A/S	6,17%	5,26%
Middelværdi	4,95%	4,55%

Kilde: Egen tilvirkning ud fra pengeinstitutternes årsrapporter

#### 5.4 Delkonklusion regnskabsanalyse

I rentabiliteten udvikler Sparekassen sig generelt positivt set over den belyste periode, med både stigende ROE, ROA og ICGR, samt en WACC der bevæger sig mod et lavere niveau. På de punkter hvor der sammenlignes med peer group ligger Sparekassen dog på et lavere niveau.

På analysen af indtjeningen i Sparekassen ses det at specielt gebyr og provisionsudgifterne har udviklet sig meget positivt over perioden, dog ikke det seneste, hvor den ligger på nogenlunde samme niveau som i 2015. Det må dermed konkluderes at der er en relativt bekymrende

udvikling, med kraftigt stigende udgifter til personale og administration, samt faldende renteindtægter. nedskrivninger og renteudgifter ligger nu på et meget lavt niveau, og kan ikke længere forventes at bære den positive udvikling når der ses fremad.

Det er specielt den faldende rentemarginal som er en stor udfordring for Sparekassen, der selvom de formår at øge deres udlån, ikke får indtægterne til at følge med. Årsagen til det stigende udlån skal alt andet lige primært findes i de nyåbnede filialer, det lader dog ikke til at de formår at øge udlånene til en tilstrækkelig høj marginal, samtidig med at det personale der skal til, har en negativ indvirkning på de samlede omkostninger.

## 6. Værdiansættelse

På baggrund af den strategiske analyse og regnskabsanalysen vil vi i dette afsnit lave en værdiansættelse af Sparekassen Kronjylland ud fra udvalgte værdiansættelsesmetoder. I forbindelse med værdiansættelsen vil der blive udarbejdet en budgettering af Sparekassen Kronjylland's fremtidige resultatopgørelse. På baggrund af denne resultatopgørelse vil der blive foretaget en værdiansættelse af Sparekassen. Derudover vil der også blive benyttet nøgletal fra peer group til at værdiansætte Sparekassen.

### 6.1 Budgettering

I budgetteringen af Sparekassen Kronjylland er der benyttet en 5-årig budgetperiode. Der er fastlagt en periode over 5 år, idet det vurderes at der her er gode forudsætninger for at lave et retvisende billede af Sparekassens fremtidige udvikling og vækst. Special med henblik på de strategiske beslutninger som er foretaget af Sparekassen, så vurderes det at disse har størst indflydelse i de kommende år. Der er fravalgt at budgettere længere frem i tiden, da der her vil være større usikkerhed omkring de fremtidige forventninger til Sparekassen for såvel markedsøkonomien, hvorfor det antages, at den forventede langsigtede vækst vil give et mere retvisende billede efter de første 5 år.

#### 6.1.1 Udlån

En af de vigtigste poster i Sparekassens regnskab er deres udlån, det har helt afgørende betydning for deres samlede indtægter, og udgør uden tvivl den største post på indtjeningsiden. Budgetteringen af denne post er derfor meget vigtig for det samlede billede.

Sparekassen har over de seneste år oplevet en stor vækst i deres udlån, over den 5-årige periode der er belyst i regnskabsanalysen er de vækstet med ca. 27 %. Væksten er dog svagt nega-



tiv fra 2012 til 2014, hvor den går fra et niveau på ca. 10,2 mia. kr. til 9,9 mia. kr. Det er dermed specielt i årene 2015 og 2016 hvor væksten i udlånsporteføljen har fundet sted.

Som nævnt i den strategiske analyse, har Sparekassen de seneste år åbnet flere nye filialer i nye markedsområder, bl.a. i hovedstadsområdet, og generelt i områder som man forventer større vækst i end resten af landet. De har samtidig gået til det med en strategi om, at erhverve personale til de nye afdelinger som har kunnet skabe et grundlag for filialen (Plesner, 2015), og som man også må forvente vil have mulighed for at tiltrække nye kunder, fra deres hidtidige stillinger. Det vurderes at have været den primære årsag til at kunne skabe den store vækst i udlånsporteføljen, som har været tilfældet i 2015 og 2016. De har i disse år vækstet med henholdsvis ca. 14 % og 15 %.

Figur 21: Bankudlån

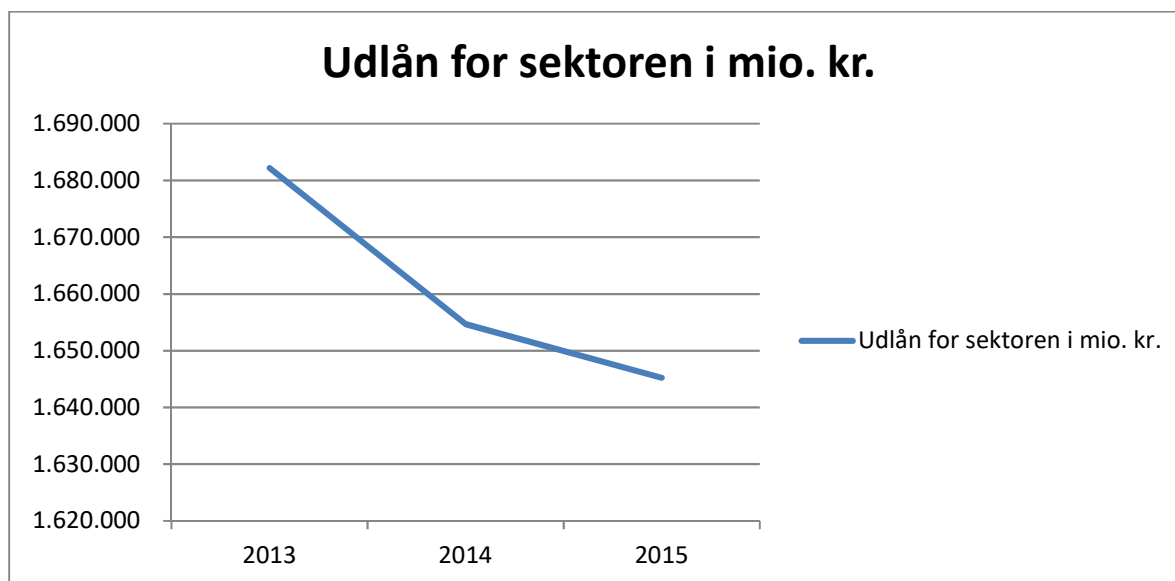
(Beløb i tkr.) / %	2017	2018	2019	2020	2021
Budgetteret vækst	15,0%	10,0%	5,0%	5,0%	2,0%
Bankudlån	14.937.739	16.431.513	17.253.088	18.115.743	18.478.057

Kilde: Egen tilvirkning

Sparekassen melder ud at de vil fortsætte med at åbne nye filialer og har som nævnt inden for den seneste periode åbnet nye filialer i bl.a. Køge og Esbjerg. Der budgetteres derfor med at de i 2017 vil kunne opretholde en tilsvarende vækst, som i 2016 på ca. 15 %, herefter vil de nye filialer forventeligt ikke have en ligeså stor effekt på udviklingen i den samlede udlånsportefølje, samtidig med at den generelle vækst i sektoren ikke forventes at være på et højt niveau. Det vurderes derfor at væksten stadig vil være på et højt niveau i 2018, dog aftagende med et fald i udlånsvæksten fra 15 % til 10 %.

En anden årsag til at det antages at de kan opretholde den relativt kraftige vækst i deres udlånsportefølje, er at der ses en stigende tendens til at pengeinstitutter i forbindelse med boligfinansiering i højere grad tilbyder banklån/prioritetslån udover de sidste 20 % af boligfinansieringen. Som et supplement eller alternativ til realkreditfinansiering.

Figur 22: Udlån for sektoren



Kilde: Egen tilvirkning - ud fra Finanstilsynets data

Årene efter i 2019 og 2020 vurderes det stadig at Sparekassen vil opleve en relativt høj vækst i udlånet sammenlignet med forventningen til den samlede sektor, på grund af den stadige effekt af flere nye afdelinger, samt at de allerede åbnede, vil etablere sig på de nye markeder og forventeligt tage markedsandele, hvorfor derfor budgetteres med en vækst på 5 % i disse år.

Efter en årrække forventes det ikke at Sparekassen vil fortsætte med at åbne nye filialer, da de som nævnt koncentrerer sig omkring de primære vækstområder i landet, som de forventeligt vil have etableret sig i til den tid. Derfor vil opleve en udvikling i udlånet, som er mere på niveau med vores langsigtede vækstforventning på 2 %, som vil blive uddybet yderligere i afsnit 6.3.1.

### 6.1.2 Nettorenteindtægter

Nettorenteindtægterne er ligeledes et essentielt parameter, da en udlånsportefølje ikke har stor værdi, hvis man ikke formår at genere indtjening på den. Der har de seneste år været et tiltagende pres på rentemarginalen i sektoren. Hvilket skyldes det lave rentemiljø, som er opstået i kølvandet på finanskrisen, og de tiltag som b.la. den Europæiske Centralbank og den Danske Nationalbank har foretaget i forsøget på at genskabe vækst.

Den øgede konkurrence har ligeledes påvirket rentemarginalen i nedadgående retning, en konkurrence som er skærpet til på grund af pengeinstitutternes store indlånsoverskud.

Sparekassen Kronjylland's rentemarginal har som resten af sektoren været i en negativ udvikling i de seneste år. I budgetteringen for 2017 forventes det at den negative udvikling vil fortsætte. Årsagen til denne udvikling ser vi to primære årsager til.

Den ene årsag er Sparekassens strategi i forhold til etablering af filialer i nye markedsområder. Som nævnt i afsnit 6.1.1, forventer vi at Sparekassen vil fortsætte den store vækst i deres udlån, fortrinsvist på baggrund af nyudlån til de nye kunder de tiltrækker. For at tiltrække nye kunder vil en af de primære tiltrækningsevner være at man kan tilbyde dem en bedre pris end deres nuværende pengeinstitut.

I årene fra 2012 til 2014 har Sparekassen en nogenlunde konstant rentemarginal, hvorefter den er relativt kraftigt faldende i 2015 og 2016, det er i disse år at Sparekassen tilmed oplever den store vækst i deres udlån. Det tegner derfor et tydeligt billede af at det netop er på prisparameteren at Sparekassen tiltrækker deres nyudlån. Derfor forventes det at den vækst der budgetteres med i den fremtidige udlånsportefølje vil være på bekostning af en fortsat faldende rentemarginal.

Den anden årsag er den stigende konkurrence, som forventes at fortsætte fremadrettet. Det ses blandt andet i form af nye deltagere på markederne, som nævnt i den strategiske analyse er der specielt på markedet for forbrugslån samt bilfinansiering et utal af nye deltagere, som tager markedsandele fra pengeinstitutterne, og presser priserne ned.

Den lave markedsrente sammenholdt med det store indlånsoverskud er ligeledes med til at give pengeinstitutterne et større incitament til at låne penge ud til en billigere marginal, da alternativet er at placere dem i Nationalbanken til en i øjeblikket negativ rente på -0,65 % (Nationalbanken, 2017b).

Figur 23: Nettorenteindtægter

(Beløb i tkr.) / %	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Renteindtægter</b>	<b>727.290</b>	<b>712.353</b>	<b>745.216</b>	<b>794.289</b>	<b>827.292</b>
<b>Vækst renteudgifter</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>10%</b>	<b>15%</b>
<b>Renteudgifter</b>	<b>-55.092</b>	<b>-55.092</b>	<b>-55.092</b>	<b>-60.601</b>	<b>-69.691</b>
<b>Estimeret rentemarginal</b>	<b>4,5%</b>	<b>4,0%</b>	<b>4,0%</b>	<b>4,05%</b>	<b>4,1%</b>
<b>Nettorenteindtægter</b>	<b>672.198,24</b>	<b>657.260,50</b>	<b>690.123,53</b>	<b>733.687,58</b>	<b>757.600,36</b>

Kilde: Egen tilvirkning

Finanskrisen medvirkede i høj grad også til et knæk i forhold til tilliden til den finansielle sektor, herunder specielt bankrådgiverne. I en analyse fra 2016, ligger bankrådgiverne blandt

de 5 lavest scorende faggrupper, sammen med bl.a. politikere og bilforhandlere (Radius, 2016). Det har sammen med tiltag som prissammenligningssites som Mybanker, og en stigende teknologisk udvikling, gjort at kunderne i langt højere grad indhenter tilbud fra flere steder, og dermed skaber en øget konkurrence og pres på bl.a. udlånmarginalerne.

Der budgetteres derfor med en rentemarginal der falder fra et niveau på 4,98 % i 2016 til et niveau på 4,5 %. Det vurderes ligeledes at rentemarginalen af samme årsager vil falde med yderligere 0,5 procentpoint til et niveau på 4 % i 2018.

I årene efter forventes det at Sparekassen kan holde deres rentemarginal på et mere konstant niveau, da de her i højere grad har etableret sig i de nye markedsområder, og kan fastholde en mere konstant rentemarginal i 2019.

Fra 2020 budgetteres der med forventning om at den generelle rente i markedet så småt skal begynde at stige, med afsæt i positive vækstforventninger i Danmark såvel som i Europa. Det vil alt andet lige have en positiv effekt på rentemarginalen.

Renteudgifterne har haft en kraftigt faldende tendens i den belyste regnskabsperiode. Det vurderes dog at renten har nået et bundniveau som tilsiger at Sparekassens renteudgifter vil holde sig på et forholdsvis konstant niveau indtil 2020, hvor forventningen til udviklingen i markedsrenten, alt andet lige også vil medføre en stigende udgift på denne post. Da renteudgifterne kommer fra et lavt niveau budgetteres der med en procentuelt høj stigning som konsekvens af den forventede stigende markedsrente.

Set over den samlede budgetteringsperiode for nettorenteindtægterne vil Sparekassen opnå en samlet stigning i deres nettorenteindtægter på ca. 17 % sammenlignet med 2016.

### 6.1.3 Udbytte af aktier mv.

Udbytte fra aktierne i Sparekassens egenbeholdning er svær at foretage en budgettering af, idet der ikke foreligger en indsigt i den specifikke beholdning, som ligeledes kan ændres løbende. Derfor budgetteres med en fastholdelse af niveauet for 2016.

Figur 24: Udbytte af aktier mv.

(Beløb i tkr.) / %	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Budgetteret vækst</b>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Udbytte af aktier mv.</b>	13.314	13.314	13.314	13.314	13.314

Kilde: Egen tilvirkning

#### 6.1.4 Kursreguleringer

Kursreguleringer er ligesom udbytte vanskelig at forudsige udviklingen i, fordi den er afhængig af pengeinstituttets politik om investering af egenbeholdning samt udvikling i markedsøkonomien. Den vil derfor kunne være svingende, som det også ses over den seneste 5-årige periode for Sparekassen. Derfor er der beregnet et gennemsnit af de seneste 5 års kursreguleringer som er lagt til grund for den fremtidige forventning til denne post.

Figur 25: Kursreguleringer

(Beløb i tkr.) / %	2017	2018	2019	2020	2021
Budgetteret vækst	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kursreguleringer	28.997	28.997	28.997	28.997	28.997

Kilde: Egen tilvirkning

#### 6.1.5 Gebyr- og provisionsindtægter

Gebyr og provisionsindtægter er en indtægtskilde der for pengeinstitutternes side de senere år har oplevet et større fokus, det skal ses i sammenhold med at renten i markedet generelt er faldet, og indtjeningen på pengeinstitutternes kerneforretning, at udlåne penge, har været under pres. Det tvinger pengeinstitutterne til at finde nye indtægtskilder.

Det store likviditetsoverskud der generelt er i sektoren, sammenholdt med Nationalbankens lave indskudsbevisrente gør også at pengeinstitutterne ikke længere kan eller vil tilbyde deres kunder en høj indlånsrente. Tidligere så man i stor stil forskellige typer af højrentekonti, hvor kunderne mod at binde deres penge i en årrække kunne få en fornuftig forrentning af deres kapital. Det giver i højere grad kunderne et incitament til at se på alternative løsninger i forhold til placering af deres indestående. Det giver tilmed pengeinstitutterne mulighed for at tjene penge på kurtage og administrationsgebyrer på investeringsløsninger. Pengeinstitutterne har i høj grad også et incitament til at få kunderne placeret i disse løsninger, først og fremmest fordi det generere en indtjening, men også fordi, at de skal betale for at have pengene stående i Nationalbanken på indskudsbeviser.

Den lave rente har også været med til at sætte gang i blandt andet boliglånene, hvor en stigende aktivitet på markedet har været med til at øge efterspørgslen, og dermed generere gebyrindtægter ved nye ejerskiftesager. Samtidig har den faldende rente, også gjort det attraktivt for mange kunder at omlægge deres lån, der var bl.a. en stor konverteringsbølge i 2015 (Politikken, 2015).

Disse effekter har gjort at gebyr og provisionsindtægter for Sparekassen har været kraftigt stigende over den belyste 5-årige regnskabsperiode. Med en stigning på ca. 64 % over perioden. Det seneste år er posten dog kun steget marginalt, det vurderes at det primært skyldes en faldende aktivitet på omlægningerne efter den store konverteringsbølge i 2015.

Det vurderes derfor at de fremadrettet vil kunne opretholde en fornuftigt vækst i deres gebyr- og provisionsindtægter, på grund af et stigende fokus på placering af indlåns og pensionsmidler i pasningsordninger. Samtidig vil tiltrækning af nye kunder i de nye markedsområder også medføre en række gebyrer. Dog vurderes det at gebyrindtægterne fra kunderne på de nye markedsområder ikke vil være af markant karakter, da det vil være et parameter ligesom renten vil blive presset i bund, for at tiltrække kunderne.

Figur 26: Gebyr- og provisionsindtægter

(Beløb i tkr.) / %	2017	2018	2019	2020	2021
Budgetteret vækst	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%	3,0%
Gebyr- og provisionsindtægter	387.777	407.165	427.524	440.349	453.560
Andel af gebyr- og provisionsindtægter	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Afgivne gebyrer og provisionsudgifter	-15.511	-16.287	-17.101	-17.614	-18.142

Kilde: Egen tilvirkning

Der budgetteres med en vækst i gebyr og provisionsindtægterne på 5 % de første 3 år af perioden. Herefter en smule lavere vækst på 3 %, som følge af en forventet mindre tilgang af nye kunder end i de første år, samt en forventning om rentestigning, der kan ligge en lille dæmper på efterspørgslen af nyudlån, og dermed nedgang i de gebyrer der medfølger.

I forhold til de afgivne gebyrer og provisionsudgifter, som er den del Sparekassen refunderer af gebyrer mv. Der er foretaget en udregning af den gennemsnitlige andel dette beløb har udgjort af gebyr- og provisionsindtægterne over den seneste 5-årige periode. Det har gennemsnitligt været en andel på 4 %. Derfor er der valgt at budgettere med at denne sammenhæng vil fortsætte.

#### 6.1.6 Andre driftsindtægter

Under posten andre driftsindtægter indgår bl.a. avance ved salg af grunde og bygninger, og kan derfor have en stor indflydelse på resultatopgørelsen, hvis man i et regnskabsår f.eks. har solgt domicil ejendomme. Derudover er det tilbageførte overtagne nedskrivninger, de samlede leasings ydelser fra operationelle leasingkontrakter og badwill ved virksomhedsovertagelser, som primært påvirker posten andre driftsindtægter.

Sparekassen Kronjylland's andre driftsindtægter falder fra 79.644 t.kr. i 2015 til 49.913 t.kr. i 2016. Det store fald skyldes, at Sparekassen rent regnskabsteknisk har valgt at flytte nedskrivningerne, som blev overtaget i forbindelse med købet af Sparekassen Østjylland i 2012 over på den almindelige nedskrivningskonto. Sparekassen vurderer at de pågældende engagementer fra Sparekassen Østjylland nu har været på bøgerne så længe, at det giver det mest retvisende billede at indregne dem på linje med Sparekassens øvrige engagementer.

Figur 27: Andre driftsindtægter

(Beløb i tkr.) / %	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Budgetteret vækst</b>	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
<b>Andre driftsindtægter</b>	47.851	48.808	28.784	29.360	29.947

Kilde: Egen tilvirkning

I 2016 var der tilbageførelse af nedskrivninger på 21 mio. kr. på engagementer fra Vorbasse-Hejnsvig Sparekasse, som blev fusioneret med Sparekassen Kronjylland i 2015. Der bliver derfor budgetteret med at Sparekassen Kronjylland's tilbageførte overtagne nedskrivninger på 21 mio. kr., fra sammenlægningen med Vorbasse-Hejnsvig Sparekasse, vil blive korrigeret væk fra posten andre driftsindtægter i 2019, svarende til 5 år efter overtagelse ligesom de gjorde det med Sparekassen Østjylland's engagementer.

I hele perioden budgetteres der med en generel vækst på 2 % om året, hvilket stemmer overens med vores langsigtede forventning til den generelle vækst.

### 6.1.7 Andre driftsudgifter

Andre driftsudgifter består primært af udgifter vedrørende indskydergarantiordningen. Derfor forventes det at udgiften vil ligge på niveau med 2016, dog er der budgetteret med en vækst svarende til den langsigtede vækstforventning.

Figur 28: Andre driftsudgifter

(Beløb i tkr.) / %	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Budgetteret vækst</b>	2%	2%	2%	2%	2%
<b>Andre driftsudgifter</b>	-2.056	-2.097	-2.139	-2.182	-2.225

Kilde: Egen tilvirkning

### 6.1.8 Udgifter til personale og administration

Sparekassens udgifter til personale og administration er steget med 9,17 % fra 2015 til 2016, hvilket primært skyldes de øgede personaleomkostninger på grund af rekruttering af medarbejdere til de nye filialer som man har åbnet. De nye medarbejdere som bliver ansat i de nye

filialer vil med høj sandsynlighed få en højere løn end de eksisterende medarbejdere til dels fordi man åbner i større byer, hvor lønniveauet typisk er højere og dels fordi medarbejdere typisk vil kunne forhandle sig til en lønstigning i forbindelse med et jobskifte.

Når Sparekassen åbner afdelinger i de større byer må man alt andet lige formode, at de bygninger man placere sig i, som f.eks. Industriens Hus i København har en høj husleje og er medvirkende til at øge udgifterne til administration. Dette afspejler sig også i Sparekassens eventualforpligtelser, hvor man kan se at huslejeforpligtelserne er steget med 32 % fra 2014 til 2016.

Figur 29: Udgifter til personale og administration

(Beløb i tkr.) / %	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Budgetteret vækst</b>	7,0%	5,0%	3,0%	2,0%	2,0%
<b>Udgifter til personale og administration</b>	-790.352	-829.870	-854.766	-871.861	-889.299

Kilde: Egen tilvirkning

Sparekassen har som tidligere nævnt en strategi om at åbne yderligere afdelinger i nærmeste fremtid, hvorfor der budgetteres med en forholdsvis stor stigning i personaleudgifterne og administration på 7 % i 2017 og 5 % i 2018. Derefter vurderes det at væksten vil aftage et niveau på 3 % i 2019, hvorefter stigningen forventelig vil være på et mere stabilt niveau på 2 % om året. Dette svarer godt overens med den nye overenskomst mellem Finansforbundet og Finanssektorens Arbejdsgiverforening, som indeholder en lønstigning på 5,85 procent fordelt over de næste 3 år. (Finansforbundet, 2017)

I administrationsudgifterne indgår også udgifter til IT-forbedringer, som ligeledes må forventes at være stigende, da den teknologiske udvikling, som tidligere nævnt får større betydning for branchen fremadrettet.

#### 6.1.9 Af og nedskrivning af immaterielle og materielle aktiver

Det er vanskeligt at budgettere posten immaterielle og materielle aktiver, idet det er svært at forudsige om der vil komme ekstraordinære nedskrivninger på f.eks. Sparekassens domicil ejendomme. De løbende nedskrivninger foretages lineært over aktivernes forventede brugstid. Der er stor forskel på aktivernes levetid, hvorfor f.eks. IT-udstyr nedskrives over kun 3 år og bygninger over 50 år. Det forventes ikke at Sparekassen vil erhverve sig større aktiver, som f.eks. ejendomme, i fremtiden som vil påvirke posten markant. Derfor budgetteres der ud fra at niveauet fra 2016 fastholdes over den næste 5-årige periode.



Figur 30: Af og nedskrivning af immaterielle og materielle aktiver

(Beløb i tkr.) / %	2017	2018	2019	2020	2021
Budgetteret vækst	0%	0%	0%	0%	0%
Af og nedskrivning af immaterielle og materielle aktiver	-56.441	-56.441	-56.441	-56.441	-56.441

Kilde: Egen tilvirkning

### 6.1.10 Nedskrivninger

Sektoren har som en direkte konsekvens af finanskrisen haft store nedskrivninger på deres udlån i de efterfølgende år. Denne udvikling er dog vendt radikalt de seneste år, hvor man har set faldende nedskrivninger. Fra 2013 til 2015 er nedskrivningerne i sektoren faldet med 66 % (Finanstilsynet, 2015), Sparekassen havde i samme periode et fald i nedskrivninger på hele 70 %. Fra 2015 til 2016 fortsatte Sparekassens nedskrivninger med at falde. Med et fald på yderligere 2,7 % endte de på en nedskrivningsprocent på 0,7 % af deres udlån, hvilket er den laveste nedskrivningsprocent Sparekassen har haft siden 2007, hvor den var negativ med 0,1 %. (Sparekassen Kronjylland, 2017)

Figur 31: Nedskrivninger

(Beløb i tkr.) / %	2017	2018	2019	2020	2021
Budgetteret nedskrivningsprocent	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Udlån	14.937.739	16.431.513	17.253.088	18.115.743	18.478.057
Nedskrivninger	-104.564	-115.021	-120.772	-126.810	-129.346

Kilde: Egen tilvirkning

Efter finanskrisen har tilsynet strammet kravene til pengeinstitutternes kreditpolitik samtidig med de fleste banker selv har taget ved lære af konsekvenserne fra finanskrisen. På baggrund af disse eksterne og interne tiltag som er foretaget i sektoren, så vurderes det at nedskrivningsprocenten i sektoren fremadrettet vil ligge på et mere stabilt og lavere niveau.

Dette skønnes også at være tilfældet for Sparekassen Kronjylland, hvorfor der på baggrund af ovennævnte tendens i branchen samt den positive udvikling i økonomien i Danmark budgetteres med at Sparekassen kan fastholde den forholdsvis lave årlige nedskrivningsprocent på 0,7 % fremadrettet.

### 6.1.11 SKAT

Der budgetteres med den gældende skattesats på 22 % (Skatteministeriet, 2017) i hele budgetperioden, i det der ikke er noget grundlag for at vurdere eventuelle fremadrettede ændringer.

Figur 32: Aktuel skatteprocent

%	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Aktuel skatteprocent</b>	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%

Kilde: Egen tilvirkning

## 6.2 Budgetteret resultatopgørelse

På baggrund af de budgetterede poster der er gennemgået i forrige afsnit kommer vi frem til nedenstående resultatopgørelse. Resultatopgørelsen viser, at resultatet vil være faldende i forhold til 2016, hvor man havde et resultat på 221.825 t.kr. Resultatet vil være faldende frem til 2018, hvorefter det vil begynde at stige. Dette skyldes primært at der er budgetteret med store udgifter i forbindelse med Sparekassen Kronjylland's strategi om åbning af nye filialer i de første år samt forventningen om en faldende rentemarginal.

Derefter er det forventningen om at de nye afdelinger begynder at bidrage positivt til resultatet. Det fremgår af de stigende netto renteindtægter, som udspringer af et stigende udlån samt forventningen om en stigende markedsrente, hvilket alt andet lige vil påvirke rentemarginalen positivt.

Figur 33: Budgetteret resultatopgørelse

Budgetteret resultatopgørelse						
1.000 DKK	2017	2018	2019	2020	2021	Terminalperiode
Renteindtægter	727.290	712.353	745.216	794.289	827.292	843.838
Renteudgifter	-55.092	-55.092	-55.092	-60.601	-69.691	-71.085
<b>Netto renteindtægter</b>	<b>672.198</b>	<b>657.261</b>	<b>690.124</b>	<b>733.688</b>	<b>757.600</b>	<b>772.752</b>
Udbytte af aktier mv.	13.314	13.314	13.314	13.314	13.314	13.580
Gebyrer og provisionsindtægter	387.777	407.165	427.524	440.349	453.560	462.631
Afgivne gebyrer og provisionsudgifter	-15.511	-16.287	-17.101	-17.614	-18.142	-18.505
<b>Netto rente- og gebyrindtægter</b>	<b>1.057.778</b>	<b>1.061.453</b>	<b>1.113.860</b>	<b>1.169.737</b>	<b>1.206.332</b>	<b>1.230.458</b>
Kursreguleringer	28.997	28.997	28.997	28.997	28.997	29.577
Andre driftsindtægter	47.851	48.808	28.784	29.360	29.947	30.546
Udgifter til personale og administration	-790.352	-829.870	-854.766	-871.861	-889.299	-907.085
Af- og nedskrivninger på immaterielle og materielle aktiver	-56.441	-56.441	-56.441	-56.441	-56.441	-57.570
Andre driftsudgifter	-2.056	-2.097	-2.139	-2.182	-2.225	-2.270
Nedskrivninger på udlån mv.	-104.564	-115.021	-120.772	-126.810	-129.346	-131.933
Resultat af kapitalandele i associerede og tilknyttede virksomheder	36.111	36.111	36.111	36.111	36.111	36.111
<b>Resultat før skat</b>	<b>217.323</b>	<b>171.941</b>	<b>173.635</b>	<b>206.911</b>	<b>224.076</b>	<b>227.835</b>
Skat	-47.811	-37.827	-38.200	-45.520	-49.297	-50.124
<b>Årets resultat</b>	<b>169.512</b>	<b>134.114</b>	<b>135.435</b>	<b>161.390</b>	<b>174.779</b>	<b>177.711</b>

Kilde: Egen tilvirkning

I terminalperioden er der tillagt forventningen til den langsigtede vækst, som vil blive uddybet nærmere i afsnit 6.3.1.

## 6.3 Gordons vækstmodel (Gordon Growth Model)

Gordons vækstmodel benyttes til at værdiansætte en virksomhed ud fra forventningerne til dens fremtidige udbyttebetalinger. For at benytte modellen er det dermed en forudsætning at virksomheden udbetaler en del af sit fremtidige overskud som udbytte til aktionærerne.

Den matematiske formel for modellen er illustreret nedenfor:

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

DPS = Expected dividend per share in period t (forventet udbytte per aktie i terminalperioden)

$K_e$  = Cost of equity (aktionærernes afkastkrav udregnet ved CAPM)

g = Growth rate in dividends in perpetuity (langsigtet vækst i udbytte)

Modellen tager udgangspunkt i at virksomheden vil udbetale et konstant udbytte frem i tid og vil have en konstant vækst i udbyttet. En af modellens svagheder er derfor at der alt andet lige over en langsigtet periode, højst sandsynligt kommer økonomiske perioder, hvor man ikke vil kunne opretholde en tilsvarende vækst. Samtidig kan det være at virksomheden nogle år vil udbetale mindre udbytte for selv at foretage nye investeringer.

### 6.3.1 Værdiansættelse af Sparekassen Kronjylland ud fra Gordons vækstmodel

Det forventede udbytte i perioden er taget ud fra det resultat, der udspringer af terminalperioden, hvor der er taget udgangspunkt i det sidste år af budgetteringen og tillagt den forventede langsigtede vækst.

Det er svært at vurdere hvor meget Sparekassen Kronjylland evt. vil udbetale i udbytte såfremt de omdannede sig til et aktieselskab, der er derfor analyseret på hvor meget de i realiteten vil have mulighed for at kunne udbetale i udbytte, i forhold til de budgetterede resultater, og samtidig leve op til solvenskravene og deres egne forventninger til overdækning.

Figur 34: Sparekassen Kronjylland's risiko vægtede poster

(Beløb i tkr.) / %	2012	2013	2014	2015	2016	
Kreditrisiko	11.486.235	11.166.376	11.410.505	12.436.304	14.396.767	
Markedsrisiko	1.243.220	1.115.454	1.269.722	1.851.404	1.457.206	
Operational risiko	1.212.092	1.282.041	1.501.730	1.763.951	1.836.534	
Udlån og tilgodehavender	10.208.734	9.995.386	9.854.265	11.253.194	12.989.338	Middelværdi
Kreditrisiko i % af udlån	113%	112%	116%	111%	111%	112%

Kilde: Egen tilvirkning

For at finde ud af, hvordan den budgetterede vækst i udlånet vil påvirke Sparekassen Kronjylland's risikovægtede poster, er der regnet på den historiske sammenhæng heraf. Over den seneste 5-årige periode har kreditrisikoen i gennemsnit udgjort 112 % af det samlede udlån, hvorfor det tal er brugt til at udregne de fremadrettede risikovægtede poster. Da der ikke nødvendigvis er en direkte sammenhæng mellem den operationelle risiko og markedsrisikoen i forhold til ændring i udlånet, er der budgetteret med at disse to poster holder niveauet fra 2016.

Figur 35: Budgetteret solvensgrad og basiskapital

%	2017	2018	2019	2020	2021	Terminalperiode
<b>Budgetteret solvensgrad og basiskapital</b>	13,250%	13,875%	14,500%	14,500%	14,500%	14,500%

Kilde: Egen tilvirkning

I forhold til de fremtidige krav til Sparekassen Kronjylland's solvens er det antaget at det individuelle solvensbehov på 9 % fastholdes, samt at Sparekassen vil fastholde deres målsætning om en overdækning på 3 %. Derudover vil der som tidligere beskrevet ske en løbende indfasning af kapitalbevaringsbufferen til et niveau på 2,5 % i 2019. Med en overdækning på 3 % er der tilmed taget højde for en fuld aktiveret konjunkturbuffer på 2,5 %.

Figur 36: Sparekassen Kronjylland's budgetteret bankudlån, solvensgrad m.v.

(Beløb i tkr.) / %	2017	2018	2019	2020	2021	Terminalperiode
<b>Bankudlån</b>	14.937.739	16.431.513	17.253.088	18.115.743	18.478.057	18.847.619
<b>Kreditrisiko i % af udlån</b>	112%	112%	112%	112%	112%	112%
<b>Risikovægtede poster</b>	20.064.951	21.742.072	22.664.489	23.633.026	24.039.812	24.454.733
<b>Solvensgrad</b>	13,250%	13,875%	14,500%	14,500%	14,500%	14,500%
<b>Nødvendig basiskapital</b>	2.658.606	3.016.712	3.286.351	3.426.789	3.485.773	3.545.936
<b>Nødvendig basiskapital</b>	2.658.606	3.016.712	3.286.351	3.426.789	3.485.773	3.545.936
<b>Overført kapitalgrundlag primo</b>	3.023.662	3.150.796	3.251.381	3.352.958	3.425.583	3.504.234
<b>Årets resultat</b>	169.512	134.114	135.435	161.390	174.779	177.711
<b>Dividendeudbetaling</b>	42.378	33.528	33.859	88.765	96.128	97.741
<b>Overført kapitalgrundlag ultimo</b>	3.150.796	3.251.381	3.352.958	3.425.583	3.504.234	3.584.204

Kilde: Egen tilvirkning

Ud fra den forventede udvikling i Sparekassens udlån, udregnes de risikovægtede poster, for budgetperioden samt terminalperioden, i terminalperioden er der tillagt forventningen til den langsigtede vækst. Deraf fås den, på baggrund af ovennævnte parametre, nødvendige basiskapital for årene i perioden.

Figur 37: Sparekassens Kronjylland's estimeret udbytteprocent

Udbytteprocent	
Sparekassen Kronjylland	55%
Sparekassen 2017-2019	25%

Kilde: Egen tilvirkning

Da der budgetteres med stor vækst i udlånet, specielt i de første år, vil det være naturligt at Sparekassen ikke udbetaler så meget i udbytte, for at kunne understøtte væksten, og det ekstra behov for basiskapital det medfører. Derfor er der budgetteret med at de udbetaler et udbytte på 25 % i de første 3 år af perioden, så de stadig lever op til deres solvenskrav. I 2020 vil de ligge på et niveau der er marginalt under deres målsætning, dog ikke noget der vurderes at være kritisk da det blot vil være deres mål for overdækningen de lige præcis ikke overholder. Da den budgetterede vækst i udlånet nedtrappes, vil det betyde at der vil være plads til at udbetale en højere udbytteprocent, fra 2020 og fremadrettet, da de risikovægtede poster alt andet lige ikke vil stige i ligeså høj grad. Der budgetteres herfra med en udbytteprocent på 55, som betyder at de fremadrettet vil leve op til deres solvenskrav og målsætning om overdækning. Der vil med denne udbytteprocent løbende blive opsparret til en evt. stigning i den operationelle og/eller den markedsmæssige risiko.

Aktionærernes afkastkrav udregnes ved brug af capital asset pricing model (CAPM), som har følgende formel (Christensen, 2014):

$$r_a = r_{rf} + B_a (r_m - r_{rf})$$

$r_{rf}$  = Den risikofrie rente

$B_a$  = Beta for aktivet – beta er et udtryk for aktivets risiko sammenlignet med et indeks

$r_m$  = Markedets risikopræmie

I udregningen af CAPM er der taget udgangspunkt i følgende tal, som fremgår af figur 38.

Figur 38: Sparekassen Kronjylland's CAPM

CAPM	
Den risikofrie rente	2,18%
Markedets risikopræmie	5,30%
Beta	0,86
Ke	4,86%
Tillæg for illikviditet	0,50%
Ke inkl. Tillæg	5,36%

Kilde: Egen tilvirkning

Den risikofrie rente, som er mulig at opnå i markedet på nuværende tidspunkt ligger på et meget lavt niveau, ses der på den 10-årige statsobligation, som vurderes at være en god indikator for et risikofrit aktiv, ligger den pr. 7.4.2017 på 0,52 %. Da vi på nuværende tidspunkt har et historisk lavt renteniveau, menes det ikke at den på det nuværende niveau er retvisende at benytte som den risikofrie rente set i forhold til en værdiansættelse. Denne værdiansættelse tager udgangspunkt i den langsigtede fremsigtede indtjening for Sparekassen, derfor er der valgt at se på renten for den 10-årige danske statsobligation over en periode på 10 år fra d. 2.4.2007 til d. 30.3.2017 – og udregnet den gennemsnitlige rente over denne periode. Det giver et mere langsigtet billede af, hvordan den risikofrie rente har set ud. Det vurderes dermed at give en bedre indikation, for hvordan renten gennemsnitlig vil se ud på lang sigt.

I forhold til markedets risikopræmie er der taget udgangspunkt i Pablo Fernandez' risikopræmie for 2016 for Danmark, som han har udregnet ved at kontakte et stort udvalg af økonomi og finans professorer, og bedt dem om at komme med deres bud på den krævede risikopræmie for markedet i de enkelte lande og derfra udregnet et gennemsnit af deres antagelser. For 2016 er den gennemsnitlige risikopræmie for Danmark udregnet til 5,3 % (Fernandez m.fl., 2016)

Da Sparekassen Kronjylland som bekendt ikke er et børsnoteret aktieselskab er det ikke muligt at udregne beta for dem. Derfor er der taget udgangspunkt i den udvalgte peer group af børsnoterede selskaber, og foretaget en udregning af deres gennemsnitlige beta-værdi.

De pengeinstitutter der er udvalgt i peer group, er mindre/mellemstore pengeinstitutter, og har en forholdsvis lav handelsvolumen/likviditet sammenlignet med nogle af de større danske selskaber og banker. Ses der som eksempel på Lån og Sparbank, der er en del af peer group, har der d. 7.4.2017 blot været handlet 270 aktier, hvor lukkekursen var 535 kr., set i sammenligning med f.eks. Danske Bank hvor der samme dag har været handlet ca. 1.7 mio. aktier,

hvor lukkekursen var 235,1 kr. (Euroinvestor, 2017). Af den årsag er der i udregning af beta-værdien kalkuleret med udsvingene på månedsbasis, for på den måde at fjerne noget af den mangel på likviditet i de selskaber der er i peer group.

Virksomhederne i peer group er målt op mod MSCI World indekset, da det vurderes at investering i peer group skal ses som alternativ til investering i resten af verdensmarkedet. Ud fra dette er der udregnet en gennemsnitlig beta for de 5 pengeinstitutter i peer group på 0,86, det vil med andre ord sige at de i gennemsnit vil svinge 14 % mindre end benchmark.

Figur 39: Beta for peer group

Beta peer group - Månedsdato - Total return - MSCI World						
Pengeinstitut	Ringkjøbing Landbobank	Lån & Spar Bank	Spar Nord Bank	Jutlander Bank	Sparekassen Sjælland	Middelværdi
Beta	1,09	0,29	0,93	0,65	1,36	0,86

Kilde: Egen tilvirkning – udregnet pba. data fra Bloomberg

Det er de parametre der er brugt til at udregne aktionærenes afkastkrav. Da det vurderes at Sparekassen ved en eventuel børsnotering, ligesom peer group vil have en lav likviditet i aktien, er der valgt at foretage en indregning af et tillæg for illikviditet i investors afkastkrav på 0,5 procentpoint da investor vil påtage sig en større risiko ved at eje et aktiv der er sværere at omsætte.

Der er regnet med 2 % i den langsigtede vækst, det er på baggrund af Nationalbankens målsætningen om inflationen i Danmark, som er at holde den tæt på 2 %, hvilket er den samme målsætning i euroområdet. (Nationalbanken, 2017c) Ses der tilmed på væksten for EU-landene generelt over de seneste 2 år, samt forventningen til 2017, ligger det også på et niveau der tilnærmer sig de 2 %. (EU-oplysningen, 2017) Da banksektoren som udgangspunkt er meget konjunktur afhængig forventes det at den langsigtede vækst i Sparekassen Kronjylland, vil tilnærme sig disse. I følsomhedsanalysen vil det blive belyst nærmere, hvilken betydning den langsigtede vækst forventning har for værdiansættelsen.

Den langsigtede vækst er tillagt posterne i det afsluttende år af budgettering, bortset fra skatten samt resultat af kapitalandele i associerede og tilknyttede virksomheder, og resulterer dermed i terminalperioden, som er beregningsgrundlaget for værdiansættelsen af Sparekassen Kronjylland.

Ud fra de ovenstående parametre og antagelser værdiansættes Sparekassen Kronjylland's markedsværdi til 2.858.648.200 kr. valgte Sparekassen for eksempel ved en eventuel

omdannelse til aktieselskab at udstede en aktiekapital bestående af 10 mio stk. vil det ud fra denne værdiansættelse give en pris pr. aktie på 285,86 kr.

Figur 40: Værdiansættelse ved Gordons Growth Model

Gordons Growth Model	
Værdiansættelse i 1000 kr.	2.858.648,20

Kilde: Egen tilvirkning

## 6.4 Multipelanalyse

Som alternativ til værdiansættelse af Sparkassen Kronjylland på baggrund af Gordons vækstmodel er der udarbejdet en multipelanalyse, med udgangspunkt i udvalgte børsnøgletal fra den valgte peer group. Værdiansættelsen sker ved at de gennemsnitlige multipler for peer group beregnes og overføres til Sparekassen Kronjylland jf. figur nr. 41.

De udvalgte nøgletal er:

- Price earning (P/E) som viser forholdet mellem markedsværdien på virksomheden og netto resultatet
- Price to book (P/B) som viser forholdet mellem markedsværdien på virksomheden og egenkapitalen også kendt som kurs indre værdi. (K/I).
- Price sales som viser forholdet mellem markedsværdien på virksomheden og omsætningen. Da pengeinstitutter ikke har en traditionel omsætning tager den her udgangspunkt i netto rente- og gebyrindtægter.

Figur 41: Multipelanalyse

Multipelanalyse			
Multipler	Multipel Peer Group	Sparekassen Kronjylland i 1000 kr.	
Overskud (P/E)	10,40	2.306.802,16	
Bogført værdi (P/B)	1,13	3.570.213,26	Markedsværdi i 1000 kr.
Netto rente- og gebyrindtægter (P/S)	2,75	2.773.931,68	2.883.649,03

Kilde: Egen tilvirkning pba. data fra Bloomberg

Det ses ud fra figur 41, at den udregnede markedsværdi på Sparekassen Kronjylland ud fra multipelanalysen er 2.883.649.030 kr. Hvilket er med til at sementere den udregnede markedsværdi ved brug af Gordon Growth Model på 2.858.648.200 kr.

I figur 42 ses de udregnede nøgletal for Sparekassen Kronjylland på baggrund af den udregnede markedsværdi ved brug af Gordon Growth Model. Det fremgår heraf, at Sparekassen set i forhold til peer group primært adskiller sig på P/E og P/B.



Figur 42: Nøgletal for Sparekassen Kronjylland ved Gordon Growth Model

P/E	
Sparekassen Kronjylland	12,89
P/B	
Sparekassen Kronjylland	0,90
P/S	
Sparekassen Kronjylland	2,83

Kilde: Egen tilvirkning

Sparekassens P/E ligger på et højere niveau end gennemsnittet for peer groupen. Derimod er Sparekassens P/B værdi på et lavere niveau. Man vil dermed som investor skulle betale lidt mere for indtjeningen i Sparekassen i forhold til gennemsnittet for peer group, men tilgængæld lidt mindre for den bogførte værdi.

## 6.5 Følsomhedsanalyse

I værdiansættelsen ud fra Gordon Growth Model indgår der mange variable. For at give et overblik over de væsentligste parameter og deres betydning, er der udarbejdet en følsomhedsanalyse for at synliggøre deres effekt på værdiansættelsen.

I analysen fremgår det hvordan markedsværdien af Sparekassen Kronjylland vil se ud, hvis der ændres på variablerne i både et positivt og negativt scenarie.

I værdiansættelsen benyttes der en risikofri rente på 2,18 %. Som nævnt tidligere ligger renten på den 10 årige danske statsobligation den. 7.4.2017 på 0,52 %. Havde man i stedet benyttet denne rente, var værdien af Sparekassen blevet fastsat ca. 212 mio. kr. højere. Tog beregningen derimod udgangspunkt i en risikofri rente på 4 %, som den 10 årige danske statsobligationer tidligere har været på b.la. i 2009, så havde outputtet været en værdi på ca. 2,66 mia. kr. Det har således en relativ stor betydning for det samlede resultat, hvordan den risikofrie rente udvikler sig, idet en ændring af renten med bare 10 % medfører en ændring i værdien af Sparekassen med ca. 26 mio. kr.

Markedets risikopræmie er endnu en væsentlig parameter i den samlede værdiansættelse af Sparekassen. I følsomhedsanalysen er der her tegnet scenarier ud fra en ændring med 1 procentpoint i både positiv og negativ retning. I det positive scenarie er markedets risikopræmie ændret fra 5,3 % til 4,3 %, det giver en værdiforøgelse på ca. 982 mio. kr. altså lige i underkanten af 1 mia. kr. I det modsatte scenarie hvor markedets risiko præmie i stedet afsættes til

6,3 % giver det en værdiforringelse på 582 mio. kr. svarende til en negativ udvikling på ca. 20 %. Forventning til dette nøgletal har dermed en meget afgørende betydning.

Figur 43: Følsomhedsanalyse

Følsomhedsanalyse					
Variable	Nuværende	Positivt scenarie	Værdi i 1000 kr.	Negativt scenarie	Værdi i 1000 kr.
Den risikofrie rente	1,96%	0,52%	3.070.409,93	4,00%	2.656.948,43
Markedets risikopræmie	5,30%	4,30%	3.840.220,28	6,30%	2.276.198,00
Beta	0,86	0,39	5.067.924,62	1,09	2.355.626,20
Rentemarginal	4,10%	4,55%	3.919.452,20	3,89%	2.363.606,34
Tillæg for illikviditet	0,50%	0,00%	3.357.376,16	1,00%	2.488.310,06
Udbytteprocent	55,00%	60,00%	3.118.082,15	38,60%	2.005.966,19
Langsigtet vækst	2,00%	2,20%	3.038.960,36	1,80%	2.698.172,69

Kilde: Egen tilvirkning

Ved udregning af den gennemsnitlige beta-værdi for peer group, er der som nævnt tidligere taget højde for en beta-værdi målt op på månedsbasis mod MSCI World indekset. Var værdien i stedet udregnet på ugebasis, havde det resulteret i en betaværdi på 0,39 jf. bilag 1. Med udgangspunkt i denne beta-værdi ville værdiansættelsen være ca. 77 % højere, med en værdi på over 5 mia. kr. hvilket umiddelbart vil være en urealistisk høj prissætning. Ved valg af denne betaværdi, skulle et evt. tillæg for illikviditet realistisk set være på et højere niveau. Ses der på de enkelte institutter i peer group ligger Ringkjøbing landbobank med en af de højeste udregnede betaværdier på 1,09. Med udgangspunkt i denne værdi, ville resultatet lande på et niveau ca. 503 mio. kr. lavere. Dermed også en faktor der har stor betydning for det endelige resultat.

Rentemarginalen er et af de vigtigste elementer i forhold til Sparekassen Kronjylland's indtjening. Der er i udgangspunktet budgetteret med en væsentlig nedgang i Sparekassens rentemarginal i forhold til det nuværende niveau, hvilket ender med en rentemarginal på 4,1 % i 2021. Ses på peer group, har de i 2016 en gennemsnitlig rentemarginal på 4,55 %, lig niveauet på 4,5 % som budgetteres for Sparekassen i 2017. Formår de at holde den rentemarginal i stedet for at den falder yderligere vil det have en væsentlig positiv indvirkning på deres resultat, og dermed også værdiansættelsen. Dette scenarie vil medføre en stigning i værdien på ca. 37 %. Ud fra dette scenarie vil der også være plads til at kunne udbetale en højere udbytteprocent, som tilmed vil have en positiv effekt på værdiansættelsen.

Et andet tænkeligt scenarie i forhold til rentemarginalen er at den vil falde yderligere i forhold til det der er budgetteret med. Ser vi mod Ringkjøbing landbobank, har de den laveste rente-

marginal i peer group med et niveau på 3,89 %, falder Sparekassens rentemarginal til dette niveau, vil det have en negativ indvirkning på ca. 495 mio. kr. – ved dette niveau ligger det også lige på grænsen til at de kan opretholde udbytteprocenten på de 55 %, hvilket vil påvirke resultatet yderligere i negativ retning.

I værdiansættelsen er der som nævnt i afsnit 6.3.1 tillagt aktionærernes afkastkrav et tillæg for illikviditet på 0,50 procentpoint. Antages det at Sparekassen Kronjylland ved en eventuel børsnotering, vil blive en aktie med stor handelsvolumen og dermed en god likviditet i aktien, vil der alt andet lige ikke være behov for et tillæg. Med dette scenarie ville markedsværdien være ca. 17 % højere, dog vil man alt andet lige forvente at betaværdien også vil være på et højere niveau, hvilket vil trække værdien i den modsatte retning.

Det er svært at antage hvor god likviditeten i en eventuel aktie udstedt i Sparekassen Kronjylland vil være. Der kan derfor argumenteres for at tillægget for illikviditet skulle være på et højere niveau f.eks. 1 procentpoint, vil det påvirke værdiansættelsen af Sparekassen negativt med ca. 370 mio. kr.

Da Gordons Growth Model tager udgangspunkt i de forventede fremtidige udbyttebetalinger, er det også et vigtig parameter for den samlede værdiansættelse. Hvis Sparekassen havde en lempeligere politik i forhold til overdækning i solvensen, ville de kunne udbetale yderligere udbytte. En udbytteprocent på 60 i stedet for 55 vil betyde en forhøjelse af markedsværdien med ca. 259 mio. kr. Sparekassen vil endvidere have mulighed for at indhente yderligere supplerende og hybrid kapital til at overholde solvenskravene, ved udnyttelse af denne mulighed ville de alt andet lige kunne udbetale endnu mere i udbytte.

Det er vanskeligt at forudsige Sparekassens udbyttepolitik ved en eventuel børsnotering. Antager man at Sparekassen vil have samme udbytteprocent, som gennemsnittet af peer group, som i 2016 var på 38,6 % og tager udgangspunkt i den, så vil markedsværdien for Sparekassen være 30 % lavere, det har derfor en relativ stor betydning ved netop denne model for værdiansættelse. Omvendt set er der i peer group Spar Nord bank, som i 2016 udbetalte 75 % i udbytte af deres resultat, hvorfor en udbytteprocent på 55 ikke er urealistisk.

Som tidligere nævnt budgetteres der med en forventet langsigtet vækst på 2 % ud fra tidligere nævnte kriterier. Der er imidlertid mange forskellige opfattelser og forventninger til den fremtidige vækst, hvorfor den kan være vanskelig at estimere. Derfor er der analyseret på hvad en ændring på den langsigtet vækst på +/- 10 % vil have af betydning. Ved det positive scenarie

med en forhøjelse af den langsigtede vækst på 10 % vil det betyde en forhøjelse i markedsværdien på ca. 180 mio. kr. hvorimod det negative scenarie på -10 % vil betyde et fald i den ansatte markedsværdi på 160 mio. kr. svarende til ca. 6 % lavere.

Ud fra denne analyse kan det konkluderes at der er mange parametre, som har en stor betydning for den endelige fastsatte markedsværdi. Multipel analysen giver dog en god indikation af at den foretagne budgettering samt værdiansættelse ud fra Gordons vækst model, er på et realistisk niveau.

## 7. Konklusion

En af de klare fordele Sparekassen Kronjylland har ved at være en garantsparekasse, er at de har mulighed for at tage langsigtede strategiske beslutninger uden indblanding fra interessenter såsom aktionærer. Aktionærer der højst sandsynligt vil have stort fokus på at skabe afkast nu og her. Det ses blandt andet via Sparekassens strategi om at åbne nye filialer i nye markedsområder, som nødvendigvis ikke giver den store gevinst på den korte bane, men har mulighed for det på længere sigt.

Den teknologiske udvikling er et af de områder, der i den finansielle sektor er i en stor udvikling, og hele tiden står klar til at udfordre og nytænke måden at drive pengeinstitut på. Der kommer løbende nye spillere på markedet fra denne kant. Det er et af de områder, hvor Sparekassen har en stor udfordring. Deres primære fokus ligger på at være et lokalt pengeinstitut med tætte relationer til kunderne, på både kort og lang sigt kan det derfor godt være en udfordring, i takt med at kunderne bliver mere digitale, og ikke efterspørger denne tilgang i lige så høj grad.

Den finansielle sektor er en af de mest regulerede brancher rent lovgivningsmæssigt. Specielt efter finanskrisen er der kommet tiltagende krav, specielt vedr. solvens og kapitaldækning. Sparekassen konkluderes dog at være godt rustet til at modstå de allerede indførte stramminger, samt eventuelle fremtidige tiltag. Sparekassen har således en overdækning på 4,6 % i forhold til deres egen interne målsætning, som ligger over de krav der er ved de fuldt indfasede CRD IV krav i 2019. I regnskabsanalysen konkluderes det også at de ud fra nøgletallet ICGR har en god evne til at generere kapital internt, samt udvikler sig positivt på denne front.

Ud fra Regnskabsanalysen konkluderes det at Sparekassen generelt over de seneste 5 regnskabsår har udviklet sig positivt set på de udvalgte nøgletal. De befinder sig dog generelt på et niveau under peer group, på nogle af de mest markante nøgletal som ROE og ROA.

Det lave renteniveau er generelt en stor udfordring for pengeinstitutterne. Det ses tydeligt i analysen af Sparekassens indtjening, hvor det specielt kommer til udtryk i den faldende rentemarginal og faldende renteindtægter. Faldet i rentemarginalen skal dog også ses som en konsekvens af den øgede konkurrence, samt Sparekassens åbning af nye filialer i nye markedsområder. Denne strategi medfører specielt en stigning i omkostninger til personale og administration, uden dog indtil videre at have medført den store indtægtsfremgang da renteindtægterne falder. De har dog generelt haft en positiv udvikling i deres gebyr og provisionsindtægter, som i stigende grad har en større betydning for deres indtjening.

Et af kardinalpunkterne i budgetteringen der er lagt til grund for værdiansættelsen, er netop denne igangværende strategiske ændring fra Sparekassens side, omkring åbning af nye filialer, som dermed har stor indflydelse på de budgetterede forventninger til fremtiden.

Med afsæt i budgetteringen, og med udgangspunkt i værdiansættelsesmetoden Gordons vækstmodel, konkluderes at Sparekassen Kronjylland har en markedsværdi på 2.858.648.200 kr. Det bakkes op af multipelanalysen udregnet på baggrund af børsnøgletal fra peer group, der værdiansætter Sparekassen til 2.883.649.030 kr.

En værdiansættelse vil altid være forbundet med en vis form for usikkerhed, hvilket er belyst i følsomhedsanalysen, hvor man kan se, at ændringer i de benyttede variable har en væsentlig indflydelse på den udregnede markedsværdi. Det kan ud fra denne konkluderes at i særdeleshed rentemarginalen og beta-værdien har en stor påvirkning på det endelige resultat.

## 8. Litteraturliste

### Bøger

- Christensen, M, 2014. Aktie Investering – Teori og praktisk anvendelse. 4. udgave. Jurist- og økonomiforbundets forlag, København K. Side 201.
- Gup, E. Benton & Kolari W. James, 2005a. Commercial Banking 3rd Edition. Side. 65.
- Gup, E. Benton & Kolari W. James, 2005a. Commercial Banking 3rd Edition. Side. 65.
- Gup, E. Benton & Kolari W. James, 2005b. Commercial Banking 3rd Edition. Side. 365.
- Gup, E. Benton & Kolari W. James, 2005c. Commercial Banking 3rd Edition. Side. 268.
- Sørensen, O, 2012. Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang. 4. udgave. Gjellerup/Gads Forlag, København K.

### Finansielle rapporter

- Jutlander Bank's årsrapporter 2012-2016
- Lån & Spar Bank's årsrapporter 2012-2016
- Ringkjøbing Landbobank's årsrapporter 2012-2016
- Sparekassen Sjælland Fyn's årsrapporter 2012-2016
- Sparekassen Kronjylland's årsrapporter 2012-2016
- Spar Nord's årsrapporter 2012-2016
- Vestjysk Bank årsrapporter 2012-2016

### Internetkilder

- Bach, D, 2013. Jyske Bank sælger leasingselskab. [Online] [http://finans.borsen.dk/artikel/1/258928/jyske\\_bank\\_saelger\\_leasingselskab.html](http://finans.borsen.dk/artikel/1/258928/jyske_bank_saelger_leasingselskab.html) [set 24-02-2017]
- Bekendtgørelse om opgørelse af basiskapital. [Online] <https://www.retsinformation.dk/Forms/R0710.aspx?id=184833#idc3bf3481-f953-4fc7-8195-ec0e3559207e> [set 04-03-2017]

- Bekendtgørelse om kapitaldækning, [Online]  
<http://www.finansraadet.dk/Media/dokumenter/politik/h%C3%B8ringssvar/solvensogkapi-tald%C3%A6kningforhold/lovforslag/h%20udkast%20til%20bek%20om%20kapitald%C3%A6kning-286608-v2.pdf> [set 05-03-2017]
- Bekendtgørelse om opgørelse af risikoeksponeringer, kapitalgrundlag og solvensbehov. [Online]  
<https://www.retsinformation.dk/forms/r0710.aspx?id=161777> [set 06-03-2017]
- BRF, 2017. Renteudvikling og kursudviklingen på realkreditlån 2007 til i dag. [Online]  
<https://www.brf.dk/laantyper/rente-og-kursudvikling> [set 26-02-2017]
- Business, 2014. Jutlander Bank er en realitet. [Online]  
<http://www.business.dk/finans/jutlander-bank-er-en-realitet> [set 14-03-2017]
- Christensen, Thomas Bo, 2017. Kronjysk Sparekasse runder 51 filialer. [Online] 17-01-2017  
<http://finanswatch.dk/secure/Finansnyt/Pengeinstitutter/article9296763.ece> [set 22-01-2017]
- Danske Bank, 2017a. En lettere vej til dit nye hjem – Sunday. [Online]  
<https://danskebank.dk/da-dk/privat/news/pages/sunday.aspx> [set 15-02-2017]
- Danske Bank, 2017b. Søjle 1. [Online]  
<https://www.danskebank.com/da-dk/ir/Regulering/Risikostyring/CRD-kapitalkravsdirektiv/Pages/Soejle-I.aspx?tab=2> [set 06-03-2017]
- Dansk Industri, 2016. Urbanisering i Danmark. [Online]  
<https://di.dk/SiteCollectionDocuments/Opinion/Konjunktur/Overliggerpapier%20opdateret%20-%20endelig%20juli%202016.pdf> [set 24-02-2017]
- Damodaran, A. Valuing Financial Service Firms [Online]  
<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Conomia, 2013. Solvensprocent. [Online]  
<http://www.conomia.dk/oekonomi/solvensprocent/> [set 04-03-2017]
- Dengsøe, P, 2015. Privatleasing af biler sætter rekord. [Online]  
<http://www.business.dk/privatoekonomi/privatleasing-af-biler-saetter-rekord> [set 10-02-2017]
- Det Europæiske Råd, 2015. Kapitalkrav til banksektoren. [Online]

<http://www.consilium.europa.eu/da/policies/banking-union/single-rulebook/capital-requirements/> [set 04-03-2017]

- Erhvervs- og Vækstministeriet, 2015. Finanstilsynet j.nr. 123-0012. Vejledning om risikostyring på likviditetsområdet for penge- og realkreditinstitutter. [Online]  
<https://www.finanstilsynet.dk/AttachedFiles/%7B6454cda6-c9fd-4285-88df-42aecff89faa%7D.%7B6186b293-aec7-409b-8545-53a7ab1382d6%7D.Vejl.%20om%20risikostyring%20paa%20likviditetsomraadet.pdf>  
[set 06-03-2017]
- EU-Oplysningen, 2017. Vækst i BNP. [Online]  
<http://www.eu.dk/da/fakta-om-eu/statistik/vaekst-i-bnp> [set 09-04-2017]
- Fernandez, P., Pizarro, A. O. & Acln, I. F. Market Risk Premium Used In 71 Countries In 2016: A Survey with 6,932 Answers. [Online]  
<http://www.valuwalk.com/2016/05/market-risk-premium-used-71-countries-2016-survey-6932-answers/> [set 07-04-2017]
- Finansforbundet, 2017. Overenskomst 2017. [Online]  
<https://www.finansforbundet.dk/da/rettigheder-regler/Sider/OK2017.aspx> [set 05-04-2017]
- Finansrådet, 2017. Gruppeinddeling af pengeinstitutter. [Online]  
<http://www.finansraadet.dk/tal--fakta/Pages/statistik-og-tal/de-stoerste- pengeinstitutter.aspx> [set 14-03-2017]
- Finansrådet, 2015a. Tal og fakta. [Online]  
[www.finansraadet.dk/Tal--Fakta/Documents/Sektoren%20i%20tal.xls](http://www.finansraadet.dk/Tal--Fakta/Documents/Sektoren%20i%20tal.xls) [set 24-02-2017]
- Finansrådet, 2015b. Pengeinstitutter, filialer og ansatte i tal. [Online]  
<http://www.finansraadet.dk/tal--fakta/Pages/statistik-og-tal/pengeinstitutter,-filialer-og-ansatte.aspx> [set 24-02-2017]
- Finanstilsynet, 2016. Årlig udpegning af SIFI-institutter. [Online]  
<https://www.finanstilsynet.dk/da/Nyheder%20og%20presse/Pressemeddelelser/2016/P M-Aarlig-udpegning-af-SIFI-institutter> [set 04-03-2017]
- Finanstilsynet, 2014. Rapport for markedsudvikling 2014. [Online]  
<https://www.finanstilsynet.dk/da/Tal-og-Fakta/Markedsudvikling/Markedsudvikling/MU-pengeinsitutter-2014> [set 04-03-2017]
- Finanstilsynet, 2015. Tilsynsdiamanten for pengeinstitutter. [Online]



- <https://finanstilsynet.dk/Tilsyn/Tilsynsdiamanten-for-pengeinstitutter> [set 06-03-2017]
- Hald, M, 2015. Nu har du halvt så mange banker at vælge imellem. [Online]  
<http://finans.dk/live/erhverv/ECE7718017/Nu-har-du-halvt-s%C3%A5-mange-banker-at-v%C3%A6lge-imellem/?ctxref=ext> [set 10-02-2017]
  - HD uddannelse – en investering i din fremtid, 2013. Porters Five Forces. [Online]  
<http://hduddannelse.dk/porters-five-forces/> [set 10-02-2017]
  - Jessen, M, 2016. Sydinvest – Invester i de rigtige brancher. [Online]  
<http://www.sydinvest.dk/nyheder/nyheder/invester-i-de-rigtige-brancher-1.aspx?Action=1&PID=32> [set 27-02-2017]
  - Jørgensen, C, 2017. Finansforbundet – 175.000 kunder skifter bank om året. [Online]  
<https://www.finansforbundet.dk/da/nyheder-aktuelt/Sider/175000kunderskifterbankomaaret.aspx> [set 27-02-2017]
  - Lønstrup, D, 2016. Vrede Totalkredit-kunder er låst fast. [Online]  
<http://politiken.dk/oekonomi/bolig/art5613117/Vrede-Totalkredit-kunder-er-l%C3%A5st-fast> [set 24-02-2017]
  - Mandrup, M, 2016. Sparekassen Kronjylland køber en fjerdedel af Nem Forsikring. [Online]  
<http://finanswatch.dk/Finansnyt/Pengeinstitutter/article8360496.ece> [set 24-02-2017]
  - Marketingteorier, 2017. PEST-analysen. [Online]  
<http://marketingteorier.dk/pest-analysen> [set 26-02-2017]
  - Nationalbanken, 2017a. Officielle rentesatser. [Online]  
<http://www.nationalbanken.dk/da/markedsinfo/officiellerentesatser/Sider/Default.aspx> [set 26-02-2017]
  - Nationalbanken, 2015. Fastkurspolitik og ERM2. [Online]  
<http://www.nationalbanken.dk/da/pengepolitik/fastkursERM2/Sider/Default.aspx> [set 05-03-2017]
  - Nationalbanken, 2017b. Pengepolitik. [Online]  
<http://www.nationalbanken.dk/da/pengepolitik/Sider/Default.aspx> [set 09-04-2017]
  - Nordea, 2015. Den danske deleøkonomi er tredoblet på et år. [Online]  
<http://www.nordea.com/da/press-and-news/nyheder-og-pressemeddelelser/2015-10-05-Den-danske-deleoekonomi-er-tredoblet-paa-et-aar.html> [set 10-02-2017]
  - Nyholm, P., Korsgaard Nielsen, M. & Sixhøj, M, 2013. Coop åbner bank til efteråret. [Online]  
<http://www.business.dk/detailhandel/coop-aabner-bank-til-efteraaret> [set 10-02-2017]

- Raaballe, J., Jeppesen, M.H. & Sahin, S.: Finans/Invest.: ”Danske børsnoterede bankers indtægts- og omkostningsstruktur under forvandling”
- Rasmussen, K, 2014. Kroman Reumert – Ansvarlig lånekapital – CRD IV. [Online] [https://www.kromannreumert.com/Nyheder/2014/01/Ansvarlig\\_laenekapital\\_CRD\\_IV](https://www.kromannreumert.com/Nyheder/2014/01/Ansvarlig_laenekapital_CRD_IV) [set 04-03-2017]
- SDC, 2017a. Kunder. [Online] <http://www.sdc.dk/Kunder> [set 24-02-2017]
- SDC, 2017b. Bestyrelsen [Online] <http://www.sdc.dk/Om-SDC/Bestyrelsen> [set 10-02-2017]
- Sparekassen Kronjylland, 2017a. Fakta om os. [Online] <http://www.sparkron.dk/om-sparekassen/organisation/presse/178-fakta-om-sparekassen-kronjylland> [set 22-01-2017]
- Sparekassen Kronjylland, 2017b. Formål og værdier. [Online] <http://www.sparkron.dk/om-sparekassen/formal-og-vaerdier/formal> [set 22-01-2017]
- Sparekassen Kronjylland, 2017c. Kundeløfter. [Online] <http://www.sparkron.dk/om-sparekassen/kundelofter> [set 22-01-2017]
- Sparekassen Kronjylland, 2017d. Samarbejdspartnere. [Online] <http://www.sparkron.dk/om-sparekassen/organisation/samarbejdspartnere> [set 24-02-2017]
- Sparekassen Kronjylland, 2017e. Årsrapport 2016 side 20 og 69. [Online] <http://www.sparkron.dk/om-sparekassen/regnskab> [set 04-03-2017]
- Sparekassen Kronjylland, 2017f. Årsrapport 2016 side 17. [Online] <http://www.sparkron.dk/om-sparekassen/regnskab> [set 04-03-2017]
- Sparekassen Kronjylland, 2017g. Årsrapport 2016 side 44. [Online] <http://www.sparkron.dk/om-sparekassen/regnskab> [set 05-03-2017]
- Sparekassen Kronjylland, 2017h. Årsrapport 2016 side 19. [Online] <http://www.sparkron.dk/om-sparekassen/regnskab> [set 05-03-2017]
- Sparekassen Kronjylland, 2017i. Risikoreport 2016 side 7. [Online] <http://www.sparkron.dk/om-sparekassen/regnskab> [set 06-03-2017]
- Sparekassen Kronjylland, 2017j. Årsrapport 2016. side 20. [Online] <http://www.sparkron.dk/om-sparekassen/regnskab> [set 06-03-2017]
- Sparekassen Kronjylland, 2017k. Risikoreport 2016 side 15. [Online] <http://www.sparkron.dk/om-sparekassen/regnskab> [set 06-03-2017]

- Sparekassen Kronjylland, 2017l. Årsrapport 2008. side 18. [Online]  
<http://www.sparkron.dk/om-sparekassen/regnskab> [set 18-04-2017]
- Startvækst, 2015. Hvad er crowdfunding? [Online]  
<https://startvaekst.virk.dk/vaekst/finansiering/crowdfunding/hvad-er-crowdfunding>  
[set 10-02-2017]
- Totalkredit, 2017. Fakta om Totalkredit. [Online]  
<https://www.totalkredit.dk/om-totalkredit/fakta-om-totalkredit/> [set 10-02-2017]