



Fundamental verdsettelse av SpareBank 1 SR-Bank

Anders Holta & Christoffer Thiis-Evensen

Veileder: Gunnar Stensland

Masterutredning, Finansiell økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen eller sensorer inntår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

Formålet med denne masterutredningen er å estimere verdien på egenkapitalen til SpareBank 1 SR-Bank konsernet, og beregne prisen på selskapets aksje. Det blir benyttet en fundamental verdsettelse som verdsettelsesmetode i oppgaven.

Etter en presentasjon av SpareBank 1 SR-Bank vurderer vi hvilken verdsettelsesmetode vi skal benytte. Det er hovedsakelig tre momenter som kompliserer verdsettelse av en sparebank. Den første komplikasjonen er klassifisering av hva som er av operasjonell eller av finansiell karakter. Det andre problemet er at banker er sterkt regulert av myndighetene. Den tredje komplikasjonen er at regnskapsreglene for finansinstitusjoner generelt er forskjellig fra tradisjonelle bedrifter. På bakgrunn av denne diskusjonen faller valget av verdsettelsesmetode på fri kontantstrøm til egenkapitalen og dividendemodellen.

Videre gjennomføres en strategisk analyse av makro og mikroomgivelsene til sparebanken. Den eksterne analysen indikerer at bankbransjen ikke har grunn til å forvente en økning i tap på utlån, eller redusert økonomisk aktivitet de neste årene. Den interne analysen tyder på at banknæringen preges av sterk konkurranse og relativt lav markedsvekst, men også at bankene fremdeles kan oppnå god lønnsomhet i finansbransjen. I regnskapsanalysen normaliseres regnskapet til sparebanken. En nøkkeltallsanalyse viser at banken er solid med god likviditet og lønnsomhet. I tillegg viser analysen at banken oppfyller alle regulatoriske krav med god margin.

Med utgangspunkt i den strategiske analysen og regnskapsanalysen, utarbeides prognoser og et fremtidsregnskap. Den fundamentale verdsettelsen bygger på våre antagelser og prognoser for fremtidige kontantstrømmer. Samtidig har vi estimert et avkastningskrav til egenkapitalen basert på våre estimater av den risikofrie renten, markedets risikopremie og en regresjonsanalyse for å finne selskapets betaverdi. Den fundamentale verdsettelsen resulterer i et verdiestimat for konsernet på **17,27** milliarder kroner. Det tilsvarer en aksjepris på **67,54** kroner. Avslutningsvis gjennomføres en sensitivitetsanalyse og en Monte Carlo simulering som tydelig viser at små endringer i nøkkelvariabler kan gi store utslag på verdsettelsesestimatet.

Forord

Med denne avhandlingen avslutter vi masterstudiet vårt i økonomi og administrasjon på Norges Handelshøyskole, NHH. Avhandlingen er skrevet med utgangspunkt i vår hovedprofil, finansiell økonomi. Målet med avhandlingen er å verdsette egenkapitalen til SpareBank 1 SR-Bank konsernet.

Gjennom en 5-årig økonomiutdannelse har vi opparbeidet oss kunnskap innen en rekke fagfelt. I verdsettelsen av SpareBank 1 SR-Bank benytter vi kunnskap og teori innen finans, økonomisk styring og strategi. Verdsettelse er en sammensatt og kompleks prosess som vil gi oss mulighet til å praktisere den teoretiske kunnskapen.

I startfasen vurderte vi hvilket selskap vi ønsket å verdsette. Etter grundige vurderinger og undersøkelser av ulike selskap og bransjer, bestemte vi oss for å verdsette et selskap innen bank- og finansbransjen. Valget falt på SpareBank 1 SR-Bank. Verdsettelse av bank er noe annerledes enn verdsettelse av tradisjonelle foretak. Samtidig finnes det relativt lite litteratur rundt emnet, og det er svært få studenter ved NHH som har skrevet en verdsettelsesoppgave av bank tidligere. Dette gjorde at vi vurderte verdsettelse av SpareBank 1 SR-Bank som en utfordrende og spennende oppgave.

Verdsettelsen av SpareBank 1 SR-Bank har vært en svært lærerik og interessant prosess. Vi har møtt på en rekke komplikasjoner og utfordringer underveis i prosessen, men med godt samarbeid og god veiledning har vi funnet løsninger på problemene. Vi vil derfor takke vår veileder Gunnar Stensland for gode og konstruktive tilbakemeldinger underveis i verdsettelsesprosessen.

Bergen, 20.juni 2014

Anders Holta

Christoffer Thiis-Evensen

Innholdsfortegnelse

1.0 Innledning	1
1.1 Problemstilling og avgrensning	1
1.2. Avhandlingens struktur	1
2.0 Presentasjon av SpareBank 1 SR-Bank	3
2.1 SpareBank 1 SR-Banks strategi og verdier.....	4
2.2 Datterselskaper for SpareBank 1 SR-Bank.....	4
3.0 Metode	6
3.1 Undersøkellesdesign.....	6
3.2 Datainnsamling	6
3.3 Kvalitativ og kvantitativ metode.....	7
3.4 Vurdering av datamaterialet.....	7
4.0 Valg av verdsettelsesmetode	9
4.1 utfordringer knyttet til verdsettelse av bank	9
4.2 Fundamental Verdsettelse	10
4.2.1 Fundamental verdsettelse – Metoder.....	12
4.2.1.1 Fri kontantstrøm til egenkapitalen / totalkapitalen	12
4.2.1.2 Dividendemodellen.....	14
4.2.1.3 Residualinntekt / superprofittmetoden	15
4.2.2 Komparativ verdsettelse	15
4.2.2.1 Markedsbasert tilnærming: Multiplikatormodeller	15
4.2.2.2 Markedsbasert tilnærming: Substansverdimodellen.....	17
4.2.3 Opsjonsbasert verdsettelse	18
4.3 Valg av verdsettelsesmodell	18
5.0 Strategisk analyse	20
5.1 Ekstern analyse	20
5.1.1 PESTEL.....	20

5.1.1.1 Politiske og legale forhold	20
5.1.1.2 Økonomiske forhold	23
5.1.1.3 Sosiokulturelle forhold	25
5.1.1.4 Teknologiske forhold.....	26
5.1.2 Oppsummering av PESTEL analysen	26
5.2 Selskapets mikroomgivelser	27
5.2.1 Porters femkraftmodell.....	27
5.2.1.1 Kundenenes forhandlingsmakt	29
5.2.1.2 Leverandørenes forhandlingsmakt	31
5.2.1.3 Trusler fra inntrengere:	34
5.2.1.3 Trusselen fra substitutter	35
5.2.1.4 Konkurrenter, bransjens interne rivalisering	38
5.2.2 Oppsummering	40
5.3 Intern analyse	40
5.3.1 Synlige ressurser	41
5.3.1.1 Finansielle ressurser	41
5.3.1.2 Fysiske ressurser.....	42
5.3.2 Usynlige ressurser	42
5.3.2.1 Intellektuell kapital	43
5.3.3 Oppsummering av SVIMA analysen	45
5.4 Oppsummering av konkurranseanalysen	45
6.0 Regnskapsanalyse	48
6.1 Rammeverk	48
6.1.2 Analyseperiode.....	49
6.1.3 Tallmateriale.....	49
6.2 Omgruppering av balansen	50
6.3 Justering og normalisering av resultatregnskapet	51

6.3.1 Netto inntekter fra finansielle instrumenter	52
6.3.2 Valuta	53
6.3.3 Pensjon	53
6.3.4 Engangsposter	55
6.3.5 Unormale tap på utlån	55
6.3.6 Presentasjon av normaliserte resultater	57
6.4 Nøkkeltallanalyse.....	58
6.4.1 Likviditet	58
6.4.1.1 Innskuddsdekningsgrad	59
6.4.1.2 Likviditetsindikator 1	60
6.4.2 Soliditet	61
6.4.2.1 Kapitaldekning	62
6.4.2.2 Kjernekapitaldekning	63
6.4.3 Kredittkvalitet.....	64
6.4.3.1 Beskrivelse av utlånsporteføljen.....	65
6.4.3.2 Netto tapsnivå.....	65
6.4.3.3 Intern kredittkvalitet	66
6.4.4 Lønnsomhet.....	67
6.4.4.1 Egenkapitalrentabiliteten (EKR)	67
6.4.4.2 Rentenettoen	69
6.4.4.3 Verdiskapning på utlåns – og innskuddsmarginen.....	69
6.4.4.4 Provisjons- og andre inntekter i % av forvaltningskapitalen.....	71
6.4.4.5 Kostnad pr. inntektskrone.....	72
6.4.4.6 Oppsummering nøkkeltall analyse	73
7.0 Beregning av avkastningskravet	74
7.1 Kapitalverdimodellen.....	74
7.2.1 Risikofri rente.....	76

7.1.2	Markedets risikopremie	77
7.1.3	Likviditetspremie	79
7.1.4	Beta, (β).....	79
7.1.4.1	Regresjonsanalyse av beta	82
7.1.4.2	Bankens gearing	85
7.1.4.3	Beta justering	86
7.2	Avkastningskravet til SR-Bank	86
8.0	Prognoser/Fremtidsregnskap	87
8.1	Tidshorizonten for fremtidsregnskapet, og steady state.....	87
8.2	Vekst i balansestørrelser	88
8.2.1	Vekst i egenkapitalen	88
8.2.2	Vekst i brutto utlån og forvaltningskapital.....	89
8.2.3	Innskuddsvekst	91
8.3	Vekst i resultatstørrelser	91
8.3.1	Vekst i netto renteinntekter og rentemargin	91
8.3.2	Vekst i provisjonsinntekter og andre inntekter	93
8.3.3	Vekst i netto finansinntekter	94
8.3.4	Vekst i lønnskostnader	95
8.3.5	Vekst i andre driftskostnader.....	96
8.3.6	Vekst i tapsnivå på utlån	97
8.3.7	Utbytte.....	98
8.4	Vekst i andre størrelser	99
8.4.2	Inflasjon.....	99
9.0	Fundamental verdsettelse	101
9.1	Utfordringer knyttet til verdivurdering av bank	102
9.2	Fremgangsmåte for estimering av den balanseførte egenkapitalen	102
9.3	Fundamental verdsettelse ved bruk av egenkapitalmetoden.....	106

9.4 Fundamental verdsettelse ved bruk av Dividendemodellen	107
10.0 Komparativ verdsettelse	108
10.1 Pris/Fortjeneste modellen (P/E)	108
10.2 Pris/Bok modellen (P/B)	110
10.3 Sammenligning av de ulike verdsettelsesmetodene.....	111
11.0 Sensitivitetsanalyse	112
11.1 Risikofri rente	112
11.2 Beta	113
11.3 Markedets risikopremie	114
11.4 Vekstfaktor (g).....	114
11.5 Egenkapitalkravet og vekst	115
11.6 Netto rentemargin	116
11.7 Netto tap på utlån	116
11.8 Monte Carlo simulering	117
11.8.1 Input til modellen	118
11.8.2 Resultat av Monte Carlo simulering.....	119
11.8.3 Oppsummering av Monte Carlo simuleringen	121
12.0 Oppsummering og konklusjon	122
13.0 Litteraturliste	123
13.1 Litteratur	123
13.2 Artikler.....	123
13.3 Rapporter	124
13.4 Internettkilder.....	125
13.5 Forelesninger	129
14.0 Vedlegg	130

1.0 Innledning

Ved valg av masterutredning ønsket vi å skrive om et tema vi begge hadde interesse for. Samtidig ønsket vi å benytte oss av den brede kunnskapen vi har opparbeidet oss gjennom studiet. En fundamental verdsettelse gir oss god mulighet til å benytte mye av den kunnskapen vi har opparbeidet oss i praksis. I verdsettelsen av SR-Bank benytter vi blant annet kunnskap og teori innen økonomisk styring, strategi og finans.

Etter en grundig vurderingsprosess bestemte vi oss for å verdsette et selskap innen bank- og finansbransjen. Etersom verdsettelse av en sparebank inneholder vesentlige forskjeller fra verdsettelsen av tradisjonelle foretak, syntes vi det virket som en spennende og faglig utfordrende oppgave. Den begrensede litteraturen rundt emnet, verdsettelse av finansforetak, kombinert med få tidligere verdsettelsesoppgaver av bank gjorde oss enda mer motivert for å skrive om bankbransjen.

1.1 Problemstilling og avgrensning

Avhandlingens problemstilling er:

Hva er verdien til SpareBank 1 SR-Bank Konsernet, og den medfølgende prisen per aksje?

På grunn av tiden og informasjonen vi har til rådighet vil verdsettelsen ha visse begrensninger. Vi har derfor valgt å verdsette sparebanken som eksterne analytikere ved å benytte offentlig tilgjengelig informasjon.

1.2. Avhandlingens struktur

Kapitlene i avhandlingen følger de naturlige stegene i verdsettelsesprosessen i kronologisk rekkefølge. Dette gjør strukturen i avhandlingen mer logisk for leseren.

Første kapittel omhandler motivasjonen vår for å skrive en verdsettelsesoppgave, presentasjon av avhandlingens problemstilling og oppsummering av oppgavens struktur.

I kapittel 2 presenteres SR-Bank konsernet slik at leseren får en grunnleggende forståelse av sparebankens historie og oppbygning. Metodebruken i avhandlingen gjennomgås og vurderes i kapittel 3. Valg av verdsettelsesmetode beskrives detaljert i kapittel 4, herunder vurderes ulike verdsettelsesteknikker og mulige fallgruver ved bruk av verdsettelsesmetodene.

Den strategiske analysen, både den eksterne- og interne, presenteres i kapittel 5. I dette kapittelet analyseres sparebankens styrker og svakheter, konkurransearena, og generelle

makroøkonomiske trender som er relevante for verdsettelsen. Regnskapsanalysen av sparebanken blir foretatt i kapittel 6. I dette kapitlet presenterer vi normaliseringen av regnskapet og analyserer selskapets likviditet, soliditet og lønnsomhet. Samtidig som vi sammenligner SR-Bank med et utvalg av sammenlignbare sparebanker.

Beregningen av avkastningskravet til SR-Bank gjennomgås i kapittel 7. I kapittel 8 benytter vi resultatene fra kapittel 5 og 6 til å estimere prognoser for nøkkelvariabler benyttet i verdsettelsen. Prognosene anvendes videre til å beregne fremtidsregnskapet til SR-Bank som danner grunnlaget for selve verdsettelsen.

Selve verdsettelsen utføres i kapittel 9 og 10. I kapittel 9 beskrives resultatene av den fundamentale verdsettelsen. Den komparative verdsettelsen beskrives i kapittel 10. Deretter foretar vi en sensitivitetsanalyse og en Monte Carlo simulering i kapittel 11. Avhandlingens oppsummering og konklusjon er nedfelt i kapittel 12. De kilder som er anvendt er nedfelt i kapittel 13.

2.0 Presentasjon av SpareBank 1 SR-Bank

SpareBank 1 SR-Bank er Vest- og Sørlandets ledende finanskonsern og landets nest største norskeide bank. Den første banken som er en del av dagens SR-Bank ble opprettet i 1839. Siden den gang har SR-Bank vokst betraktelig og består i dag av omlag 39 tidligere lokale sparebanker. Sparebanken har derfor en lang historie i Rogaland, og en dyp forankring i lokalmiljøene. Sparebanken tilbyr produkter og tjenester innen lån, sparing, forsikring, rådgivning og pensjon, både for personmarkedet og bedriftsmarkedet.

I januar 2012 ble SR-Bank omdannet fra sparebank til allmennaksjeselskap, en såkalt aksjesparebank. På samme tidspunkt ble Sparebankstiftelsen SR-Bank etablert.

Målsetningen til stiftelsen er å forvalte de tilførte aksjene, og å utøve og opprettholde et langsiktig og stabilt eierskap i SpareBank 1 SR-Bank ASA. I tillegg til å kunne disponere av overskuddet, kan stiftelsen, i tradisjon med sparebankenes forretningsmodell, dele ut midler til allmennyttige formål. SR-Bank har per 31. desember 2013 52 kontorer, fordelt over selskapets markedsområder, og har omtrentlig 1200 fast ansatte.

Ettersom SR-Bank er en av Norges største finanskonsern bruker de mye ressurser på samfunnsnyttige formål. Hensikten med SR-Bank, ifølge sparebanken selv, er å skape verdier i regionene den er en del av, og at de har et ansvar for å fremme vekst og utvikling innen markedsområdene til banken. Markedsområdene er Rogaland, Hordaland og Agderfylkene. Disse markedsområdene dekker omtrentlig 25% av Norges befolkning. Regionene har opplevd en jevn befolkningsvekst, vekst i næringsaktivitet og sysselsetting. Spesielt Rogaland har opplevd en vesentlig vekst i sysselsettingen. Næringsstrukturen i kjerneregionene til SR-Bank er dominert av olje- og gassnæringen, omtrent 40% av landets oljeserviceselskaper er lokalisert i Stavanger regionen. Samtidig har Sør- og Vestlandet et mangfoldig og internasjonalt næringsliv. Disse faktorene fører til en god etterspørsel etter arbeidskraft, utsikter for økonomisk vekst og et presset boligmarked. Spesielt i de større byene.

SR-Bank er medlem av SpareBank 1-alliansen. Alliansen fungerer som et bank- og produktsamarbeid mellom en rekke selvstendige banker. Sparebankene har historisk sett hatt en sterk lokal forankring, med nærhet til kundene. De har vært viktige bidragsytere i lokalsamfunnet ved at de tilfører arbeidsplasser, fremmer vekst i regionene og donerer midler til allmennyttige formål. De siste tretti årene har antallet sparebanker i Norge blitt kraftig redusert, og sparebankbransjen er preget av en betydelig konsolideringsprosess. Flere av landets større banker har ført en aggressiv strategi, og har økt sine markedsandeler

betraktelig, både gjennom intern- (organisk) og ekstern vekst. En rekke mindre og mellomstore sparebanker har blitt kjøpt opp eller fusjonert med andre banker, samtidig har flere lokale sparebanker måtte legge ned. Antallet norske sparebanker har blitt redusert med i overkant av 66% fra 1980(322) til 2013(108) (Sparebankforeningen). Videre drøftelse av sparebanknæringen og markedet foretas i den strategiske analysen.

2.1 SpareBank 1 SR-Banks strategi og verdier

Sparebankens strategi er at den skal være Sør- og Vestlandets mest attraktive leverandør av finansielle tjenester, med utgangspunkt i god kundebehandling og gode kundeopplevelser, profesjonalitet, sterk lagfølelse innad i konsernet, beslutningskraft og lokal forankring. Samtidig skal banken vise til god soliditet og lønnsomhet, med god tillit i bransjen og markedet. Det overordnede målet er at banken skal bli anbefalt videre av sine kunder.

De overordnede finansielle målene for SR-Bank er å oppnå en god og stabil avkastning på egenkapitalen, slik at eierne oppnår en konkurransedyktig avkastning på sine eierposisjoner.

Verdiene til SR-Bank er at banken og de ansatte skal ha «*Mot til å meina, styrke til å skapa*». Det skal oppnås gjennom ærlighet, åpenhet, langsiktighet og ved å vise respekt, ansvar og vilje til konstant forebring (srbank.no).

2.2 Datterselskaper for SpareBank 1 SR-Bank

Eierskapsprosenten til SR-Bank i de ulike datterselskapene er oppgitt i parentes, all informasjon er hentet fra årsrapporten og nettsiden til SR-Bank.

Eiendomsmegler 1 SR-Eiendom AS (100%)

SR-Eiendom er det største selskapet i den landsomfattende Eiendomsmegler 1-kjeden, og er markedsleder i konsernet på dette markedsområdet. Selskapet tilbyr tjenester og produkter innen eiendomsmegling for privatpersoner og næringsmegling. SR-Eiendom har per 31-12.2013 en formidlingsverdi på 22 milliarder kroner.

SpareBank 1 SR-Finans AS (100%)

Dette er et finansieringsselskap som tilbyr forbruks-, bil- og båtlån til personkunder, og leasingsfinansiering til bedriftskunder. Selskapet er for tiden markedsleder i Rogaland, med ambisjoner om vekst i Hordaland og Agder-fylkene. SR-Finans har per 31.12.2013 en forvaltningskapital på 6,4 milliarder kroner.

SR-Forvaltning AS (100%)

SR-Forvaltning har konsesjon for aktiv verdipapirfondsförvaltning og förvaltning.

Verdipapirfondsforvaltningen består av tre fond, SR-Kombinasjon, SR-Rente og SR-Utbytte. Selskapene SR-Forvaltning forvalter porteføljer for, inkluderer pensjonskassen til SpareBank 1 SR-Bank, og i overkant av 2000 andre kunder, som består av offentlige og private bedrifter, pensjonskasser og personkunder. SR-Forvaltning forvalter, per 31.12.2013, kapital for 7,7 milliarder kroner.

Sparebank 1 Gruppen AS (19,5%)

SR-Bank er medlem av Sparebank 1 alliansen. Utvikling og drift av produktselskapene er organisert gjennom holdingsselskapet Sparebank 1 Gruppen AS, holdingsselskapet har samtidig det administrative ansvaret for samarbeidsprosessen. Hensikten med alliansen er å utvikle og tilby konkurransedyktige finansielle produkter og tjenester. Blant annet er det fokus på utvikling av kompetanse og merkevare, og felles samarbeid om å utvikle de mest effektive forretningsprosessene. Samtidig skal samarbeidet føre med seg stordriftsfordeler, i form av lavere utviklingskostnader og høyere kvalitet på produkter og tjenester, for alliansemedlemmene. På denne måten gir alliansen medlemmene noen av fordelene til store landsdekkende banker, samtidig som de opprettholder sin lokale forankring og tilhørighet. Gjennom tre kompetansesentra, skal medlemsbedriftene få økt kompetanse gjennom kurs innen kreditt, betaling og læring.

Sparebank 1 Boligkreditt AS (26,2%) og Sparebank 1 Næringskreditt AS (23,5%)

Både SpareBank 1 Næringskreditt og SpareBank 1 Boligkreditt har konsesjoner som kredittforetak. De utsteder obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) i boliglånsporteføljer og næringseiendomsporteføljer, som er kjøpt av eierbankene. Begge selskapene eies av Sparebank 1 alliansen. Selskapene bidrar med å sikre at eierne har tilgang på stabil og langsiktig finansiering, til konkurransedyktige priser.

Samlet utlånsvolum, 31.12.2013, for SpareBank 1 Boligkreditt AS var 174,8 milliarder kroner. Omtrentlig 26% av dette var boliglån kjøpt fra SpareBank 1 SR-Bank. Samlet utlånsvolum, 31.12.2013, for SpareBank 1 Næringskreditt AS var 15,2 mrd kroner, der omtrentlig 4% var lån kjøpt fra SpareBank 1 SR-Bank.

BNBANK ASA (23,5%)

BNBANK er den tidligere sparebanken Glitnir Bank ASA, og ble kjøpt av medlemmene i Sparebank 1 alliansen.

3.0 Metode

Begrepet metode betyr en strukturert fremgangsmåte (Gripsrud, Olsson og Silkoset, 2010). En godt strukturert fremgangsmåte er essensielt for å effektivt kunne løse vitenskapelige problemer. Hvilken metode som er best egnet, avhenger blant annet av problemets art, omfang og hvilke ressurser man har til rådighet. I dette kapitlet redegjør vi for hvilken forskningsmetode vi benytter i denne oppgaven, for å sikre en høyest mulig grad av reliabilitet og validitet av resultatene.

3.1 Undersøkellesdesign

Undersøkellesdesignet beskriver hvordan analyseprosessen skal gjennomføres, for å løse oppgavens problemstilling. Vi må vurdere hvilke typer data vi behøver for analysearbeidet, og hvordan dataene skal fremskaffes og bearbeides. De tre hovedformene for undersøkellesdesign er, utforskende-, deskriptivt- og kausalt design (Gripsrud, Olsson og Silkoset, 2010).

Utforskende undersøkellesdesign er hensiktsmessig dersom man har liten kunnskap om emnet man analyserer. Her er ofte målet med analysene å tilegne seg ny kunnskap om et emne, for å få en bedre forståelse av problemstillingen man analyserer (Gripsrud, Olsson, & Silkoset, 2010, s39). Deskriptivt undersøkellesdesign er hensiktsmessig dersom man allerede har grunnleggende kunnskap og forståelse av emnet man analyserer. Når man benytter et deskriptivt undersøkellesdesign, er hensikten med undersøkelsen normalt å analysere en eller flere variabler, og bestemte situasjoner. Deskriptivt design kan ikke forklare kausale sammenhenger, men kan benyttes for å identifisere tilstedeværelsen av samvariasjon mellom ulike variabler (Gripsrud, Olsson og Silkoset, 2010). Kausalt undersøkellesdesign benyttes for å tolke og forklare årsakssammenhenger mellom variabler (Gripsrud, Olsson og Silkoset, 2010).

I denne oppgaven har vi valgt å benytte oss av et deskriptivt undersøkellesdesign.

3.2 Datainnsamling

Undersøkelsens problemstilling og formål, avgjør hvilken type informasjon som er nødvendig å hente inn, og hvilke innsamlingsteknikker som er mest hensiktsmessige å benytte. Datamaterialet kan hovedsakelig deles inn i primærdata og sekundærdata (Gripsrud, Olsson og Silkoset, 2010). Primærdata er data som er spesifikt samlet inn for å svare på undersøkelsens problemstilling. Sekundærdata er data som er samlet inn av andre aktører, normalt for andre formål enn vår forskningsundersøkelse.

I denne oppgaven har vi hovedsakelig benyttet oss av sekundærdata. Informasjonen kommer primært fra offentlig tilgjengelige årsrapporter og sparebankenes nettsider, faglitteratur og rapporter fra blant andre Norges Bank, Finansdepartementet og Statistisk Sentralbyrå (SSB).

Innen forskingsdesign er det videre hovedsakelig to metoder, kvalitativ og kvantitativ metode.

3.3 Kvalitativ og kvantitativ metode

Kvalitativ metode fokuser på data som ikke er tallfestet, data i form av tekst, observasjoner eller intervjuer (Johannesen, Kristoffersen og Tufte, 2004). Kvalitativ analyse egner seg derfor til å analysere problemstillinger og fenomener som ikke kan forklares gjennom tallmaterialer. Kvantitativ metode benyttes for å samle inn data som kan tallfestes, og er ofte bredere i tilnærmingen til problemet enn en kvalitativ metode (Johannesen, Kristoffersen og Tufte, 2004). Kvalitative metode kan brukes for å utdype og tolke kvantitative data. Det vil derfor være hensiktsmessig å benytte både kvalitativ og kvantitativ metode i oppgaven.

3.4 Vurdering av datamaterialet

For å sikre at informasjonen vi har benyttet er pålitelig, og identifisere mulige feilkilder, må vi vurdere datamaterialet etter tre kvalitative kriterier, validitet, reliabilitet og om resultatene er generaliserbare (Gripsrud, Olsson og Silkoset, 2010). At et datamateriale har en høy grad av validitet, er ikke ensbetydende med at det har en høy grad av reliabilitet, og vice versa.

Validitet omhandler hvor godt datamaterialet representerer det vi forsøker å undersøke, eller måler det vi har til hensikt å måle (Gripsrud, Olsson og Silkoset, 2010). Det er hovedsakelig tre typer validitet, begrepsvaliditet, intern validitet og ekstern validitet (Johannesen, Kristoffersen, & Tufte, 2004).

Begrepsvaliditet beskriver om det vi har til hensikt å måle oppfører seg som forventet, med utgangspunkt i de teoretiske antagelsene (Johannesen, Kristoffersen og Tufte, 2004). Vi har benyttet oss av mye relevant faglitteratur rundt teamet verdsettelse, og har bearbeidet denne litteraturen før vi begynte med datainnsamlingen for oppgaven. På den måten har vi fått en god indikasjon på hvilken informasjon som er relevant for en verdsettelse av en sparebank. Vi har omgruppert og normalisert resultatregnskapet til SR-Bank i et forsøk på å styrke validiteten i den kvantitative analysen. En mulig svakhet ved denne

fremgangsmåten er at vi har benyttet en skjønnsmessig vurdering i hvilke poster som skal omgrupperes og normaliseres.

Den interne validiteten beskriver i hvilken grad en undersøkelse kan resultere i klare konklusjoner om kausale sammenhenger (Johannesen, Kristoffersen og Tufte, 2004). Den indre validitet er høy dersom de analyserte årsakssammenhengene ikke påvirkes i nevneverdig grad av variabler vi ikke har identifisert. Årsakssammenhengene i en verdsettelse kan være mange og sammensatte, det kan derfor være komplisert å identifisere kausalitetsforhold.

Ekstern validitet beskrives ofte som overførbarheten, eller generaliseringen, av resultatene i undersøkelsen, til andre sammenhenger og populasjoner. I kvantitative undersøkelser brukes begrepet generalisering for den eksterne validiteten, og ved kvalitative undersøkelser brukes begrepet overførbarhet (Johannesen, Kristoffersen og Tufte, 2004).

Vår analyse og vårt datamateriale er innhentet spesifikt for å verdsette SR-Bank. Resultatene av verdsettelsen er derfor ikke generaliserbare. Noen av resultatene i verdsettelsen kan til en viss grad overføres, ettersom vi bruker anerkjente strategiske rammeverk som Porters femkraftsmodell og PESTEL-rammeverket på bankbransjen. Resultatene av verdsettelsen er totalt sett relativt lite overførbare. På grunn av at vi har benyttet oss av relevant faglitteratur og anerkjente verdsettelsesmodeller, vil vi hevde at begrepsvaliditeten og den interne validiteten er tilfredsstillende for oppgavens hensikt.

Reliabiliteten til datamaterialet beskriver graden av pålitelighet, om undersøkelsen faktisk representerer den virkelige situasjonen. En høy reliabilitet indikerer at dersom andre utfører tilsvarende undersøkelser, så skal de oppnå tilnærmet identiske resultater (Gripsrud, Olsson og Silkoset, 2010). Regnskapene til sparebankene følger regnskapsreglene i IFRS-standarden og god regnskapsskikk, samtidig som de årlig revideres av en ekstern aktør. Informasjonen hentet fra de øvrige kildene nevnt tidligere, regner vi også som pålitelige, ettersom de hovedsakelig stammer fra statlige instanser og organer med godt faglig omdømme. Samtidig er all kvantitativ og kvalitativ data offentlig tilgjengelig. Som gjør at alle resultater kan etterprøves. Vi vurderer på bakgrunn av dette at datamaterialet vi har benyttet i oppgaven har høy reliabilitet.

4.0 Valg av verdsettelsesmetode

4.1 utfordringer knyttet til verdsettelse av bank

Verdsettelse av bank er en utførende prosess, ettersom resultatregnskapet og balansen har en annen oppbygning enn for et tradisjonelt foretak. Verdiskapningen til en normal bedrift foregår på venstre side i balansen, mens høyre side forklarer hvordan selskapet er finansiert. I en bank kan verdiskapningen skje på begge sider i balansen. For å kunne gjøre et hensiktsmessig valg av verdsettelsesmetode, må vi først kartlegge hovedutfordringene ved å verdsette en bank. Nedenfor går vi igjennom ulike dimensjoner for hvordan en bank skiller seg ut, sammenlignet med andre foretak. Disse dimensjonene er hentet fra Aswath Damodarans artikkel *Valuing financial service firms* fra 2009.

Reguleringer

Banker opererer under et strengt regelverk, som gjør det vanskelig å forutsi fremtidige vekstmuligheter. En bank er påkrevd å opprettholde gitte egenkapitalkrav for å forsikre seg om at den ikke over ekspanderer utover sine tilgjengelige midler, og dermed øker risikoen til kundenes innskudd. Det er også begrensninger på hvor en bank kan foreta sine investeringer. Fra et verdsettelsesperspektiv, er vekst en viktig faktor for å beregne reinvesteringene. Ettersom reguleringene kan endre seg i fremtiden, vil dette gi en ekstra usikkerhet (risiko) når man estimerer fremtidig vekst for banken.

Forskjeller i regnskapsreglene

Bankens eiendeler er ofte finansielle instrumenter som er verdsatt til virkelig verdi i balansen. I et tradisjonelt foretak vil eiendelene normalt verdsettes til anskaffelseskost. I det tradisjonelle foretaket kan man måle avkastningen på egenkapitalen gjennom avkastningen tjent på investeringer i eiendeler. I en bank vil den bokført egenkapitalen gjenspeile dagens markedsverdi, og ikke den originale anskaffelseskosten. Dette vil komplisere beregningene av avkastningen på egenkapitalen.

En annen utføring med regnskapsreglene er hvordan bankene bokfører tap. Risikoen ved utlån er at låntaker kan misligholde lånet. Fremfor å nedskrive dårlige lån når de forekommer, har banken en konto for avsetning for tap, som de påfører driftsresultatet hvert år for å glatte ut fremtidige tap. En konservativ bank vil ha en høyere avsetning for tap enn en aggressiv bank. I gode tider vil da den aggressive banken rapportere et høyere driftsresultat.

Gjeld og egenkapital

Et tradisjonelt selskap henter finansiering gjennom gjeld og egenkapital. Kapitalen hentes fra investorer eller banker for å finansiere fremtidige investeringer. I en bank, har gjeld en annen betydning. Fremfor å se på gjeld som en kilde til kapital, ses den på som råmateriale. Det gjør at man får problemer med å definere gjelden. For eksempel, skal man behandle innskudd fra en kunde som en gjeldspost eller som en eiendel?

Dersom man klarer å definere gjeld, er det fortsatt utfordringer knyttet til gjeldsandelen. En bank bruker mer gjeld til å finansierer driften, og har en betydelig høyere gjeldsgrad enn de fleste andre foretak. Dette vil gi utslag i verdsettelsen. Ettersom egenkapitalen er en liten del av totalverdien til en bank, vil en liten endring i bankens eiendeler fremkalle store svingninger i verdien til egenkapitalen.

Reinvesteringer

For at et tradisjonelt selskap skal vokse i fremtiden, må man foreta regelmessige reinvesteringer i anleggsmidler og arbeidskapital. Å definere disse reinvesteringene vil være problematisk for en bank. I motsetning til et industriselskap som investerer i anlegg, utstyr og andre anleggsmidler, vil en bank hovedsakelig investere i immaterielle eiendeler som merkenavn og humankapital. Dermed vil bankens investeringer for fremtidig vekst bli kategorisert som en driftskostnad i resultatregnskapet. Investering i arbeidskapitalen gir oss også et annet problem. Arbeidskapitalen er definert som omløpsmidler minus kortsiktig gjeld. En stor andel av bankens balanse kan defineres som omløpsmidler eller kortsiktig gjeld. Endringer i denne andelen kan være både stor og volatil, samtidig kan det hende at endringen ikke har noen tilknytning til reinvestering av fremtidig vekst. Ettersom det er vanskelig å identifisere bankens reinvesteringer for fremtidig vekst, vil vi få utfordringer med å identifisere fremtidige kontantstrømmer (Damodaran, 2009).

Vi skal nå se på ulike verdsettelsesteknikker og vurdere vanlige fallgruver når man verdsetter en bank. Deretter skal vi argumentere for den eller de metodene som er best egnet for verdsettelse av SR-Bank.

4.2 Fundamental Verdsettelse

Fundamental verdsettelse tar utgangspunkt i hvilke kontantstrømmer et selskap kan forvente å generere i fremtiden. Verdien av selskapet er nåverdien av de forventede fremtidige kontantstrømmene. I denne tilnærmingen må man normalt gå igjennom seks ulike steg for å komme frem til selskapets verdi (Kinserdal, 2013).

Omgruppering av regnskapet for analyseformål

Første steg i fundamental verdsettelse er å omgruppere balansen for analyseformål. For å estimere verdien av selskapet må det justeres for eiendeler og gjeldsposter som ikke er relatert til driften. Disse blir klassifisert som finansielle eiendeler (FE) og gjeld (FG). Motsatt vil driftsrelaterte eiendeler (DE) og gjeld (DG), være relatert til den daglige driften av selskapet (Kinserdal, 2013). Fordringer er et eksempel på en regnskapspost som kan være både driftsrelatert og finansiell. En driftsrelatert fordring kan være kundefordringer, mens en finansiell fordring kan være utlån til ansatte.

Normalisering av resultatet

Andre steg i prosessen er å normalisere resultatet. Først må man justere den omgrupperte balansen for målefeil, dersom dette fremkommer. Målefeil kan blant annet være knyttet til manglende bruk av virkelig verdi på poster i regnskapet. Det kan også være knyttet til bruken av ukorrekte avskrivningstider og kreativ regnskapsføring. Et eksempel på målefeil kan være at ledelsen i et selskap foretar en stor nedskrivning i forkant av en børsnotering, for å bringe positive resultater i fremtiden (Kinserdal, 2013).

Videre ønsker vi å finne den reelle underliggende inntjeningen som selskapet kommer til å fortsette med fremover i tid. Det gjøres ved at man foretar en historisk justering av tidligere års resultater. Engangsposter og unormale svingninger som ikke har noe med fremtiden å gjøre, blir justert. Hvor langt tilbake i tid analyseperioden skal gå, avhenger av om virksomheten har vært stabil over tid eller ikke. De normaliserte resultatene vil gi en indikasjon på forventet fremtidig inntjening (Kinserdal, 2013).

Analyse av selskapet

Først gjennomføres det en regnskap- og nøkkeltalls analyse. Her går man inn i de normaliserte regnskapene og analyserer de justerte tallene. Vi skal finne historiske trender og se på resultatutviklingen. Ved hjelp av nøkkeltall skal man få en underliggende innsikt i økonomiske forhold (Kinserdal, 2013).

Deretter foretar man en strategisk analyse av selskapet og konkurransearenaen, for å se på selskapets strategiske posisjon, konkurrenter, leverandører, kunder, verdidrivere, og bransjen.

Utarbeiding av prognoseregnskap

Nøkkeltallanalysen og den strategiske analysen danner grunnlaget for prognostiseringen. Man prøver normalt å budsjettere selskapets inntjening hvert år fremover i en 5-15 års

horisont. Videre prognoser utover denne tidshorisonten kan være vanskelig å estimere, ettersom det er stor usikkerhet knyttet til estimatene. Derfor antar man at selskapet har nådd en *steady state* tilstand. Ved slutten av den eksplisitte analyseperioden, forutsetter man en *continuing value* som man benytter Gordons vekstformel på. Det kan også være relevant å inkludere ulike scenarier i budsjetteringen. Lav-, middels-, og høykonjunktur vil påvirke resultatet til et selskap (Kinserdal, 2013).

Vurdering av verdiene

Dersom vi velger å bruke kontantstrømmodellen vet vi at terminalverdien er svært sensitiv for forutsetningene vi legger til grunn for evig vekst. Det er lett å være for optimistiske, slik at man får en for høy verdi. For å vurdere om beregningene er fornuftige, kan vi bruke benchmarking. Dette kan gjøres ved å bruke resultat- og kontantstrømbaserte multipler. Man sammenligner videre våre multiplikatorer opp mot konkurrenters.

4.2.1 Fundamental verdsettelse – Metoder

Det finnes ulike varianter av verdsettelsesteknikker innenfor fundamental verdsettelse. De deles inn i egenkapital- og total kapitalmetoden. EK - metoden verdsetter egenkapitalen direkte, mens TK - metoden verdsetter egenkapitalen indirekte. Innenfor egenkapitalmetoden er det tre teknikker man kan bruke; Frikontantstrøm-, dividende, og superprofittmodellen. Frikontantstrømmodellen brukes når man benytter TK-metoden (Damodaran, 2012).

4.2.1.1 Fri kontantstrøm til egenkapitalen / total kapitalen

I fri kontantstrøm til egenkapitalmodellen (FCFE) beregnes den kontantstrømmen som er tilgjengelig for selskapets eiere. Det gjør at vi normalt bruker resultatet etter skatt som utgangspunkt. Deretter trekker vi fra investeringer, ettersom de representerer utbetalinger. Av- og nedskrivninger må legges til, da de regnes som ikke betalbare utgifter. Videre må man justere for endring i arbeidskapitalen. En økning i arbeidskapitalen reduserer selskapets kontantstrøm, mens en reduksjon vil øke kontantstrømmen. Deretter trekker man fra tilbakebetaling av gjeld og legger til nye lån (Damodaran, 2012).

I fri kontantstrøm til total kapitalmodellen (FCFF) beregnes den kontantstrømmen som er tilgjengelig for selskapets aksjonærer og kreditorer. Man holder derfor betaling av renter, nedbetaling av lån og opptak av lån utenfor regnestykket (Damodaran, 2012). FCFE og FCFF kan uttrykkes følgende:

Tabell 1 Fri kontantstrøm til egenkapitalen / totalkapitalen

	Fri kontantstrøm til egenkapital	Fri kontantstrøm til totalkapital
	Netto inntekt	EBIT * (1-skattesats)
+	Netto Av- og nedskrivninger	Netto Av- og nedskrivninger
-	Investeringer	Investeringer
+	Netto Endring i arbeidskapitalen	Netto Endring i arbeidskapitalen
+	Netto endring lån	-----
=	Fri kontantstrøm til egenkapitalen	Fri kontantstrøm til totalkapitalen

Når man har estimert de fremtidige kontantstrømmene til egenkapitalen/totalkapitalen må man diskontere disse med et avkastningskrav til eierne / selskapet.

$$V_0 = \sum_{t=1}^T \frac{E(FCF)}{(1+r)^t} \quad (1)$$

V_0 = Verdien av eiernes/selskapets kontantstrøm på tidspunkt 0

E = Forventet (utbytte eller kontantstrøm)

FCF = Fri kontantstrøm (Free Cash Flow)

r = Avkastningskravet til eierne/selskapet

Lenger frem i tid er det knyttet stor usikkerhet til kontantstrømmene, slik at det ikke er hensiktsmessig å utarbeide budsjetter. Man bruker heller en forenkling som *Gordons vekstformel*, og beregner terminalverdien til kontantstrømmen som fastsettes.

Terminalverdien baserer seg på en periode der man forutsetter evigvarende stabil vekst fra og med året etter den eksplisitte analyseperioden (Damodaran, 2012).

$$T_t = \frac{FCF_{t+1}}{r-v} \quad (2)$$

T = Terminalverdi

v = Vekstrate

Siste steg er å trekke fra / legge til finansiell gjeld og finansielle eiendeler som ikke er knyttet til driften. Dermed får vi følgende verdi av selskapet:

$$V_0 = \sum_{t=1}^T \frac{E(FCF)}{(1+r)^t} + \frac{\text{Terminalverdi}}{(1+r)^t} \text{ +/- Finansielle eiendeler/gjeld} \quad (3)$$

Fallgruve FCFE: Det er vanskelig å definere reinvesteringer, ettersom driftsmidler og arbeidskapital er annerledes for banker. Ofte er investeringer i driftsmidler et veldig lite eller negativt tall. Samtidig vil arbeidskapitalen (forskjellen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld) for en bank, gi tall som er vanskelige å forklare.

Fallgruve FCFF: Et av de største problemene er utregningen av avkastningen til totalkapitalen (WACC). Som nevnt ovenfor er gjeld vanskelig å definere for en bank. Dersom vi hadde klassifisert alle kortsiktige- og langsiktige lån som gjeld, ville gjeldsandelen (G/TK) blitt ekstremt høy, og egenkapitalandelen (EK/TK) svært lav. Det ville ha vektet avkastningen til EK (r_{ek}) svært lavt, og avkastningen til gjeld (r_g) svært høyt, slik at avkastningen til totalkapitalen (WACC) ville blitt urealistisk lav.

4.2.1.2 Dividendemodellen

Det andre alternativet er å bruke dividende som kontantstrømmen til egenkapitalen. Vi må da forutsette at selskapet over tid vil utbetale deres frie kontantstrøm som utbytte. Ettersom dividende er mulig å observere, slipper vi å forholde oss til problemstillingen knyttet til reinvesteringer.

Dividendemodellen verdsetter aksjens egenkapital basert på forventede fremtidige utbytter neddiskontert til nåverdi. Ettersom dividenden er den eneste kontantstrømmen en investor kan forvente å få utbetalt av en aksje, foruten salg av aksjen, vil aksjeverdien bli bestemt av forventede dividendeutbetalinger (Koller, Goedhart og Wessels, 2010). I henhold til teorien kan man beregne verdien av et selskap slik:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D^t}{(1+k)^t} \quad (4)$$

P_0 = Verdien av en aksje

D_t = Forventet dividende per aksje i år t

k_E = Avkastningskravet til egenkapitalen

Dersom man antar at forventet vekst i utbytte er konstant i evig tid, kan man benytte

Gordons vekstformel.

$$P_0 = \frac{D_1}{k-g} \quad (5)$$

P_0 = Selskapets eller aksjens verdi

D_1 = Dividendeutbetaling i år 1, totalt for selskapet eller per aksje

k = Investors avkastningskrav

g = Forventet vekstrate på dividende

Fallgruve: Man forutsetter implisitt at dividenden som blir utbetalt av banken er bærekraftig og rimelig. Problemet er at noen banker utbetaler mindre dividende enn de kan, for å styrke kjernekapitalen, mens andre banker utbetaler for høy dividende og prøver å kompensere ved å foreta en emisjon av nye aksjer. Dersom vi verdsetter banken som betaler for lite dividende, vil vi få en for lav verdi. Ved å verdsette banken som betaler for mye dividende, vil vi få en for høy verdi.

4.2.1.3 Residualinntekt / superprofittmetoden

Denne modellen tar for seg om et selskap har en kapitalavkastning som er større enn avkastningskravet. I så fall har selskapet en superprofitt. Metoden går ut på å verdsette egenkapitalen som dagens bokførte verdi av egenkapital, pluss nåverdien av forventet fremtidig residual inntekt (superprofitt) (Koller, Goedhart og Wessels, 2010). Metoden kan uttrykkes ved følgende formel:

$$V_0 = BV_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{RI_t}{(1+r)^t}, \text{ der } RI_t = E_t - r * BV_0 \quad (6)$$

V_0 = Verdien av egenkapitalen

BV_0 = Bokførte verdien av egenkapitalen på tidspunkt 0

RI = Residual income (superprofitt)

r = avkastningskravet

E_t = Earnings (resultat etter skatt)

Fallgruve: Modellen er vanskelig å benytte i praksis. Det skyldes utfordringen knyttet til bankers svært lave egenkapitalandel, slik at verdien av banken vil bli kunstig lav. Et annet problem som tradisjonelle selskaper har, er at man ikke alltid kan måle alle eiendeler til markedsverdi. Dette gjelder ikke for banker, ettersom balansen består av eiendeler som er priset i et marked.

4.2.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse kan brukes ved hjelp av to hovedmodeller; markedsbaserte multiplikatormodeller, og den balanserte substansverdimodellen

4.2.2.1 Markedsbasert tilnærming: Multiplikatormodeller

I motsetning til den inntjeningsbaserte kontantstrømmetoden (DCF), beregner man nåverdien av fremtidige kontantstrømmer på en indirekte måte (Koller, Goedhart og Wessels, 2010). Man tar utgangspunkt i et regnskapstall fra resultatet eller balansen (fortjeneste, inntekt eller bokført verdi), for deretter å multiplisere tallet med en multiplikator. Eksempler på ulike multiplikatorer kan være:

- Price / Bok [Markedsverdi av EK / Bokført verdi av EK]
- Price / Earnings [Markedsverdi av EK / Netto resultat]
- Enterprise value / Sale
- Enterprise value / EBITDA
- EV/EBITDA

Disse multiplene sier i seg selv svært lite. De må sees i sammenheng for å gi mening. Derfor blir neste steg å identifisere sammenlignbare selskaper (peer group), og estimere multipler for disse. Det er viktig å huske at man sjeldent finner helt like selskaper, slik at man ofte må justere for ulikheter mellom dem. Videre kan man beregne verdien av vårt selskap, ved å kombinere regnskapstallene fra selskapet, med multipler fra de andre selskapene. For eksempel kan man bruke følgende formel:

$$V_{V0} = \left[\frac{(\text{Pris pr. aksje})}{(\text{Resultat pr. aksje})} \right]^{SML} * \text{Resultat pr. aksje}^{V0} \quad (7)$$

V_{V0} = Verdien av verdsettelsesobjektet

SML = Sammenlignende selskap

Resultat pr. aksje^{V0} til verdsettelsesobjektet = Skaleringsfaktor

Det kan ofte være problematisk å finne selskaper som er like nok til å kunne bruke deres multiplikator. Man må ofte bruke en skjønnsmessig vurdering for å justere for visse ulikheter. En mulig løsning er å finne multiplikatoren for flere sammenlignbare selskaper, for deretter å beregne en gjennomsnittlig multiplikator av disse.

Sammenlignet med en tradisjonell kontantstrømanalyse er metoden enkel og lite tidkrevende. Man slipper også å lage prognoser for mange år frem i tid. Verdiene som fremkommer baseres på det markedet er villig til å betale for denne typen selskaper i dag. Multiplikatorene kan også brukes som et supplement til kontantstrømbasert verdi.

Fallgruve: Problemet er at man forutsetter at selskaper er sammenlignbare med hensyn til størrelse, lønnsomhet, vekst og risiko. Disse forutsetningene er sjeldent oppfylt. Banker opererer med ulik risiko. En mer risikofylt bank vil ha lavere P/B ratio enn en mindre risikofylt bank. Vekst potensiale spiller også en rolle. En bank med høyt vekstpotensiale vil generere en høyere P/B ratio enn en stabil bank.

En bank vil rutinemessig sette av provisjoner for fremtidige dårlige lån. Disse provisjonene vil redusere inntjeningen, og dermed påvirke for eksempel P/E ratioen. Det betyr at banker som er mer konservative i henhold til dårlige lån, vil rapportere lavere inntjening.

Dermed vil de ha en høyere P/E ratio, mens mindre konservative banker vil rapportere høyere inntjening som gir en lavere P/E ratio.

4.2.2.2 Markedsbasert tilnærming: Substansverdimodellen

Denne metoden verdsetter selskap til markedsverdien av selskapets eiendeler. Denne metoden er mest relevant i kapitalintensive virksomheter som shipping og eiendom, hvor eiendeler ofte omsettes mellom ulike aktører (Møller & Kaldestad, 2011). I et tradisjonelt selskap vil mange av verdiene være immaterielle eiendeler, som ikke kan selges på et åpent marked. Det er tre ulike teknikker man kan bruke:

1. Markedsverdi av hver enkelt eiendel

Når man benytter denne teknikken går man inn i balansen og finner markedsverdien av hver enkelt eiendel, og beregner verdien av selskapet ved å slå sammen alle markedsverdiene fratrukket gjeld og skatt. Den latente skatten beregnes ved å multiplisere den gjeldende skattesatsen, normalt 28% (27%), med differensen på salgsverdi og skattemessig verdi.

2. Likvidasjonsverdi

Det kan være vanskelig å finne kjøpere til eiendelene, dersom realiseringen av eiendelene skal skje raskt. I tillegg kan det tenkes at potensielle kjøpere vet at selskapet planlegger likvideringen, og dermed har økt forhandlingsmakt ovenfor selger. Det kan også være nedleggingskostnader forbundet med avviklingen.

3. Break-up verdi

Her brytes konsernet opp, og hver enkelt del selges separat. Deretter slås de separate delene sammen til selskapets totale verdi. Denne metoden er god for konglomerater, som for eksempel Orkla. Break-up verdiene utgjør ofte samlet sett en høyere verdi enn selskapets børsverdi. Denne forskjellen er fortjenesten man oppnår ved å selge ut hver enkelt del.

Tabell 2 Substansverdimodellen

Markedsverdi av enkelteiendeler	Likvidasjonsverdi	Break-up verdi
Salgsverdi eiendel A	Rabattert eiendel A	Salgsverdi divisjon A
- Latent skatt	- Latent skatt	+ Salgsverdi divisjon B
- Netto rentebærende gjeld	- Avviklingskostnader	+ Salgsverdi divisjon C
	- Netto rentebærende gjeld	
Verdi egenkapital	Verdi egenkapital	Verdi konglomerat

Fallgruve: En bank sine eiendeler vil ofte bestå av humankapital, strukturkapital og relasjonskapital. Dette er immaterielle eiendeler som ikke er mulig å omsette i et marked. Derfor blir denne metoden svært lite hensiktsmessig å bruke ovenfor en bank.

4.2.3 Opsjonsbasert verdsettelse

En opsjon er en rett, men ikke plikt, til å kjøpe eller selge underliggende aktiva innen eller på et bestemt tidspunkt, til en pris som er avtalt på forhånd. Det finnes to typer opsjoner. Finansielle opsjoner (aksjer og obligasjoner) og realopsjoner (driftsrelatert aktiva). En finansiell opsjon gir eier rettigheten, men ikke plikten, til å kjøpe eller selge en aksje til gitt pris. På samme måte kan et selskap ha en rett, men ingen plikt, til å gjøre en bestemt type investering. En realopsjon kan være muligheten for å utsette et prosjekt, utvide et prosjekt eller avslutte et prosjekt raskt.

Verdien av en realopsjons fleksibilitet kan i noen tilfeller undervurderes i en tradisjonell DCF-analyse, og spesielt i situasjoner der det er knyttet stor usikkerhet til fremtiden. Denne fleksibiliteten ønsker man å inkludere i verdsettelsen (Møller & Kaldestad, 2011).

$$V_0 = V_{\text{«as is»}}^* + N\text{åverdien av særlig fleksibilitet} \quad (8)$$

Tradisjonelle selskaper bruker denne metoden til å beregne verdien av eiendeler som lisenser, patenter og ikke – utviklede naturressurser og landområder. Bruk av realopsjoner er også relevant for selskaper som opererer i markeder med binomiske utfall (suksess eller fiasko). Mindre og udiversifiserte selskaper innen farmasi, bioteknologi eller Software kan være eksempler på dette. Vi kommer ikke til å bruke denne teknikken i vår verdsettelse, ettersom SR-Bank hovedsakelig investerer i immaterielle eiendeler.

4.3 Valg av verdsettelsesmodell

Etttersom SR-Bank er børsnotert, foreligger det god tilgang på informasjon som vi kan

bruke i verdsettelsesprosessen. Banken er også regnet som et stabilt selskap, med lang driftshistorie. Vi har også god tid til disposisjon for å kunne bearbeide og analysere informasjonen. Dermed ønsker vi å foreta en fundamental verdsettelse av SR-Bank, ettersom denne metodikken anses som den mest nøyaktige og relevante verdsettelsesmetoden for denne typen selskap.

Innenfor fundamental verdsettelse kan man bruke fire ulike teknikker. Når man verdsetter banker vil hver av disse metodene ha sine fordeler og ulemper. Først vil vi utelukke fri kontantstrøm til totalkapitalmetoden. Det er fordi det er svært vanskelig å skille mellom hva som er driftskapital, og hva som er finansieringskapital i en bank. Det gjør det vanskelig å beregne bankens verdi og avkastningskrav. Bruk av superprofitt metoden er også uaktuell, fordi egenkapitalen til en bank er unaturlig lav.

Det neste alternativet er å benytte fri kontantstrøm til egenkapitalen. For å kunne bruke denne metoden må vi finne en alternativ løsning til beregning av reinvesteringer. Et alternativ til en mulig løsning er å bruke kapitalkravene som er pålagt bankene. For eksempel kan reinvesteringer være økningen i ren kjernekapital som banker blir pålagt av staten, for å kunne utstede mer lån (Damodaran, 2009).

Det siste alternativet er å bruke dividendemodellen. Denne modellen blir ofte brukt i praksis når man verdsetter banker, ettersom utbytte er den mest direkte formen for avkastning man får som aksjonær. Samtidig er dette også den enkleste måten å beregne bankens verdi på. Årsaken til dette er at metoden tar hensyn til at deler av overskuddet må holdes tilbake for å finansiere regulatoriske krav.

I følge Kaldestad & Møller, 2011 vil en optimal verdivurdering bestå av flere tilnærminger. Vi ønsker derfor å kombinere noen varianter av de ulike metodene. Basert på diskusjonen ovenfor ønsker vi å bruke fri kontantstrøm til egenkapitalmetoden. Vi ønsker også å bruke dividendemodellen og komparativ verdsettelse som et supplement, for å kontrollere rimeligheten til den beregnede fundamentale verdien.

5.0 Strategisk analyse

5.1 Ekstern analyse

Hensikten med en analyse av SR-Banks makroomgivelser, er å vurdere hvordan ulike eksterne faktorer påvirker bedriftens potensial for lønnsomhet. Disse faktorene vil påvirke hele sparebankbransjen. PESTEL-rammeverket vil bli benyttet for å analysere makroomgivelsene til SR-Bank.

5.1.1 PESTEL

Akronymet PESTEL står for de seks viktigste hovedgruppene av eksterne faktorer som kan påvirke en bedrift (Løvendahl og Wenstøp, 2010). De seks hovedgruppene er politiske forhold, økonomiske forhold, sosiale forhold, teknologiske forhold, sosiokulturelle forhold og juridiske forhold. Hvilke forhold som er viktige avhenger av karakteristikken til hver enkelt bransje. Rammeverket er derfor fleksibelt, og kan tilpasses vår analyse av sparebankbransjen.

I PESTEL analysen vil vi fokusere på de faktorene som vi vurderer som viktigst for bankbransjen og SR-Bank. Reguleringene i bankbransjen er svært viktige for lønnsomheten til bankene. De særnorske retningslinjene for utlån til boligformål, og de skjerpede kapitalkravene i Basel III standarden vil bli analysert i dybden. Generelle makroøkonomiske nøkkeltall som BNP, boligpriser, rentenivåer, sparenivå, sysselsetting og inflasjon vil bli drøftet i sammenheng med effekten de kan ha på bankbransjen. Avslutningsvis analyseres den endrede alderssammensetningen og den teknologiske utviklingen i Norge.

5.1.1.1 Politiske og legale forhold

Politiske forhold omhandler den politiske stabiliteten i et land, og i hvilken grad myndighetene griper inn i økonomien. I den sammenheng er skattepolitikken, handelsrestriksjoner, infrastruktur og styresmaktens tillitt i samfunnet viktige faktorer. Norge er et land med høy grad av politisk stabilitet og forutsigbarhet, og befolkningen har i all hovedsak tillit til det politiske systemet og styringsmaktene (*Regjeringen.no*).

Legale forhold omhandler de nasjonale og internasjonale regelverkene bedriftene må forholde seg til. Bankbransjen er spesielt hardt regulert, på grunn av den viktige rollen solide finansinstitusjoner spiller for den finansielle stabiliteten. De særnorske retningslinjene for boliglån, og Basel III standarden, vil analyseres nærmere.

Retningslinjene for forsvarlig utlånspraksis til boligformål

I desember 2011 ble de nye retningslinjene for forsvarlig utlånspraksis til boligformål innført. De nye retningslinjene er en innstramming og presisering av retningslinjene fra 2010 (Finanstilsynet.no). Grunnlaget for denne innstramningen var utviklingen innen husholdningenes gjeld, og den høye boligprisveksten. Retningslinjenes hensikt er å dempe boligprisveksten og gjeldsgraden i norske husholdninger, ved å stramme inn bankenes utlånsrutiner.

Fokuset i de nye retningslinjene er rettet mot låntakernes betjeningsevne og likviditet, og bankenes interne rutiner for å vurdere låntakeres betjeningsevne. I denne sammenheng vektlegges det at låntager skal tåle en renteøkning på 5 prosentpoeng (Dinepenger.no).

Videre følger det av retningslinjene at belåningsgraden ikke skal overstige 85% av boligens markedsverdi. Dette tilsvarer et egenkapitalkrav på 15%. Dersom låntaker stiller tilleggsikkerhet, eller banken har gjennomført en særskilt forsvarlighetsvurdering, kan belåningsgraden overstige referanseverdien. For rammelån vil forsvarlig gjeldsgrad tilsvare 70%. Blant annet Finansnæringens fellesorganisasjon har kritisert retningslinjene for å ramme førstegangskjøpere spesielt hardt. De påpeker også at høye leiepriser kombinert med høy boligprisvekst kompliserer sparingen (DN.no).

Finansdepartementet mottok en faglig gjennomgang av boliglånsretningslinjene fra Finanstilsynet i januar 2014. Finanstilsynet slår fast at retningslinjene har bidratt til bedret kredittpraksis i bankene, samtidig som oppbyggingen av systemrisiko i norsk økonomi har blitt dempet (Finanstilsynet.no). Retningslinjene kan derfor ha bidratt til å redusere utlånspraksisen til bankene. Kundegruppen som hovedsakelig rammes av de nye retningslinjene er førstegangskjøpere, som gjerne er studenter eller nyutdannede i en etableringsfase. Denne kundegruppen har historisk sett vært lønnsom for bankene, ettersom de potensielt kan øke sin inntekt betraktelig over tid. Disse låntakerne vil ha høy opprinnelig utlånsrisiko, men utlånsrisikoen vil synke etter hvert som betjeningsevnen øker i framtiden.

Gjennom et brev til Finanstilsynet, vedrørende retningslinjene for forsvarlig utlånspraksis for lån til boligformål, klargjør Finansdepartementet at bankene kan bli mer fleksible i utlånspraksisen. Bankene kan gi boliglån til førstegangskjøpere som ikke har de nødvendige 15% egenkapital, dersom de kan vise til god fremtidig gjeldsbetjeningsevne. I disse tilfeller kan låntaker få lån med egenkapital ned mot 10% av kjøpesummen. Samtidig

må låntaker vise at de kan spare over tid, og at de kan beskytte seg mot renteøkninger gjennom å binde renten (Regjeringen.no).

Basel III standarden

Basel III er en internasjonal frivillig regulatorisk standard for bankbransjen. Standarden omfatter skjerpede kapital- og likviditetskrav, og nye krav til bankenes finansiering. Noen av de viktigste elementene i standarden er kravet til kapitalbuffere, minstekrav til uvektet egenkapitalandel, økte minstekrav til kjernekapital og kvantitative likviditetskrav (Finanstilsynet.no). Kravene i Basel III skal gradvis innføres i perioden 2013-2019. I denne overgangsperioden vil det legges frem et krav om 9% ren kjernekapitaldekning, kjernekapitaldekning på 10,5%, og total kapitaldekning på 13,5%. Den rene kapitaldekningen skal gradvis øke til 13%, innen første juli 2016 (Norges Bank).

Basel III medfører en økning av minstekravet til ren kjernekapital. Minstekravet økes til 4,5%, fra 2% under Basel II. En slik økning av kjernekapitalen vil, alt annet likt, medføre en reduksjon av egenkapitalrentabiliteten til bankene. Minstekravet til ansvarlig kapital forblir uendret fra Basel II, på 8% av beregningsgrunnlaget. Samtidig skal kjernekapitalen utgjøre minimum 6% av beregningsgrunnlaget. Kjernekapitalen skal ta tap ved løpende drift. Ved en slik økning av kjernekapitalen vil andelen tilleggs kapital og hybridkapital reduseres, disse består henholdsvis av ansvarlige lån og fondsobligasjoner i norske banker (Regjeringen.no). For å opprettholde sin lånekapasitet må bankene derfor øke egenkapitalen.

Disse kvalitetskravene skal gjøre bankene mer solide, og skal fremme konsistens i kapitalbasen til bankene. For å dempe effekten av finansielle og økonomiske sjokk innfører Basel III standarden krav om kapitalbuffere. Kapitalbevaringsbufferen skal bestå av kjernekapital, og skal sikre at kapitalen ikke reduseres under minimumskravet under lavkonjunkturer, og skal dekke eventuelle tap. Bankene skal også inneha en motsyklisk buffer som skal dekke tap ved perioder med sterk kredittvekst. Disse bufferne skal også være tilstrekkelige til at bankene skal klare seg under perioder med vesentlige uttak av kundeinnskudd, uten tilførsel av ny likviditet fra ekstern finansiering, i 30 dager. Dersom en bank opererer med en mindre andel kjernekapital enn minimumskravet og bufferkravet, vil den få restriksjoner på tilbakekjøp av aksjer, utbyttepolitikk og bonusutbetalinger (Finanstilsynet.no).

Som et supplement til de risikovektede minimumskravene, vil det komme et krav til uvektet egenkapitalandel. Dette kapitalandelskravet er ikke endelig vedtatt, men antas å tilsvare omtrent 3% kjernekapital av et eksponeringsmål av eiendelsposter og ikke-balanseførte poster (Finanstilsynet.no). Videre følger det kvantitative likviditetskrav og nivå for langsiktig finansiering, av standarden. Det medfører at bankenes mindre likvide eiendeler bør være langsiktig finansiert.

Rapporten *Finansiell stabilitet* legges, fra 2013, årlig fram av Norges Bank. Rapporten vurderer strukturelle og langsiktige trekk ved banknæringen, som kan påvirke den finansielle stabiliteten. Blant annet analyseres risikofaktorene bankene står ovenfor, og bankenes soliditet og likviditet vektlegges.

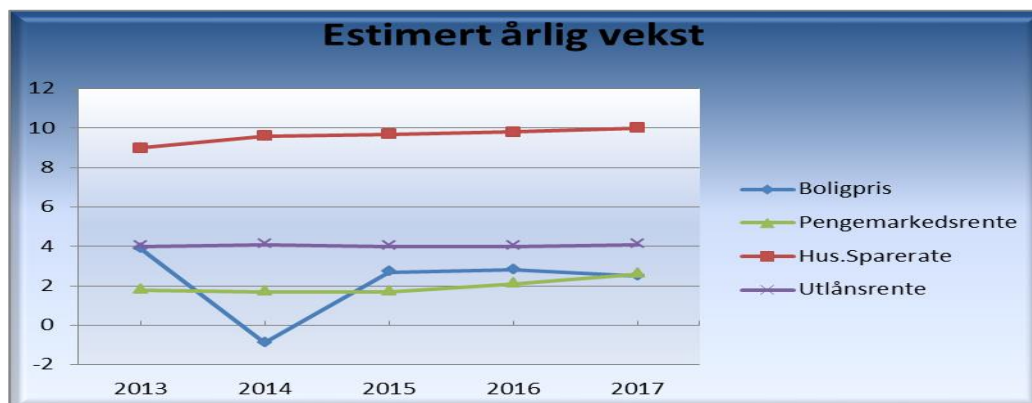
I Norges Banks rapport, finansiell stabilitet 2013, kommer det fram at bankene har økt andelen langsiktig finansiering siden finanskrisen. På tross av dette har bankene fremdeles mindre langsiktig finansiering og en større andel lite likvide eiendeler (en del av eiendelene er blant annet pantsatte), enn forslaget om de nye kvantitative likviditetsreglene optimalt tilsier. Rapporten etterlyser også mer åpenhet om bankenes finansieringsstruktur og likviditetssituasjon. Bankene oppfordres derfor til å videre styrke sin soliditet og likviditet. Gjennom stresstester av bankene kommer det fram at bankene kan tåle store tap dersom de har tilgang på finansiering. Samtidig vil bankene ha et lite antall alternative kilder til ny egenkapital, ved en kraftig nedgangskonjunktur. Økte krav til likviditetsbeholdninger vil føre til en reduksjon i midlene banken kan bruke på mer risikable investeringer, og kan derfor redusere lønnsomheten og øke kostnadene til bankene (Norges Bank).

Norges Bank vurderer det slik at kapitaldekningen i norske banker har bedret seg siden finanskrisen, og er derfor bedre egnet til å tåle store tilbakeslag i økonomien. Likevel er ikke kapitaldekningen tilstrekkelig stor til å forhindre alvorlige konsekvenser for norsk økonomi, dersom bankene opplever store tap. Rapporten konkluderer med at norske banker har god lønnsomhet og soliditet, og vil oppfylle kravet på 8% kjernekapitaldekning (Norges-bank.no).

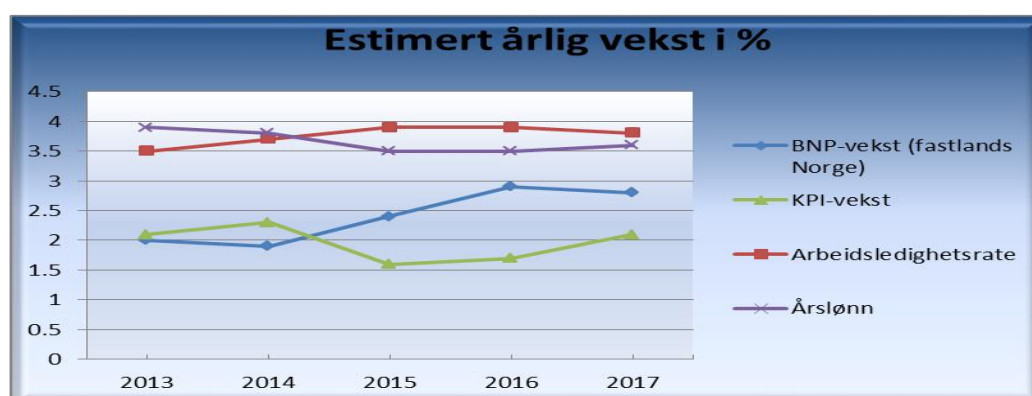
5.1.1.2 Økonomiske forhold

Økonomiske forhold i PESTEL-analysen omhandler makroøkonomiske faktorer og nøkkeltall, som kan påvirke sparebanknæringen. Noen av de viktigste faktorene vi skal vurdere er BNP, sysselsetting, rentenivåer og inflasjon.

Figur 1 Makroøkonomiske faktorer (del 1) (SSB.no)



Figur 2 Makroøkonomiske faktorer (del 2) (SSB.no)



Veksten i årslønn forventes å reduseres marginalt mot 2017, som isolert sett kan tyde på redusert prisstigning i boligmarkedet. Prisstigningen, vist gjennom konsumprisindeksen, forventes å vokse lavere enn veksten i årslønn. Dette medfører at kjøpekraften til norske forbrukere vil holde seg høy. Økonomisk uro internasjonalt og usikkerhet rundt norsk økonomi har ført til at norske husholdninger har opprettholdt en høy sparerate siden finanskrisen i 2008. Den høye spareraten forventes å opprettholdes mot 2017. En økt kjøpekraft de siste årene, på grunn av vekst i årslønn og lave rentenivåer, har derfor ikke ført til en markant økning i konsum. Ved fortsatt høy sparerate kan bankene forvente å opprettholde innskuddsdekningen de har i dag. En redusert vekstrate i årslønn kan påvirke resultatet til SR-Bank positivt, ettersom lønnskostnadene er blant sparebankens høyeste kostandsposter.

I følge SSB vil alle kjerneregionene SR-Bank opererer i, oppleve en befolkningsvekst fram mot 2040. Spesielt Rogaland, som er et meget viktig marked for SR-Bank, vil oppleve en relativt sterk befolkningsvekst i årene framover. En befolkningsvekst i regionen vil føre til en økt etterspørsel av boliger, og en medfølgende økning i etterspørsel etter boliglån. Dersom etterspørselen etter nye boliger vokser raskere enn tilførselen av nybygg, kan det

resultere i økte boligpriser. Økte boligpriser vil igjen føre til at boligkjøpere vil etterspørre høyere boliglån. Totalt sett estimerer SSB at boligprisene vil ha en stabil prisøkning mellom 2.5-3% de neste årene. Estimatet for 2014 skiller seg ut med en nedgang på 0,9% fra 2013, som hadde en relativt høy boligprisvekst på nesten 4%. Det er naturlig å forvente en vekst i boligprisene ved lave rentenivåer, SSB estimerer at utlånsrenten vil holde seg stabilt rundt 4% de neste årene. På bakgrunn av disse estimatene trenger ikke bankene å forvente en reduksjon i volumet av utlån.

Fra sin rapport "Finansielt utsyn" for 2013 konstaterer Finanstilsynet at gjelden i norske husholdninger er rekordstor. Den høye gjeldsveksten i husholdningene kan øke utlånsrisikoen for bankene dersom renten stiger i årene fremover. Ved økt rente vil rentekostnadene utgjøre en større del av totalkostnadene til husholdningene, og kjøpekraften kan dermed reduseres.

Både styringsrenten og pengemarkedsrenten forventes å øke i årene framover (Norgesbank.no, SSB). Økningen i pengemarkedsrenten vil i stor grad oppveies av økninger i utlånsrenten, slik at rentemarginen vil holde seg relativt stabil. Norges Bank (2013) vurderer soliditeten, likviditeten og betjeningsevnen til både bedriftskunder og privatkunder til å være god totalt sett. Sett i sammenheng med et lavt rentenivå forventes det ikke en økning i tapene på utlån.

Etter en liten reduksjon av vekstraten til BNP for fastlands-Norge i 2014, forventes det økt vekst fram mot 2017. Den nominelle veksten har holdt seg relativt stabilt i årene etter finanskrisen, og arbeidsledighetsraten forventes å holde seg i underkant av 4%. Høy inntektsvekst, høy oljepris og lavt rentenivå har fremmet den økonomiske veksten (SSB). Økonomisk vekst bidrar til å redusere risikonivået i utlånsporteføljen totalt sett, spesielt for bedriftsmarkedet. Ettersom det er mindre sannsynlighet for konkurser. Bedriftsporteføljen til SR-Bank er også utsatt for svingninger i oljeprisen, ettersom en relativt stor del av sparebankens bedriftskunder er involvert i olje og gass- sektoren. En reduksjon i Oljeprisen kan derfor får ringvirkninger til store deler av næringslivet i Rogaland, og vil øke utlånsrisikoen til SR-Bank.

5.1.1.3 Sosiokulturelle forhold

Sosiokulturelle forhold omfatter et lands demografi og kultur. Det er hovedsakelig to viktige sosiokulturelle faktorer vi skal analysere her, som kan påvirke sparebanknæringen. Det er befolkningsendringer og alderssammensetning.

Alle regionene SR-Bank operer i forventer, som nevnt tidligere, en befolkningsvekst. Spesielt storbyene i Hordaland og Rogaland forventes å øke betraktelig i følge SSB. Prognosene fra SSB estimerer en årlig befolkningsvekst fram mot 2030 til å bli omtrentlig 1,42% for Rogaland, 1,18% for Hordaland og 1,2% for Agder-fylkene. Disse prognosene antyder at befolkningen i Rogaland vil være omtrentlig 35% høyere enn i dag, innen 2030 (SSB,2013)

Befolkningsveksten bidrar til økt etterspørsel av boliger, og øker SR-Banks potensielle kundemasse. Samtidig kan en økt befolkningsvekst fremme den generelle økonomien i regionene, ved at etterspørselen etter varer og tjenester øker. Dette kan føre til at banken møter en økt etterspørsel etter lån fra bedrifter.

En annen viktig makroøkonomisk faktor, er at Norge står ovenfor en større andel av eldre i befolkningen. Levealderen i Norge er antatt og stige for menn og kvinner fra henholdsvis 80 og 83 år til rundt 87 og 90,5 år i 2100. Videre prognostiserer SSB at antallet personer i gruppen 70 år eller eldre kan dobles mellom 2012 og 2040 (SSB, 2012). Utfordringen med en aldrende befolkning er at framtidige pensjonsforpliktelser vil øke betraktelig. Antallet mennesker i yrkesaktiv alder i Norge, i perioden 1998 til 2010, i forhold til antall pensjonister, var fem til en. SSB estimerer at dette tallet kan synke til tre personer i yrkesaktiv alder per pensjonist innen 2040. Privat pensjonssparing vil derfor bli viktigere i fremtiden, det gjenspeiles også delvis i den høye spareraten til husholdningene. Markedet for spareprodukter rettet mot pensjon, kan derfor vokse betraktelig i de kommende årene.

5.1.1.4 Teknologiske forhold

I følge Dagligbankundersøkelsen, som TNS Gallup utfører for Finans Norge, bruker 72% av alle bankkundene en kombinasjon av nettbank og filialer. Omtrent 21% av bankkundene benytter seg kun av nettbank eller mobilbank, og antallet kunder som kun bruker bankfilialene har sunket fra 24% til 6% de siste ti årene. Omtrentlig 39% av kundene er aktive mobilbankbrukere (FNO.no). Denne undersøkelsen tyder på at teknologi er svært viktig for bankkundene, og kan bidra til å effektivisere bankene.

5.1.2 Oppsummering av PESTEL analysen

PESTEL analysen tyder på at vi har en stabil økonomisk vekst i Norge, og høy sysselsetting. På tross av at norske husholdningen har en historisk høy gjeldsgrad, så trenger ikke bankene å forvente en markant økning i tapene på utlån de nærmeste årene. Ettersom SSB prognostiserer en høy sparerate, og Norges Bank vurderer husholdningenes

gjeldsbetjeningsevne som god. Banknæringen har de siste årene, og vil de nærmeste årene, måtte tilpasse seg strengere reguleringer. Hovedsakelig gjennom Basel III standarden, der de viktigste elementene i standarden er kravet til kapitalbuffere, minstekrav til uvektet egenkapitalandel, økte minstekrav til kjernekapital og kvantitative likviditetskrav. Reguleringene har bidratt til å øke bankenes soliditet og likviditet, men har samtidig økt kostnadene til bankene.

Alle markedsområdene SR-Bank opererer i vil oppleve en befolkningsendring. SSB estimerer også at Norge vil få en vesentlig større andel eldre de neste tiårene, som gjør pensjonssparing til et viktig satsningsområde for bankene framover. De teknologiske forholdene tyder på at bankkundene er mindre avhengige av fysiske bankfilialer, og majoriteten av kundene bruker nettbank og mobilbank regelmessig. En svakhet ved PESTEL analysen er at de makroøkonomiske forholdene er i konstant endring, og det kan være komplisert å benytte seg av en slik analyse for å vurdere forhold langt frem i tid.

5.2 Selskapets mikroomgivelser

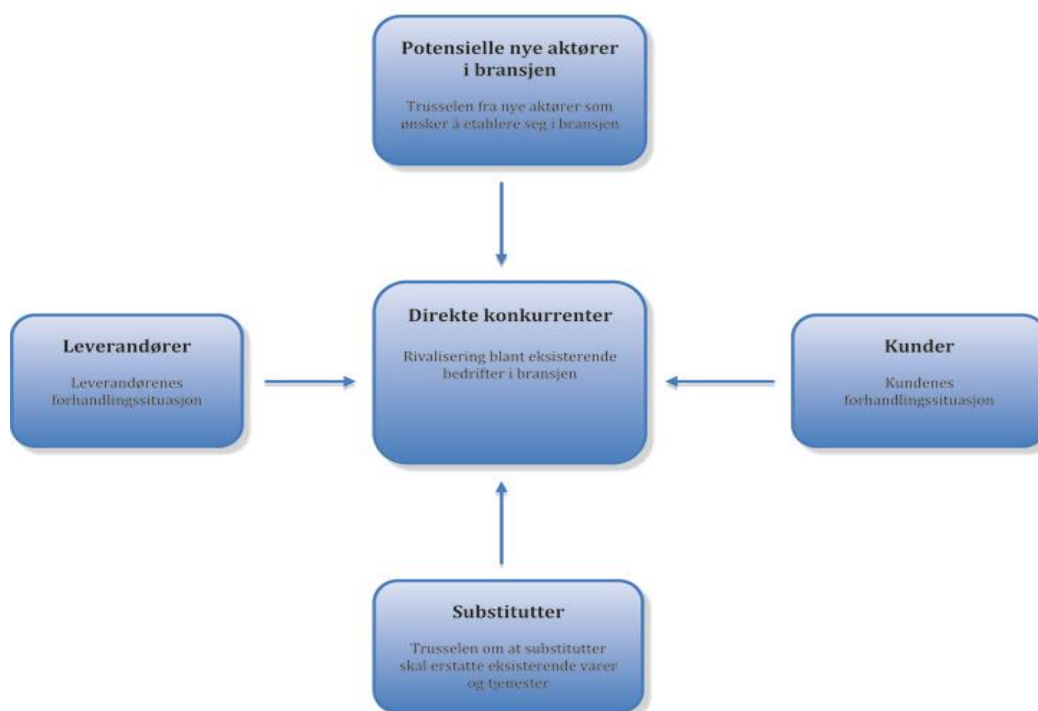
Fokuset for analysen av selskapets mikroomgivelser, vil i denne sammenheng være selskapets konkurransearena. Konkurransanalyse er et verktøy for å vurdere de potensielle verdiene som kan skapes i konkurransearenaen. Gjennom analysen identifiseres konkurransearenaens mest betydningsfulle aktører, og hvilken trussel disse aktørene utgjør for verdiskapingspotensialet til SR-Bank (Løvendahl og Wenstøp, 2010).

5.2.1 Porters femkraftmodell

Det mest benyttede rammeverket for en konkurranseanalyse er Porters femkraftsmodell, der hensikten med analysen er å vurdere konkurranseintensiteten og attraktiviteten til den aktuelle bransjen (Porter, 1980). Resultatet av konkurrentanalysen benyttes til å vurdere hvordan bedriften kan posisjonere seg i markedet for å utnytte verdipotensialet maksimalt.

Femkraftsmodellen analyserer ulike krefters påvirkning på konkurranseintensiteten i bransjen. De fem kreftene Porter (1980) hevder har størst innvirkning på konkurranseintensiteten er; kundenes forhandlingsmakt, leverandørenes forhandlingsmakt, trusler fra inntrengere, trusler fra substitutter og intern rivalisering i bransjen.

Figur 3 Femkraftmodellen (Regjeringen.no, kulturdepartementet)



Figuren illustrerer at de fire øvrige kreftene i rammeverket påvirker bransjens konkurranseintensitet, den interne rivaliseringen mellom de ulike aktørene. Bransjens konkurranseintensitet gir en god indikasjon på hvor attraktivt det er å operere i bransjen som analyseres (Porter, 1980). Vi kan grovt dele analysen opp i to hovedtrinn. Identifisere konkurransearenaen, og analyse av egen og andre aktørers posisjon

Trinn 1. Identifisere konkurransearenaen og dens verdipotensial

Hensikten med det første trinnet i konkurranseanalysen er å identifisere de mest sentrale aktørene for bedriftens konkurransevne, arenaens potensielle lønnsomhet og vekstpotensial, og identifisering av markedet vi opererer i (Løvendahl og Wenstøp, 2010).

SR-Bank er Sør- og Vestlandets ledende finanskonsern, alle leverandører av bank og finanstjenester er derfor potensielle konkurrenter for sparebanken. De mest betydningsfulle aktørene for SR-Bank, er finansinstitusjoner som tilbyr tjenester i sparebankens kjerneregioner, Rogaland, Hordaland og Agder. Også nettbaserte banker som Gjensidige og Skandiabanken, som ikke har fysiske filialer i regionene, kan utgjøre en trussel.

På bakgrunn av størrelse og geografisk plassering anser vi DNB, Nordea, Handelsbanken, Sparebanken Vest og Skandiabanken som SR-Banks primære konkurrenter.

Markedet for bank og finanstjenester kan karakteriseres som modnet i Norge, ettersom majoriteten av menneskene som har behov for denne typen tjenester, alt har et

kundeforhold i en eller flere finansinstitusjoner. Konkurransen i denne bransjen kan derfor karakteriseres som et "null-sum" spill. Det vil si at en økning av markedsandelene til en aktør vil gå på bekostning av markedsandelene til en eller flere andre aktører.

Vekstpotensialet for SR-Bank ligger derfor hovedsakelig i å kapre markedsandeler fra sine konkurrenter. Befolkningsvekst i form av innvandring og fødsler vil også øke den potensielle kundemassen, samtidig som dødsfall reduserer den potensielle kundemassen.

For SR-Bank ligger verdipotensialet i kundevolumet sparebanken kan tiltrekke seg, de ulike kundesegmentenes lønnsomhet og sparebankens faste kostnader for administrasjon og daglig drift av sparebanken. Sparebanken kan øke sitt verdipotensial på tre forskjellige måter. Banken kan øke kundevolumet, øke kundelønnsomheten til nye og eksisterende kunder, og redusere bankens faste kostnader.

For å tiltrekke seg nye kunder må sparebanken differensiere seg fra konkurrentene. Det er hovedsakelig tre måter å differensiere seg på, produktdifferensiering, prisdifferensiering og fokus på spesielle segmenter. For eksempel SEB kjører en strategi der de fokuserer på et spesielt kundesegment med høy formue, alle kunder med under en million kroner på konto måtte avslutte kundeforholdet sitt i 2013 (Hegnar.no).

En ren produktdifferensierings strategi vil være vanskelig å gjennomføre for en sparebank, ettersom kjernetjenestene og kjerneproduktene de ulike bankene tilbyr er bortimot identiske. Når produktene er såpass like, og byttekostnadene ved å bytte bank er lave, vil pris være svært viktig for å tiltrekke seg nye og holde på eksisterende kunder.

Konkurransen i bankbransjen dreier seg i stor grad rundt pris, spesielt rentenivået på utlån, som setter press på marginene og reduserer verdipotensialet. Banken må derfor veie kundelønnsomhet opp mot kundevolum, for å finne den tilpasningen i markedet som maksimerer overskuddet. Analyse av de ulike kundesegmentene kan også avdekke hvilke kunder banken burde fokusere sin markedsføringsinnsats mot. Samtidig må banken analysere hvilke tjenester og produkter som er mest lønnsomme.

Trinn 2. Analyse av egen og andre aktørers posisjon

I trinn to analyseres SR-Banks og konkurrentenes posisjon innad på konkurransearenaen. Hensikten med denne analysen er å vurdere konkurranseintensiteten i bransjen.

5.2.1.1 Kundenes forhandlingsmakt

I analysen av kundenes forhandlingsmakt fokuseres det på kundenes prissensitivitet og mulighet til å presse priser nedover, kundens relative forhandlingsmakt. De viktigste

indikatorene på at kunder har høy forhandlingsmakt er at det er få kunder i forhold til bedrifter, liten grad av produkt differensiering, lave byttekostnader og liten informasjonsasymmetri mellom bedriften og kunden (Løvendahl og Wenstøp, 2010). Høy forhandlingsmakt for kundene vil øke konkurranseintensiteten i bransjen.

Vi kan grovt dele kundesegmentet til bankene inn i to hovedsegmenter, privatkunder og bedriftskunder. Veletablerte og solide bedrifter kan redusere risikoen i bankens portefølje, noe som vil øke den aktuelle bedriftens forhandlingsmakt. Større bedrifter kan også ha større forhandlingsmakt enn mindre bedrifter, ettersom de vil utgjøre et større volum av den totale porteføljen til banken.

Kundenes prissensitivitet påvirker deres betalingsvillighet. Prissensitiviteten avhenger hovedsakelig av hvor stor andel prisen på det aktuelle produktet eller tjenesten utgjør av kundens totale kostnader, og nivået av differensiering mellom konkurrentene. Når prisen utgjør en stor andel av kundens totale kostnader vil prissensitiviteten normalt være høy. Lav differensiering vil også føre til høyere prissensitivitet, ettersom kunden enklere kan sammenligne priser mellom konkurrentene.

Fra sin rapport ”Finansielt utsyn” for 2013 konstaterer Finanstilsynet at gjelden i norske husholdninger er rekordstor. Samtidig påpeker rapporten at gjelden har en raskere vekstrate enn inntektene, og en økende andel husholdninger har en relativ høy gjeldsgrad i forholdt til inntektene (Finanstilsynet.no). Ved en høy belåningsgrad, vil rentekostnadene trolig utgjøre en relativt høy andel av total kostnadene for husholdningen. Det er derfor naturlig å anta at norske husholdningers prissensitivitet ovenfor lånerenten er høy, og vil stige i korrelasjon med fremtidige økninger i lånerenten. Dagens rentenivå på utlån er historisk på et meget lavt nivå, både SSB og Finanstilsynet prognostiserer derfor en renteøkning i årene fremover. Informasjonsasymmetrien mellom kundene og bankbransjen har blitt betydelig redusert de siste ti-femten årene. Hovedsakelig på grunn av internett. Nå kan lånekunder enkelt sammenligne lånebetingelsene hos en rekke ulike banker på kort tid. En fremtidig renteøkning vil gjøre kundene mer prissensitive ovenfor bankene, og kan øke konkurranseintensiteten i bransjen. Ettersom kundene kan bytte til banker med lavere lånerente ved hjelp av enkle grep.

Behovet for fysiske bankfilialer har blitt redusert etter innførelsen av nettbank, og nå det stadig mer populære *bank på mobil*, såkalt mobilbank. Samtidig står minibanker og uttak i butikk for majoriteten av kontantbehovet, for den gjennomsnittlige forbrukeren. Disse

faktorene bidrar med å redusere avhengighetsforholdet til banken, som videre reduserer den personlige relasjonen kunden har til sin bank. Kundelojaliteten til banken vil derfor svekkes, og terskelen for å bytte bank reduseres ytterligere. For å motvirke denne effekten, og i et forsøk på å øke byttekostnadene og lojaliteten til kundene, har en rekke banker innført en form for fordelsprogram ovenfor kundene. Ofte kalt *totalkunde* eller *helkunde*. Begrepet totalkunde innebærer at kunden får diverse fordeler ved å samle alle sine finansielle behov innad i samme bank, normalt dagligbank, sparekonto, boliglån og forsikringer. På denne måten økes byttekostnadene for kunden ved å bytte bank, og reduserer forhandlingsmakten deres noe.

Det er totalt sett lave byttekostnader for kunder som ønsker å bytte bank. Når vi kombinerer lave byttekostnader med bankenes lave grad av differensiering, og liten grad av informasjonsasymmetri mellom banken og kundene, indikerer det at både privatkundene og bedriftskundene har en høy forhandlingsmakt. Vi vurderer det sannsynlig at dette vil vedvare i den overskuelige framtid.

5.2.1.2 Leverandørenes forhandlingsmakt

Ved analyse av leverandørenes forhandlingsmakt, vurderer man hvor mye makt leverandørene har over prissettingen av sine produkter og tjenester. De viktigste indikatorene på at leverandørene har høy forhandlingsmakt er at det er få leverandører i forhold til antall kunder, høy grad av produktdifferensiering, høye byttekostnader, mulighet for vertikal integrasjon og at leverandørens produkter eller tjenester er meget viktige for mottakerbedriften (Løvendahl og Wenstøp, 2010). Samtidig vil informasjonsasymmetri, ved at kunden har lite kjennskap til leverandørens kostnader, øke leverandørenes forhandlingsmakt.

Vi har identifisert bankens viktigste leverandører som leverandørene av kapital, leverandørene av IKT-tjenester, og bankens ansatte som leverandører av humankapital.

Bankene har hovedsakelig to typer leverandører av kapital, innskudd fra kunder og ulike former for markedsfinansiering (total finansiering fratrukket egenkapital og innskudd fra kunder), hovedsakelig aktørene i pengemarkedet. I denne analysen velger vi å fokusere på leverandørene av kapital i pengemarkedet, ettersom bankkundene kan betraktes som både slutt kunder og leverandører av kapital. Dersom du har innskuddskonto i banken kan du betraktes som en leverandør av kapital, dersom du også har et lån i banken er du samtidig

kunde. På bakgrunn av dette mener vi at mekanismene rundt bankkundene bedre forklares gjennom analyse av kundenes forhandlingsmakt.

De siste tjue årene har andelen av bankens finansiering fra kundeinnskudd sunket betraktelig. Innskuddsdekningen, som vil si innskudd i prosent av utlån, har sunket fra omtrentlig 100% på starten av 90- tallet, til rundt 55% i dag (Finans Norge). Grunnen til dette er at innskuddsveksten har vært lavere enn utlånsveksten i denne tidsperioden, og bankene har derfor blitt avhengige av å hente kapital i markedet. I pengemarkedet tilbyr og etterspør finansinstitusjoner kapital, primært i form av obligasjoner og rentebærende papirer. Sentralbanken og utenlandske banker er sentrale aktører. Omtrentlig 70% av norske bankers markedsfinansiering er fra utenlandske kilder, majoriteten av dette er lån fra utenlandske banker. Dette skyldes økte investeringer i utlandet av private og offentlige midler (FNO.no).

NIBOR (Norwegian Interbank Offered Rate) er et samlebegrep på norske pengemarkedsrenter med ulik løpetid. Nibor benyttes som en referanserente for pengemarkedsrenten når bankene skal låne kapital av og til hverandre, og avhenger av tilbud og etterspørsel i pengemarkedet. Mer spesifikt gjenspeiler Nibor det rentenivået som kreves for et usikret lån i norske kroner, med to dagers leveringstid (Finans Norge, 20/3-14). Nivået på Nibor fastsettes daglig av en styringsgruppe som består av representanter fra seks panelbanker (Finanstilsynet, 2013). Det er en rekke faktorer som påvirker fastsettelsen av Nibor, styringsrenten, penge- og finanspolitikken, valutakurser og prognoser på den økonomiske utviklingen både i Norge og i resten av verden. Nibor regnes ofte som et godt estimat på den risikofrie renten, ettersom den er å betrakte som markedsrenten. Ettersom Nibor fastsettes av en styringsgruppe har den blitt kritisert for å være manipulerbar.

Pengemarkedsrenten vil normalt ligge omtrentlig 0,2-0,4 prosentpoeng under bankenes utlånsrente. I tiden før finanskrisen lå tre måneders Nibor, som regnes som den korte pengemarkedsrenten, på omtrentlig 0,25 prosentpoeng over styringsrenten.

Pengemarkedsrenten steg betydelig under finanskrisen. Bankene vurderte risikoen for utlån til hverandre som så stor at pengemarkedsrenten på sitt høyeste var høyere enn bankenes gjennomsnittlige utlånsrente til kundene (Finans Norge). Ved å se på den fem- årige kursutviklingen for Nibor, ser vi at pengemarkedsrenten begynte å stabilisere seg noe i andre halvdel av 2009, og lå i gjennomsnitt 0,3 prosentpoeng over styringsrenten i 2013 (Norges Bank.no).

Vi vurderer forhandlingsmakten til leverandørene av kapital til å være lav under høykonjunkturer og relativt normale markedsforhold. Som vi så under finanskrisen kan pengemarkedene tørke opp under dårlige tider som lavkonjunkturer. Da vil tilgangen på lån reduseres, og bankene krever en høyere kompensasjon for risikoen ved utlån. Under slike forhold øker forhandlingsmakten til leverandørene. I dagens situasjon vil vi vurdere forhandlingsmakten som lav til moderat.

Vi kan betrakte bankens ansatte som leverandører av humankapital. For en kunnskapsbedrift som SR-Bank er dyktige og kompetente ansatte helt essensielt for å lykkes. Banken er avhengig av å rekruttere dyktige og høyt utdannede medarbeidere, på den måten kan bankene redusere sin operasjonelle risiko. Høyt utdannede medarbeidere har tradisjonelt hatt høy forhandlingsmakt, og det har vært stor konkurranse om de dyktigste hodene i bransjen. De siste syv årene har søkertallene til studier innen økonomi og administrasjon økt med 57%, og trenden ser ut til å vedvare (Nifu.no). Undersøkelsen indikerer at antallet personer med høyere utdanning innen økonomiske fag vil øke i fremtiden, dette vil sannsynligvis gjøre arbeidsmarkedet for økonomer tøffere i årene som kommer. Samtidig så reduseres antallet fysiske filialer for majoriteten av bankene, som vil bidra til å redusere behovet for nyansatte i banksektoren. Bankene velger heller å bygge ut callsentere, og fokusere på kundeservice gjennom sosiale medier (Aftenposten.no). Derfor estimerer vi at forhandlingsmakten til leverandørene av humankapital vil reduseres noe. Basert på disse faktorene vil vi fremdeles vurdere forhandlingsmakten til denne gruppen som moderat til høy.

Den teknologiske utviklingen i finansnæringen, og samfunnet generelt, tilsier at leverandørene av IKT-systemer er svært viktige for bankene. Gode IKT-systemer reduserer den operasjonelle risikoen, og kan bidra til å øke effektiviteten til banken. Den avanserte teknologien gjør det svært vanskelig for banken å utvikle egne systemer, det vil også kreve en enorm investering i nyansatte med teknisk kompetanse. Bytte av leverandør vil også medføre store kostnader, både i tid og penger. Bankene er derfor avhengige av eksterne aktører for å kjøpe og drifte disse systemene. Disse faktorene gjør at vi vurderer forhandlingsmakten til leverandørene av IKT-systemer som høy.

Totalt sett vurderer vi leverandørenes forhandlingsmakt som moderat til høy, og kan derfor bidra til å øke konkurranseintensiteten i bransjen.

5.2.1.3 Trusler fra inntrengere:

Inntrengere betyr i denne sammenheng nye aktører som vil etablere seg i markedet.

Inntrengeranalysen gir en indikasjon på hvor lett det er for andre aktører å etablere seg på konkurransearenaen, der fokuset for analysen er bransjens inngangsbarrierer. De kritiske faktorene som øker inngangsbarrierene, er når det er en kapitalintensiv bransje, høy kundelojalitet, lav grad av differensiering, tilstedeværelsen av stordriftsfordeler, retningslinjer og reguleringer fra myndighetene som begrenser nyetableringer, og redusert tilgang på distribusjonskanaler (Løvendahl og Wenstøp, 2010 s.206). De etablerte aktørenes forventede reaksjon på en nyetablering påvirker også trusselen fra inntrengere. Her kan man analysere hvordan de etablerte aktørene har reagert ved tidligere nyetableringer. Dersom det kan forventes sterke reaksjoner på en nyetablering, vil det øke inngangsbarrierene. Høye inngangsbarrierer reduserer konkurranseintensiteten.

Det er hovedsakelig to typer inntrengere som kan forsøke å etablere seg i det norske markedet for kreditt, etter vår vurdering. Det er aktører innen samme bransje som ikke er etablert i Norge eller i regionene SR-Bank hovedsakelig opererer, og aktører fra urelaterte bransjer som vil etablere seg i markedet for kreditt.

For å etablere seg innen banknæringen kreves det store kapitalinvesteringer. Den største investeringen er innen humankapital. Ettersom kompetente ansatte med et høyt utdanningsnivå er vitalt for effektiv drift. Samtidig vil nyetablerte selskaper i de fleste tilfeller måtte investere i kontorbygg, både hovedkontor og eventuelle filialer dersom det er aktuelt, og IT-systemer. Bankbransjen er preget av meget høy konkurranse om markedsandelene, og kan karakteriseres som et såkalt «null-sum spill». En nyetablert aktør vil derfor møte vanskeligheter med å opparbeide seg et bærekraftig kundevolum, og må bruke mye ressurser på markedsføring. For at en aktør fra en urelatert bransje skal kunne etablere seg på bankmarkedet i Norge, vil det derfor kreve store investeringer i humankapital, IKT-systemer og opparbeidelse av erfaring med risikovurdering og etablering av en sterk merkevare. Samtidig er banknæringen en bransje som er preget av omfattende lover og reguleringer. Sparebankloven § 3 sier at det må foreligge en konsesjon for å kunne drive bankvirksomhet i Norge (Finansdepartementet).

I henhold til EØS-regelverket er det krav til likviditetsbuffer og kapitaldekning i bankene (Finansdepartementet). Samtidig foreslår Finanstilsynet økte risikovekter for bankene (Finanstilsynet, 2013). Disse faktorene medfører en kapasitetsbegrensning for volumet av utlån. Kapasitetsbegrensningene kan redusere inngangsbarrierene for inntrengere, ettersom

bankene må være mer restriktive til hvem de gir kreditt til. På denne måten kan nyetablerte konkurrenter få en større potensiell kundemasse, med mindre konkurranse. Implikasjonen av dette er at de nye aktørene tar over en andel av de mer risikable kundene de etablerte bankene ikke vil innvilge kreditt til. Samlet sett vil vi hevde at trusselen for nyetableringer er relativt liten.

De siste tretti årene har antallet sparebanker i Norge blitt kraftig redusert. Flere av de større bankene har ført en aggressiv strategi og har økt sine markedsandeler betraktelig, både gjennom intern- (organisk) og ekstern vekst. En rekke mindre og mellomstore sparebanker har blitt kjøpt opp eller fusjonert med andre banker, samtidig har flere lokale sparebanker måtte legge ned. SR-Bank er et godt eksempel på denne trenden, ettersom banken har gjennomført 35 fusjoner siden etableringen i 1839. Antallet norske sparebanker har blitt redusert med i overkant av 66% fra 1980 (322) til 2013 (108) (Sparebankforeningen). Reduksjonen i antallet sparebanker tyder på en meget hard konkurranse om markedsandelene i bankbransjen, og kan virke avskrekkende på nyetablerte aktører.

Markedsområdene SR-Bank fokuserer på er hovedsakelig Rogaland, Agder- fylkene og Hordaland (srbank.no). Den største trusselen for SR-bank er allerede etablerte aktører i bankmarkedet, som tidligere ikke har fokusert på disse fylkene. I denne sammenheng kan spesielt Skandiabanken og Gjensidige Bank trekkes frem. Forretningsstrategien til disse bankene er å tilby alle banktjenestene elektronisk, uten fysiske filialer. En nettbasert bank vil redusere omfanget av kapitalinvesteringer og antall ansatte som er nødvendig for effektiv drift av banken, noe som reduserer inngangsbarrierene for etablering i nye landsdeler. Lave byttekostnader forbundet med bankbytte, og redusert behov for fysiske filialer blant kundene, gjør det også mindre utfordrende og etablere seg. Utenlandske banker som ønsker å etablere seg i Norge er også en potensiell trussel, blant annet Danske Bank har etablert seg flere steder i Norge. Basert på denne analysen vil vi vurdere trusselen for inntrengere som enda ikke har etablert seg i kjerneregionene til SR-bank, som lav til middels høy.

Totalt sett vil vi anslå trusselen for nyetableringer som lav, og konkurranseintensiteten forsterkes ikke nevneverdig på bakgrunn av denne trusselen.

5.2.1.3 Trusselen fra substitutter

Et substitutt er produkter, tjenester og aktører som kan dekke kundens behov på en annerledes måte enn de etablerte aktørene på konkurransearenaen gjør i dag (Løvendahl og

Wenstøp, 2010). Trusselen fra substitutter avhenger av kundens tilbøyelighet til å erstatte bedriftens produkter og tjenester med substitutter. Kundens tilbøyelighet til å bytte til substitutter, påvirkes av i hvor stor grad substituttet dekker kundens behov, og substituttets kvalitet og pris. Dersom det er en høy trussel fra substitutter, vil det øke konkurranseintensiteten i bransjen.

SR-Bank tilbyr et vidt spekter av finansielle produkter og tjenester. Det er derfor viktig å definere bankens primærtjenester, slik at vi kan identifisere mulige substitutter. Bankens primærtjenester kan deles inn i tre hovedkategorier, dagligbank, finansieringsvirksomhet og forsikring (Sparebank1.no). Dagligbank vil her innebære betalingsformidling og sparing, og finansieringsvirksomhet refererer til utlån.

I markedet for kreditt har vi identifisert fire mulige substitutter for tradisjonelle sparebanker, Statens pensjonskasse (SPK), Husbanken, kreditt i butikk og obligasjonslån for bedriftskundene. Både Husbanken og SPK kan regnes som substitutter, ettersom de dekker kundens behov for boliglån, men er ikke en del av banknæringen.

For private boliglånskunder vil Husbanken og Statens pensjonskasse være et mulig alternativ til banklån. Statens pensjonskasse er Norges største leverandør av offentlig tjenstepensjon, og tilbyr boliglån med lav subsidiert rente og forsikringsordninger til sine medlemmer. Per dags dato er medlemstallet i overkant av en million, med omtrentlig en halv million medlemmer som kvalifiserer for boliglån, og kan derfor utgjøre en reell trussel for sparebankene (SPK.no) På tross av et høyt medlemstall er det relativt få som benytter seg av lån fra statens pensjonskasse, det er heller ikke alle som kvalifiserer. Samtidig er maksbeløpet for boliglån på 1,7 millioner kroner. SPK opplever derimot kraftig vekst i antallet boliglånskunder, det siste året har SPK hatt en vekst i utlån til boligformål på hele 47% (DN.no). Vi vurderer SPK som et framtrødende substitutt for sparebankene i kredittmarkedet for statlige ansatte, og vurderer trusselen som moderat.

Hensikten med Husbanken, innen boligpolitikk, er å hjelpe vanskeligstilte med lav inntekt inn i boligmarkedet (husbanken.no). I den sammenheng tilbyr Husbanken blant annet grunnlån, startlån og bostøtte, det er hver enkelt kommune som behandler søknadene fra sine beboere. Kundene av Husbanken er hovedsakelig de potensielle kundene som hadde fått avslag på boliglånssøknaden av sparebankene, på grunn av deres lave inntjening og trolige mangel på egenkapital. På tross av dette er det svært få kommuner som praktiserer et inntektstak for hvem som får lån, i underkant av 10% av kommunene har inntektstak

(Dagens Næringsliv). Mangelen på inntektstak fører til at individer med høy inntekt kan få innvilget lån i Husbanken, som kan redusere den potensielle kundemassen til bankene. Hele seks av ti kunder som mottok startlån har en årsinntekt på over 400 000 kroner (DN.no). Samtidig er en av tjenestene til Husbanken å låne ut den nødvendige egenkapitalen for å få lån i banken, dette øker derfor den potensielle kundemassen til bankene. Basert på at en stor andel av kundene til Husbanken har en gjennomsnittlig høy inntekt, vil Husbanken utgjøre en moderat trussel for SR-Bank. Stavanger- og Sola kommune er blant kommunene som har innført inntektstak, og Husbanken vil derfor utgjøre en mindre trussel i et av kjerneområdene til SR-Bank. Slik retningslinjene er i dag, vil vi vurdere trusselen fra Husbanken som moderat. Kommunal- og moderniseringsminister Jan Tore Sanner varsler at retningslinjene for startlån skal strammes inn (DN.no). Dersom innstramningene er tilstrekkelige vil trusselen fra Husbanken trolig reduseres i fremtiden.

En rekke butikker tilbyr i dag kunder kjøp på kreditt. De fleste butikker som omsetter middels til høyt prisede produkter tilbyr ulike betalingsplaner og kredittordninger. Ettersom de fleste av disse butikkene har kredittavtaler med bankene, er trusselen fra dette substituttet redusert, samtidig benyttes det også normalt kredittkort utstedt av bankene til slike kjøp.

Obligasjonslån er et mulig substitutt for banklån, obligasjonslån er hovedsakelig aktuelt for større bedrifter. For at en bedrift skal kunne utstede obligasjoner med gunstige betingelser for utstederen, må bedriften være svært solid. Solide bedrifter vil også kunne få gunstige betingelser i bankene, så disse bedriftene vil trolig finansieres gjennom en blanding av obligasjonslån og banklån. Det vil også være relativt få av sparebankenes bedriftskunder som vil kunne oppnå gunstige betingelser i obligasjonsmarkedet, vi vurderer derfor trusselen fra obligasjonsmarkedet som liten.

Den banktjenesten som er mest fremtredende i dagliglivet er betalingsformidling, om det er kjøp med kort på butikk eller på nett. I følge finansnæringens fellesorganisasjon ligger Nordmenn i verdenstoppen når det kommer til kortbruk (FNO.no). I dag betales omtrent 36% av Nordmenns forbruk med VISA kort, og bruken av VISA kort økte med 13,2% i 2013 (Visa.no). Reelle substitutter er betaling med mobilen og andre nettbaserte leverandører av betalingstjenester. Visa anslår at bruken av mobilen som betalingsmiddel vil øke kraftig i fremtiden, og anslår at kun halvparten av alle deres transaksjoner i 2020 vil gjennomføres med et fysisk kort (Dinside.no). I denne sammenheng vil de fysiske kortene

byttes ut med kort på mobil, og bankene vil derfor trolig ikke oppleve noen stor forandring fra dagens situasjon. Bruken av mobilen som betalingsmiddel i form av SMS-betaling og andre transaksjoner gjennom mobilregningen regnes heller ikke som noen stor trussel for bankene.

Bruken av uavhengige betalingsløsninger over nett har blitt mer utbredt. De mest sentrale aktørene her er Paypal, Google Checkouts og Moneybookers. Vi vurderer heller ikke disse substituttene som noen framtreddende trussel for bankene, ettersom man fremdeles må ha en bankkonto for å benytte seg av disse tjenestene. Per dags dato er det også relativt få bedrifter som godtar denne betalingsmåten, men det kan forandre seg i framtiden.

Substitutter for banksparing kan være å lagre kontanter i sitt eget hjem, og sparing gjennom aksjer og fond. Ved fysisk oppbevaring av kontanter i sitt eget hjem vil man gå glipp av bankrenten, og risikoen for tap av pengene gjennom tyveri eller brann øker. Denne spareformen er derfor mindre attraktiv for den gjennomsnittlige Nordmann. Sparing gjennom aksjer og fond er derimot blitt svært populært etter frammarsjen av internett. Gjennom internett kan privatkunder investere og forvalte pengene sine selv, noe som også har gjort prosessen langt billigere. I starten av 2014 var over 350 000 nordmenn registrerte som eier av aksjer i børsnoterte selskaper (Dinepenger.no). Sparing i aksjer og fond er i dag en integrert del av de aller fleste bankenes produktspekter, og reduserer derfor trusselen av dette substituttet. Samtidig er sparing i aksjer og fond en ny måte banken kan tjene penger på. Den økte risikoen ved sparing i aksjer medfører at mange vegrer seg for denne spareformen, og heller velger tradisjonell banksparing. Trusselen fra substitutter til banksparing vil på bakgrunn av dette være lav etter vår vurdering.

Totalt sett vurderes trusselen fra substitutter som lav til moderat, og kan bidra med å øke konkurranseintensiteten i bankbransjen.

5.2.1.4 Konkurrenter, bransjens interne rivalisering

De fire øvrige kreftene påvirker den interne rivaliseringen i bransjen. Andre faktorer som påvirker den interne rivaliseringen er antallet konkurrenter og deres størrelse, de ulike aktørenes kapasitet og kostnadsstruktur, differensieringen mellom konkurrentene og bransjens utgangsbarrierer. Mange mindre aktører, lav grad av differensiering og høye utgangsbarrierer vil øke rivaliseringen i bransjen. Høy grad av rivalisering vil gjøre bransjen mindre attraktiv, ettersom det legger press på marginene (Porter, 1980).

På bakgrunn av størrelse og geografisk plassering har vi vurdert DNB, Nordea, Handelsbanken, Sparebanken Vest og Skandiabanken som SR-Banks primære konkurrenter. I tillegg til de øvrige sparebankene som opererer i SR-Banks kjerneområder. De øvrige sparebankene vurderes ikke som betydningsfulle konkurrenter individuelt sett, men samlet vil de kunne utgjøre en liten trussel.

I trinn 1 av konkurranseanalysen, beskrev vi at bankbransjen i Norge er preget av lav markedsvekst. Samtidig oppleves produktene og tjenestene til de ulike bankene som svært like av forbrukeren, som møter små byttekostnader ved et bankbytte. Bankbransjen er også preget av at noen få store aktører holder store markedsandeler.

Bankenes kostnadsstruktur er en viktig faktor i analysen av den interne rivaliseringen. En av bankenes største kostnader er rentekostnader. Bankene har hovedsakelig to betydelige kilder til rentekostnader, renten på kundeinnskudd og renten på ekstern finansiering. Samtidig som rentekostnadene på kundeinnskudd er en betydelig kostnad for bankene, er nivået på innskuddsrenten meget viktig for bankens kunder, og er en vesentlig faktor i valget av bank. Bankkunder kan enkelt sammenligne innskuddsrentene til ulike banker på nettet. Konkurransen mellom bankene på innskuddsrenten er derfor hard, og øker den interne rivaliseringen i bransjen.

Rentekostnadene på ekstern finansiering er også en betydelig kostnad for bankene. Det er Nibor som er utgangspunktet for denne kostnaden. Det er kun de største bankene som er en del av styringsgruppen som fastsetter Nibor, noe som betyr at det ikke er noen sparebanker representert i styringsgruppen. De største og mest solide bankene kan oppnå bedre betingelser i penge- og obligasjonsmarkedet, noe som kan bidra med å redusere konkurransen. Mange av konkurrentene til SR-Bank har en relativt lik rating. Dette skjerper konkurransen mellom dem på grunn av at ingen av bankene har en klar kostnadsfordel ovenfor de andre bankene.

En annen viktig faktor for den interne rivaliseringen er geografisk plassering. SR-Banks kjerneområder er Rogaland, Hordaland og Agder- fylkene. Konkurransenintensiteten påvirkes av i hvilken grad dagens, og potensielle nye, konkurrenter har mulighet til å ekspandere i disse regionene. For en rekke sparebanker er en viktig del av strategien, å markedsføre seg som lokale banker, med lokal kunnskap og geografisk nærhet til kundene. Den digitale utviklingen vi nå står ovenfor kan redusere effekten av denne strategien. Bankkundene har i dag redusert behov for å oppsøke fysiske bankfilialer. Nettbank og

minibanker har redusert avhengighetsforholdet mellom kundene og bankene. Denne utviklingen har gjort det lettere å ekspandere virksomheten sin til nye områder, Skandiabanken og Gjensidige bank har opplevd stor vekst gjennom denne forretningsstrategien. Økt intern rivalisering kan bli et resultat av denne trenden i næringen.

DNB er Norges største finanskonsern, og er av mange betraktet som en prisleder i bransjen. De mindre bankene og sparebankene følger ofte etter rentejusteringer gjort av de større bankene (DN.no). Tilstedeværelsen av en prisleder kan virke konkurransedempende.

Totalt sett vil vi vurdere den interne rivaliseringen som moderat til høy. Det er tilstedeværelsen av en prisleder i markedet som reduserer den interne rivaliseringen. En moderat til høy rivalisering indikerer at det er muligheter for god lønnsomhet i bransjen, samtidig som økt rivalisering vil redusere potensialet for lønnsomhet.

5.2.2 Oppsummering

Trusselen fra nyetableringer i SR-Banks kjerneområder og trusselen fra substitutter vurderes som lav til moderat, dette bidrar derfor ikke med å øke konkurranseintensiteten i vesentlig grad. Den høye kundemakten og den relativt høye forhandlingsmakten til leverandørene bidrar med å øke konkurranseintensiteten. Som følge av disse faktorene vurderer vi den interne rivaliseringen som moderat til høy. Det tyder på at bankene fremdeles kan oppnå god lønnsomhet i finansbransjen.

5.3 Intern analyse

For at en bedrift skal ha et konkurransefortrinn i markedet, må bedriften utnytte sine interne ressurser på en hensiktsmessig måte. Bedriften kan ha både synlige og usynlige ressurser. Målet med en intern analyse er å identifisere og analysere bedriftens interne styrker og svakheter. Vi vil benytte SVIMA rammeverket for å analysere SR-Banks interne ressurser. Akronymet SVIMA står for; Sjelden, verdifull, ikke-imiterbar, viktig, mobilisert og appropriert.

At en ressurs er sjelden vil si at det er få eller ingen av konkurrentene som besitter en lik eller tilsvarende ressurs. En ressurs er verdifull dersom den bidrar til å utnytte en mulighet eller redusere en trussel i markedet, og påvirker en bedrifts inntekter eller kostnader positivt. At en ressurs er ikke-imiterbar betyr at konkurrentene vanskelig kan kopiere ressursen, eller benytte seg av nære substitutter for den aktuelle ressursen. For å skape et varig konkurransefortrinn er det ikke nok å kun inneha en sjelden og ikke-imiterbar

ressurs, bedriften må i tillegg være organisert på en slik måte at ressursens verdiskapingspotensial utnyttes optimalt. I denne sammenheng betegnes det ved at bedriftens ressurser er mobiliserte. Verdiskapningen må videre være appropriert for bedriften. Det vil si at verdiskapningen gagnar bedriften, ikke andre aktører i markedet (Løwendahl og Wanstøp, 2010).

For at en ressurs skal gi et varig konkurransefortrinn bør den optimalt oppfylle alle kriteriene nevnt over.

Tabell 3 SR-Banks konkurransefortrinn

Sjelden	Verdifull	Ikke-Imiterbar	Mobilisert	Appropriert	Resultat
Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Ikke Beholdt fortrinn
Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	Potensielt fortrinn
Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Paritet
Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	Trivielt fortrinn

Videre i analysen deler vi bedriftens viktigste ressurser inn i to hovedkategorier, synlige og usynlige ressurser.

5.3.1 Synlige ressurser

5.3.1.1 Finansielle ressurser

Finansielle ressurser kan beskrives som både innsatsfaktor i, og et resultat av, verdiskapningsprosessen (Løwendahl og Wenstøp, 2010). En banks finansielle ressurser vil hovedsakelig bestå av investeringer i diverse verdipapirer og penger på bok. Tilgjengelig kapital er helt essensielt for den daglige driften av ethvert selskap, både på kort og lang sikt.

Gjennom analyse av årsrapporten til SR-Bank, ser vi at sparebanken hadde et totalresultat på henholdsvis 1783 millioner i 2013, og 1537 millioner i 2012. Regnskapsanalysen av SR-Bank tyder på at sparebanken har god lønnsomhet. Med utgangspunkt i regnskapsanalysen vurderer vi også at likviditeten og soliditeten til sparebanken er tilfredsstillende god. SR-Bank har derfor gode forutsetninger for å opprettholde den daglige, og fremtidige driften, av selskapet. Samtidig vil den gode økonomiske posisjonen gjøre at sparebanken kan oppnå konkurransedyktige betingelser i pengemarkedet.

Finansielle ressurser er helt essensielle for driften av en sparebank, og er derfor helt klart verdifulle. Ressursen er derimot verken sjelden eller vanskelig å imitere over tid, under

normale markedsforhold. De finansielle ressursene vil derfor kun gi konkurransemessig paritet til konkurrentene, på tross av at SR-Bank har mobilisert og appropriert ressursene på en hensiktsmessig måte.

5.3.1.2 Fysiske ressurser

En bedrifts fysiske ressurser omfatter bygninger og lokaler, maskiner og diverse inventar (Løvendahl og Wenstøp, 2010). SR-Bank kan beskrives som en kunnskapsbedrift, i motsetning til en produksjonsbedrift. Bankens fysiske ressurser vil derfor hovedsakelig bestå av selskapets kontorbygninger og filialer, og annet inventar som IKT-utsyr og kontorrekvisita.

I sparebankens årsrapport kommer det fram at SR-Bank per 31.12.2013, har 52 kontorer fordelt over sine markedsområder (sparebank1.no). I følge Dagligbankundersøkelsen, som TNS Gallup utfører for Finans Norge, bruker 72% av alle bankkundene en kombinasjon av nettbank og filialer, og antallet bankkunder som kun benytter seg av bankfilialer er 6% (FNO.no). Lokale bankfilialer har derfor en verdi for en god del kunder, på tross av at de fleste bankkunder svært sjeldent har behov for å oppsøke filialene til daglig. Nettbank og mobilbank er et effektivt og enkelt verktøy for kundene, som reduserer nytten av fysiske filialer. Rene nettbaserte banker som Gjensidige og Skandiabanken er gode eksempler på at fysiske bankfilialer ikke lenger er nødvendig for å lykkes i bankmarkedet. De fysiske ressursene til sparebanken kan vurderes til å være verdifulle, ettersom de har en nytteverdi for en del av brukermassen, og har en salgsverdi på markedet. Majoriteten av konkurrentene til SR-Bank har tilsvarende kontorbygg og filialer, de er derfor ikke sjeldne. Samtidig vil en konkurrent kunne imitere ressursene ved å kjøpe opp egnede eiendommer. Plassmangel og høye priser i de mest attraktive områdene kan dempe effekten av imitasjonen noe. Etter vår vurdering vil SR-Banks fysiske ressurser gi konkurransemessig paritet til konkurrentene.

5.3.2 Usynlige ressurser

Komplikasjonen med usynlige ressurser er at de kan være vanskelige å identifisere og verdsette. Grunnen til at de usynlige ressursene er vanskelige å verdsette, er at de ikke omsettes på et aktivt marked, og markedsverdien kan derfor bli vanskelig å estimere korrekt (Løvendahl og Wenstøp, 2010). Usynlige ressurser for en sparebank består hovedsakelig av intellektuell kapital og relasjonskapital. Der fysiske ressurser normalt

slites ned under bruk, vil de usynlige ressursene gjerne videreutvikles og styrkes under bruk.

5.3.2.1 Intellektuell kapital

Humankapital

En sparebank vil være avhengig av kompetente og dyktige medarbeidere for å kunne konkurrere effektivt i markedet. Kompetansen til medarbeiderne er en kombinasjon av kunnskaper, ferdigheter og egenskaper (Løvendahl og Wenstøp, 2010).

For å tiltrekke seg de beste medarbeiderne, med riktig utdanningsnivå, har SR-Bank opparbeidet gode rutiner for rekruttering. For nyansatte har sparebanken startet programmet ”Ei dør inn”, som skal gi de nyansatte en helhetlig og god introduksjon til hele konsernet (sparebank1.no). SpareBank1 SR-Bank Skolen er et videreutdannings program som skal øke den faglige kompetansen til de ansatte senere i karrieren. Et mangfoldig og inkluderende arbeidsmiljø er viktig for trivselen til de ansatte. Derfor jobber SR-Bank aktivt for å rekruttere kvinner til konsernet, og til ledende stillinger. I 2013 var det 41,6% kvinner i ledende stillinger (Årsrapport, 2013). Et godt arbeidsmiljø bidrar til å øke tilfredsheten og lojaliteten til de ansatte ovenfor arbeidsgiveren. SR-Bank har et relativt lavt sykefravær, på 3,9% i 2013, som er under landsgjennomsnittet for bank- og finansnæringen (FNO.no). Det gir en friskhetsgrad på 96,1%, det er en nedgang fra friskhetsgraden på 97% i 2012 (Årsrapport, 2012). Et lavt sykefravær indikerer at de ansatte trives på arbeidsplassen. For å opprettholde og forbedre friskhetsgraden har sparebanken innført ulike tiltak, som blant annet en refusjonsordning for treningskostnader.

Kompetente medarbeidere er essensielt for effektiv drift av en sparebank, de kan derfor regnes som en verdifull ressurs. Ettersom kompetente ansatte er såpass viktig, vil konkurrentene også ha ansatte med tilsvarende utdanningsnivå og kompetanse. Nasjonale krav til finansielle rådgivere sikrer også at bankene må inneha riktig kompetanse (autorisasjonsordningen.no). Ressursen er derfor verken sjelden eller spesielt vanskelig å imitere. Sparebanken kan heller ikke i utstrakt grad forhindre at dyktige medarbeidere slutter i konsernet, og tar med seg den opplærte kompetansen til en konkurrent. På tross av sin viktighet, gir den intellektuelle kapitalen ikke noe konkurransefortrinn til SR-Bank ovenfor sine konkurrenter.

Relasjonskapital, Renommé og kundelojalitet

SR-Bank består i dag av 39 tidligere lokale sparebanker, og har 52 kontorer fordelt over

sitt markedsområde. Sparebanken har røtter helt tilbake til 1839, og feirer i år 175 års virke i Rogaland (Årsrapport, 2013). Med sin lange tilstedeværelse har SR-Bank bygget opp et stort nettverk av bedriftskunder og privatkunder i spesielt Rogaland. Gjennom oppkjøp av lokale sparebanker i andre regioner, Hordaland og Agder-fylkene, har de også i dag et relativt stort nettverk av kunder i disse regionene.

Banknæringen tilbyr i dag svært like produkter og tjenester, noe som gjør det vanskelig å skille seg ut fra konkurrentene på denne fronten. Relasjonen til kundene og kunnskap om lokalmiljøet kan derfor være meget viktig for å tiltrekke seg nye, og holde på eksisterende kunder.

For å befeste sin posisjon i lokalsamfunnene er samfunnsansvar (CSR) en viktig del av sparebankens forretningsstrategi. Det disponeres årlig en andel av overskuddet til allmennyttige formål i sparebankens markedsområder, Rogaland, Hordaland og Agder-fylkene (Årsrapport 2013). SR-Bank er blant annet hovedsponsor for Viking fotballklubb, og sponser en rekke andre idrettslag og kulturtilbud. I 2013 ble det utbetalt 31.5 millioner kroner til sponsering, det er en økning på 57,5% fra 2012. Denne satsningen på samfunnsnyttige formål har ført til at SR-Bank har en sterk posisjon, spesielt i Rogaland, og har opparbeidet seg et godt omdømme og en lojal kundegruppe.

SR-Bank er en del av alliansesamarbeidet Sparebank 1 Alliansen. De ulike sparebankene samarbeider om å bygge opp en felles merkevare og produktportefølje.

Alliansesamarbeidet kan medføre stordriftsfordeler og synergieffekter i form av utveksling av kunnskap. Hvert medlem er likevel en separat enhet, med sine strategier og karakteristika (sparebank1.no). Komplikasjonen med en slik allianse er at en enkelt aktør kan skade omdømmet til hele alliansen ved eventuelle feilgrep.

Norsk kundebarometer har årlig en undersøkelse om kundetilfredshet og kundelojalitet. Det er ikke tall for SR-Bank isolert sett, så vi må se på den samlede rangeringen for hele alliansen. Sparebank 1 gruppen er rangert som nummer fire, og er kan derfor sies å ha en sterk posisjon i det norske markedet (Norsk kundebarometer, 2013).

Gjennom sin egen satsning på lokalsamfunnene i sine markedsområder, og medlemskap i Sparebank 1 Alliansen, vil SR-Bank ha en sterk markedsposisjon. Et godt omdømme er en viktig faktor for å holde på den eksisterende kundemassen, og tiltrekke seg nye kunder. Et godt omdømme kan derfor styrke konkurranseposisjonen til en bedrift, og kan beskrives som verdifull. SR-Bank har en unik posisjon i Rogaland, som kan betraktes som sjelden.

Sparebanken har også et godt omdømme i de øvrige regionene. Det gir en midlertidig konkurransefordel på kort til medium sikt. Ettersom konkurrentene kan kopiere det gode omdømmet over tid, ved å øke markedsføringsinnsatsen og sponsingen sin i disse regionene.

Et godt omdømme vil også kunne øke kundelojaliteten, lojale kunder er en verdifull ressurs. Ved en høy kundelojalitet vil sparebanken enklere kunne holde på kundemassen sin. Samtidig er dette en fordel en rekke lokale sparebanker deler, noe som tyder på at det er imiterbart over tid. Byttekostnadene for den alminnelige bankkunden er også lave, som kan redusere kundelojaliteten i dårlige tider. Lojale kunder kan derfor gi et konkurransefortrinn på kort sikt.

5.3.3 Oppsummering av SVIMA analysen

Tabell 4 Oppsummering av SVIMA analysen

Ressurs	Sjelden	Verdifull	Ikke-Imiterbar	Mobilisert	Appropriert	Resultat
Synlige Ressurser						
Finansielle	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Paritet
Fysiske	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Paritet
Usynlige Ressurser						
Humankapital	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Paritet
Omdømme	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fordel
Allianse samarbeid	Ja	Ja	Nei	Ja	JA	Midlertidig fordel

SVIMA analysen identifiserer to midlertidige konkurransefordeler, omdømmet til SR-Bank og medlemskapet i Sparebank1 Alliansen. Grunnen til at vi bedømmer fordelene til å være midlertidig, er at konkurrentene kan oppnå et tilsvarende omdømme, og kan inngå tilsvarende samarbeid over tid. Disse midlertidige fordelene kan resultere i økt lønnsomhet for SR-Bank, sammenlignet med konkurrentene. Det er derfor viktig at selskapets strategi og markedsføringsinnsats forsøker å opprettholde og videreutvikler disse fordelene. De øvrige ressursene gir kun konkurransemessig paritet til konkurrentene.

5.4 Oppsummering av konkurranseanalysen

Målet med konkurranseanalysen er å avdekke bedriftens svake og sterke sider i forhold til konkurrentene, slik at man kan analysere hvilke forhold som kan påvirke de framtidige kontantstrømmene til selskapet. I den eksterne analysen har vi benyttet oss av PESTEL rammeverket og Porters femkraftsmodell, for å analysere sparebankens konkurransearena. For å avdekke muligheter og trusler i markedet som kan påvirke selskapet.

Gjennom analysen av makroforholdene til SR-Bank vurderte vi en rekke ulike forhold som kan påvirke bankene. Analysen tyder på at vi har stabil økonomisk vekst i Norge, samtidig som vi har lav arbeidsledighet. Banknæringen har måtte rette seg etter strengere reguleringer etter finanskrisen. Blant annet særnorske regler for forsvarlig utlånspraksis til boligformål, og Basel III standarden for bankene. De nye reglene har medført en reduksjon i bankenes utlånsrisiko, men har samtidig redusert inntektsgrunnlaget noe. Ettersom en tidligere lønnsom kundegruppe, studenter og nyutdannede, nå kan oppleve problemer med å få boliglån. De økte kapitalkravene i Basel III kan medføre en redusert egenkapitalrentabilitet for bankene. SSB rapporterer at spareraten til norske husholdninger er høy, og at alle kjerneregionene til SR-Bank vil oppleve en befolkningsvekst framover. SSB prognostiserer også en eldende befolkning, og fokuset på pensjonssparing vil bli viktigere. Analyse av de teknologiske forholdene tyder på at norske bankkunder generelt benytter seg av nettbank og mobilbank i stor grad.

Porters femkraftsmodell ga oss disse resultatene. Trusselen fra nyetableringer i SR-Banks kjerneområder og trusselen fra substitutter vurderes som lav til moderat, dette bidrar derfor ikke med å øke konkurranseintensiteten i vesentlig grad. Den høye kundemakten og den relativt høye forhandlingsmakten til leverandørene bidrar med å øke konkurranseintensiteten. Den interne rivaliseringen blir derfor vurdert som moderat til høy. Analysen tyder på at banknæringen preges av sterk konkurranse og relativt lav markedsvekst, men også at bankene fremdeles kan oppnå god lønnsomhet i finansbransjen. Den interne analysen slår fast at SR-Bank har tilstrekkelige finansielle ressurser til å opprettholde den daglige driften, og har tilfredsstillende soliditet og likviditet. Sparebanken har også de nødvendige fysiske ressursene i form av kontorbygg og filialer, til å betjene hele kundemassen på en tilfredsstillende måte. Gjennom analysen av de usynlige ressursene fant vi et midlertidig konkurransefortrinn i form av bankens omdømme og medlemskap i Alliansesamarbeidet. Sparebankens humankapital er en av bankens største styrker, men gir ikke et konkurransefortrinn isolert sett. Konklusjonen på analysen er at SR-Bank er veldrevet, og ikke har noen åpenbare svakheter i forhold til sine konkurrenter. Avslutningsvis vil vi oppsummere med en forenklet SWOT analyse, der vi poengterer sparebankens største styrker, svakheter, muligheter og trusler.

Figur 4 SWOT analyse



6.0 Regnskapsanalyse

For å danne et helhetsbilde av SR-Banks økonomiske situasjon og økonomiske utvikling, har vi foretatt en ekstern regnskapsanalyse. Gjennom regnskapsanalysen blir det fortatt en systematisk gjennomgang og analyse av de siste syv års tilgjengelige årsregnskap (2007-2013). Analysen gir derfor en god innsikt i bankens underliggende økonomiske forhold.

Bankens historiske tall er også viktige for å kunne utvikle prognoser for bankens fremtidige utvikling. Prognosene må utvikles i kombinasjon med den strategiske analysen. De historiske tallene gir derfor kun en indikasjon på bankens framtidsutsikter.

Viktige elementer i regnskapsanalysen er omgruppering av balansen, normalisering av resultatet og nøkkeltall analyse. Før vi foretar regnskapsanalysen vil vi fastsette et rammeverk for analysen.

6.1 Rammeverk

6.1.1 Komparative selskaper

For å kunne sette bankens økonomiske prestasjoner i perspektiv må vi sammenligne regnskapstallene med sammenlignbare banker. Valg av sammenlignbare banker avgjøres på grunnlag av størrelsen på forvaltningskapitalen, risikoprofil og markedsandeler.

Med utgangspunkt i disse faktorene og den strategiske analysen har vi valgt Sparebanken Midt-Norge, Sparebanken Nord-Norge og Sparebanken Vest som sammenlignbare banker. De har relativt lik størrelse på forvaltningskapitalen, og har en tilsynelatende lik risikoprofil. Samtidig har de også relativt like markedsandeler og er representert i SR-Banks primære markedsområde. Vi har valgt å ekskludere DNB fra analysen ettersom DNB i større grad er en forretningsbank enn en sparebank. De har flere internasjonale aktiviteter i konsernregnskapet som er vanskelig å skille ut fra de norske aktivitetene. Samtidig er banken betydelig større. For eksempel har SR-Bank en forvaltningskapital på 156,9 milliarder kroner og en markedsandel på 3,7%. DNB har til sammenligning en forvaltningskapital på hele 2640 milliarder kroner og har en markedsandel på 45,4%.

Vi har valgt å ikke bruke et bransjegjennomsnitt til sammenligning ettersom bransjen er overrepresentert av små sparebanker (82%) med en forvaltningskapital under 10 milliarder. Problemet i denne sammenheng er at små sparebanker har tendens til å ha høyere forholdstall enn de større bankene. For eksempel har flere små sparebanker en betydelig høyere kapitaldekningsgrad enn de større sparebankene (Finansiell rapport 02/ 08). Det vil

videre skape et misvisende bilde av den økonomiske situasjonen til SR-Bank, ved en sammenligning med bransjen.

Tabell 5 Sammenligning av komparative sparebanker

Forvaltningskapital / År (Tall i Mill)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
SR Bank	103267	125858	124909	134778	131142	141543	156985
Sparebanken Midt-Norge	71503	84679	84541	97992	101455	107919	115360
Sparebanken Nord-Norge	60168	61267	65169	66245	70291	72921	75952
Sparebanken Vest	75048	94893	97661	105275	115985	127828	134396

Markedsandeler / År (Tall i Mill)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
SR Bank	3.50 %	3.60 %	3.50 %	3.70 %	3.60 %	3.80 %	3.70 %
Sparebanken Midt-Norge	2.30 %	2.30 %	2.40 %	2.60 %	2.70 %	3.00 %	2.90 %
Sparebanken Nord-Norge	2.30 %	2.30 %	1.50 %	2.40 %	2.40 %	2.30 %	2.30 %
Sparebanken Vest	2.70 %	2.70 %	2.90 %	3.00 %	3.00 %	3.40 %	3.20 %

6.1.2 Analyseperiode

Valget av analyseperiode avhenger til dels av om banken har vært stabil over tid. For en stabil bank kan det lønne seg å gå tilbake flere år for å få en oversikt over trender og utvikling i banken og i bransjen. Dersom bankens resultater har vært ustabile vil historiske tall ikke være like representative for fremtiden. Man bruker dermed en kortere analyseperiode.

SR-Bank har vært en stabil og solid bank de seneste årene. Banken kom seg godt gjennom finanskrisen og har hatt en solid vekst etter 2008. I 2008 hadde banken faktisk netto renteinntekter på 304 millioner kroner mer enn i 2009 og en økt avkastning på egenkapitalen.

Etter flere år med markant vekst forventes det ikke at banken faller tilbake på tidligere års nivåer. Likevel ønsker vi å avdekke og isolere både lav – og høykonjunktur i analysen. SR-Bank begynte å bruke regnskapsstandarden IFRS 1. januar 2007. Derfor kan tallene før 1. januar 2007 være vanskelige å sammenligne. Disse forholdene gjør at vi velger en analyseperiode fra 2007 til 2013.

6.1.3 Tallmateriale

Tallene er hentet fra de offentlige årsregnskapene til hver av bankene. Ettersom vi verdsetter konsernet, og ikke morbanken kan vi ikke bruke publiserte regnskapstall fra Sparebankforeningen da de kun fremlegger tall fra morbankene. På grunnlag av at alle sparebankene i analysen følger regnskapsprinsippene i IFRS og god regnskapsskikk vurderer vi tallmaterialet til å ha høy reliabilitet og validitet.

6.2 Omgruppering av balansen

For å estimere verdien av selskapet må det justeres for eiendeler og gjeldsposter som ikke er relatert til driften. Disse blir klassifisert som finansielle eiendeler (FE) og gjeld (FG). Motsatt vil driftsrelaterte eiendeler (DE) og gjeld (DG) være relatert til den daglige driften av selskapet (Kinserdal, 2013). Balansen er etter regnskapsprinsipper kreditororientert, og har fokus på likviditeten til eiendeler og forfallstiden på gjeld. Formålet med omgrupperingen er å justere balansen til totalkapitalen slik at den går fra å være kreditororientert til å bli investororientert.

Operasjonelle eiendeler og gjeld er knyttet til den daglige driften av selskapet. Det er disse som skaper verdi for selskapet. Varige driftsmidler er en typisk balansepost som inneholder operasjonelle eiendeler, i form av for eksempel maskiner og produksjonsutstyr. Å selge disse eiendelene i dag vil svekke produksjonen og dermed påvirke fremtidig kontantstrøm negativt. Leverandørgjeld er en typisk operasjonell gjeld som i prinsippet aldri skal tilbakebetales. Derfor skal den heller ikke trekkes fra selskapsverdien.

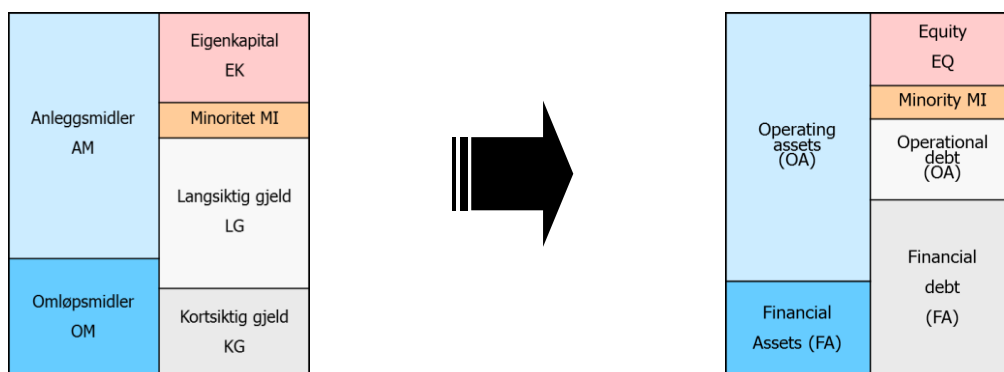
Finansielle eiendeler og gjeld har normalt ingen tilknytning til den daglige driften i selskapet. For eksempel kan balansen inneholde maskiner eller tomter som selskapet ikke bruker. Disse kan selges uten å påvirke driften. Tilsvarende gjelder for finansielle gjeldsposter som for eksempel langsiktig gjeld.

Operasjonelle eiendeler og gjeld forblir i balansen, mens finansielle eiendeler og gjeld trekkes ut. Dersom de finansielle eiendelene er større (mindre) enn den finansielle gjelden, får vi netto finansielle eiendeler (gjeld) som legges til (trekkes fra) den totale selskapsverdien.

Rapportert

Omgruppert

Figur 5 Omgruppering av balansen (Kinserdal, 2013)



Som nevnt tidligere skiller bankenes regnskap seg fra ikke finansielle virksomheter ved at det er vanskelig å skille hva som er av operasjonell eller av finansiell karakter. Bankene tjener penger på rentebærende gjeld. Renteinntekter og rentekostnader er en del av driften som følge av bankens rolle som kapitalformidler. Det gjør det problematisk å omgruppere balansen. I tillegg ligger vårt fokus på egenkapitalmetoden, slik at en omgruppering av balansen til totalkapitalen anses som lite relevant. Derfor velger vi å ikke omgrupperer balansen.

6.3 Justering og normalisering av resultatregnskapet

Formålet med å justere og normalisere de historiske resultatregnskapene er å finne den reelle underliggende inntjeningen til banken. Man ønsker å justere for tilfeldige inntekter/kostnader, estimeringsendringer og annen målefeil som ikke gjenspeiler bankens fremtidige inntjening (Kinserdal, 2013). Normaliseringen vil gi resultatregnskapet en høyere kvalitet slik at fremtidige resultater kan predikeres på en mest mulig pålitelig måte.

Når et selskap regnskapsfører forskjellige poster, kan disse bokføres på ulike måter. For eksempel skal anleggsmidler avskrives etter en *fornuftig avskrivningsplan*. Dette gir rom for individuell tolkning. For lang avskrivningstid vil redusere årlige avskrivninger og øke det regnskapsmessige resultatet. For kort avskrivningstid vil øke de årlige avskrivninger og redusere det regnskapsmessige resultatet på kort sikt. I en bank kan slike avskrivninger for eksempel være knyttet til unormale tap på utlån. Det er flere slike skjønsmessige poster i regnskapet som vi ønsker å analysere.

Konjunktursykluser kan også gi et feilaktig bilde av resultatregnskapet. En bank er spesielt utsatt for konjunktursvingninger i markedet fordi resultatet er avhengig av hvor høy tapsgraden er på bankens utlån (Dahl m.fl. 1997). En oppgang- eller nedgangskonjunktur

bør derfor omjusteres til et normalår. For eksempel vil regnskapsposten *tap på utlån og garantier* være vesentlig høyere i 2008 sammenlignet med 2011.

6.3.1 Netto inntekter fra finansielle instrumenter

Netto inntekter fra finansielle instrumenter består av urealiserte verdiendringer knyttet til gjelds- og eiendelsposter fra bankens balanse. I følge IFRS skal finansielle eiendeler balanseføres til virkelig verdi på balansedagen. Verdiendringen mellom bokført verdi 01.01 og virkelig verdi 31.12 må videre resultatføres. Det er denne summen vi ønsker å justere ettersom den skaper støy i resultatet til banken. Den er drevet av balansestørrelser og ikke bankens fundamentale inntjeningsmodell. For å gi en bedre innsikt i denne prosessen skal vi forklare hvordan verdiendringene oppstår for eiendeler og gjeld.

Eiendeler

For å redusere risiko sikrer banken sine lån til en bestemt margin. Dersom markedsmarginen øker vil også forventet fremtidig inntjening øke. Likevel medfører dette at banken må resultatføre et tap. Det kommer av at bankens utstedte fastlån er sikret gjennom en lavere rentemargin enn den nye markedrenten. Bankens utlån blir da mindre verdt. I motsatt tilfelle vil et fall i markedrenten innebære at bankens utlån har høyere margin enn markedet. Dermed må banken resultatføre en gevinst (Bachmann og Hanstad, 2013).

Gjeld

Det samme prinsippet beskrevet ovenfor vedrører også bankenes gjeld. Dersom banken avtaler innlån til fastrente vil en stigning i markedrenten medføre at gjelden blir mindre verdt, og banken vil da resultatføre en gevinst. På samme måte vil et fall i markedrenten medføre at banken må resultatføre et tap ettersom balanseført gjeld er høyere enn den markedsbaserte.

Tabell 6 Justering av netto inntekter fra finansielle instrumenter

Post / År (Tall i mill kr)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Verdiendringer	297	-121	558	126	-49	153	36
Utbytte	12	15	23				
Inntekter fra eierinteresser	234	261	298				
Netto verdiendringer	51	-397	237	126	-49	153	36

*MERK: I perioden 2007-2009 var utbytte og inntekter fra eierinteresser en del av de finansielle instrumentene. Disse ble fra 2010 flyttet ut fra denne posten.

6.3.2 Valuta

Bankens fordringer og gjeld i utenlandsk valuta blir omregnet til norske kroner på balansedagen (31.12). Har man et utlån til en aktør utenfor Norge vil en svekket kronekurs medføre at utlånet blir mer verdt for banken. Dersom man har et innlån fra utlandet vil en svekket kronekurs gi en økning i verdien til innlånet. I følge IFRS må denne gevinsten/tapet da resultatføres.

Valutatap- og gevinster er knyttet til makroøkonomiske forhold og preges av store svingninger i valutamarkedet. Dette skaper forstyrrelser i en verdivurdering av to grunner. For det første er det utfordrende å predikere fremtidig inntjening/tap på bankens valutahandel. For det andre er posten drevet av balansestørrelser og anses som mer tilfeldige inntekter/kostnader. Likevel ser vi fra tabell 7 at SR-Bank har god styring av sine valutaposisjoner og oppnår en positiv netto gevinst hvert år. Derfor velger vi å ikke justere for valuta.

Tabell 7 Valutagevinst/tap

Post / År (Tall i mill kr)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Netto gevinst på valuta	90	161	147	131	138	135	131

6.3.3 Pensjon

Tema 1

Problemet vedrørende pensjon er at det foreligger kostnader på pensjonsforpliktelser og avkastning på pensjonsmidler i driftsresultatet. Dette har ingenting med bankens underliggende inntjening å gjøre. Vi ønsker derfor å justere den. Rentekostnad på pensjonsforpliktelser, avkastning på pensjonseiendeler og estimatavvik (alle pensjonsutgiftene som banken har utsatt plasseres hit, og blir gradvis inntekt/kostnadsført) vil vi fjerne / legge til. Arbeidsgiveravgift og ansattes egne forpliktelser vil vi ikke justere for.

Fra årsrapportene fremkommer det at SR-Bank har ført *Estimatavvik pensjonsforpliktelser* under det utvidede resultatregnskapet i perioden 2009-2013. Det betyr at vi ikke trenger å justere for denne posten ettersom den ikke er inkludert i driftsresultatet. Vi justerer derfor kun for årene 2007-2008.

Tabell 8 Justering av pensjon

Post / År	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Forventet avkastning på pensjonsmidler	45	53	61	64	69	62	42
Rentekostnad på løpt pensjonsforpliktelse	50	53	56	62	55	41	47
Estimatavvik pensjonsforpliktelser	-91	137	-	-	-	-	-

Vi ser at denne justeringen ikke får store konsekvenser for driftsresultatet ettersom summen av rentekostnaden og avkastningen utgjør en liten andel av driftsresultatet. Dersom posten *Estimatavvik pensjonsforpliktelses* ikke hadde blitt plassert i det utvidede resultatet i perioden 2009-2013, ville forskjellene blitt mer vesentlige.

Tema 2

Nåverdien av en fremtidig pensjonsutbetaling baseres på lønnsvekst, G-regulering, pensjonsregulering og diskonteringsrenten. Når utbetalingen skal utføres langt frem i tid, kan det være utfordrende å bruke presise tall. Det gjør at man må ta visse forutsetninger for å komme frem til et godt estimat. Når banken beregner fremtidige pensjonsutbetalinger, foreligger det et visst spillerom ved fastsettelsen av disse forutsetningene. Beregningene er svært sensitive for hvilke forutsetninger man velger, særlig estimerte lønnsreguleringer og diskonteringsrate kan ha stor effekt (Kaldestad og Møller, 2011). Resultatet av unøyaktigheter i ulike beregningsforutsetninger, kan derfor gi for lave/høye pensjonskostnader som videre kan gi store utslag for resultatet.

På bakgrunn av dette, ønsker vi også å teste om bankens forutsetninger for å beregne netto pensjonskostnad er rimelig. Nedenfor sammenligner vi SR-Bank med andre sparebanker for å vurdere rimeligheten i forutsetningene. Vi sammenligner også med Norsk Regnskapsstiftelse (NRS) som kommer med anbefalinger for pensjonsforutsetninger to ganger i året.

Tabell 9 Pensjons forutsetninger

Variabel / Bank	SR Bank	SB Midt-Norge	SB Nord-Norge	SB Vest	NRS anbefaling 2014
Diskonteringsrente	4.00 %	4.00 %	4.00 %	3.80 %	4 %
Fremtidig lønnsutvikling	3.75 %	3.50 %	2.00 %	3.50 %	3.50 %
G-regulering	3.50 %	3.50 %	3.50 %	3.25 %	3.50 %
Pensjonsregulering	2.00 %	0.60 %	0.60 %	0.20 %	Minimum 0.6%

Vi ser at SR-Bank sine forutsetninger hovedsakelig er i tråd med NRS sine anbefalinger, og er relativt like som de sammenlignbare bankene. Den eneste store forskjellen er at Sparebanken Nord- Norge, Sparebanken Midt-Norge og Sparebanken Vest har vesentlig lavere pensjonsregulering enn SR Bank. Likevel ser vi at NRS anbefaler minimum 0,6%, noe som SR-Bank innfrir med god margin. Vi fant ved gjennomgang av perioden 2007-2013 ingen spesielle avvik. Vi anser forutsetningene til SR-Bank som rimelige og velger derfor å la de forbli uendret.

6.3.4 Engangsposter

Engangsposter er poster som ikke gjentar seg med regelmessighet. Postene er ikke nødvendigvis virksomhetsfremmede da de kan oppstå igjen i fremtiden. De er imidlertid ikke en del av det normaliserte resultatet (Møller & Kaldestad, 2011). Engangsposter kan for eksempel være engangsgevinst eller tap ved salg av eiendel, engangsavsetning eller restrukturering. Det man må være oppmerksom på, er at noen selskaper har klassifisert visse kostnader som engangskostnader, på tross av at de i realiteten forekommer regelmessig. Typisk gjelder det kostnader i forbindelse med restrukturering. Ved slike tilfeller må man analysere engangskostnadene og avgjøre om de faktisk er unormale, eller om de er den del av driften. Nedenfor går vi igjennom SR-Banks ulike engangsposter.

SR-Bank brukte 5 millioner kroner på bistand, vedrørende vurdering av strukturelle endringer i 2008. Dette anser vi som en engangskostnad. I forbindelse med den nye AFP-ordningen i 2010, ble det tilbakeført 106 millioner kroner fra AFP-avsetning til driftsresultatet. I 2011 og 2012 gjorde banken tilpasninger i sine pensjonsordninger, slik at driftsresultatet fikk en kostnadsreduksjon på henholdsvis 224 og 45 millioner kroner. Disse postene anses som tilpasning etter den nye AFP-ordningen og blir derfor karakterisert som engangshendelser. I 2013 måtte banken utføre noen personrelaterte omstillinger, som medførte en engangskostnad på 37 millioner kroner.

Tabell 10 Justering av engangsposter

Engangsposter / År (Tall i mill)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Endret pensjonsordning				106	224	45	
Bistand til strukturelle endringer		5					
Personrelatert omstillingskostnad							37

6.3.5 Unormale tap på utlån

Norske banker har historisk hatt et generelt lavt tapsnivå på sine utlån (Norges Bank). Selv under bankkrisen (1991-1993) og finanskrisen (2008-2009) var tapene begrenset. Likevel er det ingen garanti for lave tap i fremtiden (Norges Bank). Når en bank usteder lån, påtar den seg en gitt risiko, slik at man må forvente at tap på utlån vil forekomme. Likevel kan det oppstå unormale tap i forbindelse med konjunkturrendringer. For å avgjøre om unormale tap har eksistert fra 2007-2013, må vi analysere konjunktursyklusene. Ved å analysere SR-Bank og de tre sammenlignbare bankene, kan vi få en indikasjon på hvilket tapsnivå som var normalt i hvert av de respektive årene.

Tabell 11 Unormale tap på utlån

Post / År (Tall i mill)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	G.Snitt
SR bank								
Brutto utlån til kunder	88428	100071	93473	105792	101368	109513	120273	99774
Netto bokførte tap på utlån	10	386	368	234	139	137	132	201
Tap i % av brutto utlån	0.011 %	0.386 %	0.394 %	0.221 %	0.137 %	0.125 %	0.110 %	0.212 %
Sparebanken Midt - Norge								
Brutto utlån til kunder	59178	64016	61782	69747	73105	74943	80303	69011
Netto bokførte tap på utlån	-6	202	277	132	27	58	101	113
Tap i % av brutto utlån	-0.010 %	0.316 %	0.448 %	0.189 %	0.037 %	0.077 %	0.126 %	0.176 %
Sparebanken Nord - Norge								
Brutto utlån til kunder	N/A	51268	48180	49046	51642	54551	57282	51995
Netto bokførte tap på utlån	N/A	183	185	87	101	195	172	154
Tap i % av brutto utlån	-	0.357 %	0.384 %	0.177 %	0.196 %	0.357 %	0.300 %	0.294 %
Sparebanken Vest								
Brutto utlån til kunder	57601	66366	82584	88799	99934	107456	112882	87946
Netto bokførte tap på utlån	-34	204	270	127	126	147	280	160
Tap i % av brutto utlån	-0.059 %	0.307 %	0.327 %	0.143 %	0.126 %	0.137 %	0.248 %	0.164 %

Vi ser at tapstallene fra 2007 er veldig lave. Sparebanken Midt-Norge og Sparebanken Vest opplever negative tap. Det betyr at lån som tidligere er nedskrevet, likevel er blitt betalt. I 2008 og 2009 ser vi en markant økning i tapsnivået, som følge av finanskrisen. Fra 2010 til 2013, har tapstallene blitt noe redusert for bankene, med unntak av Sparebanken Nord-Norge som fortsatt har opplevd store tap. Ut ifra tabellene ser vi at tapene er positivt korrelert med konjunktorene. Derfor ønsker vi å justere tapene om til et *normalt år*.

For å beregne den normaliserte tapsprosenten, tar vi utgangspunkt i bankens rapporterte *årlige forventede tap på utlån* fra årsrapportene. Dette er det beløpet SR-Bank forventer å tape på sin utlånsportefølje i løpet av en 12 måneders periode. For perioden 2007-2013 er gjennomsnittlig forventet tapsprosent 0,27%. Denne tapsprosenten har vi valgt å bruke som en benchmark, og deretter justere den for konjunktrendringene. I en oppgangskonjunktur vil normalisert tapsprosent ligge under 0,27%, mens i en nedgangskonjunktur vil den normaliserte tapsprosenten ligge over 0,27%. Tabellen nedenfor viser en ny normalisert tapsprosent.

Tabell 12 Justering av unormalt tap på utlån

Post/ År (Tall i mill)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Brutto utlån til kunder	88428	100071	93473	105792	101368	109513	120273
Bankens forventede tap på utlån	139	321	204	366	281	330	322
Bankens forventede tap i % av brutto utlån	0.157 %	0.321 %	0.218 %	0.346 %	0.277 %	0.301 %	0.268 %
Normalisert tapsprosent av brutto utlån	0.200 %	0.350 %	0.350 %	0.300 %	0.250 %	0.250 %	0.250 %
Normalisert tap	177	350	327	317	253	274	301
Netto bokførte tap på utlån	10	386	368	234	139	137	132
Unormalt tap	-167	36	41	-83	-114	-137	-169

På bakgrunn av oppgangskonjunkturen i 2007 har vi valgt å sette den normaliserte tapsprosenten til 0,20%. Finanskrisen gjør at vi har oppjustert tapsprosenten til 0,35% i 2008 og 2009. Den norske økonomien kom ut av nedgangskonjunkturen i 2010, slik at vi har valgt 0,30% i dette året. Videre går Norge inn i en oppgangskonjunktur. Da har vi valgt å redusere tapsprosenten til 0,20% for 2011-2012.

6.3.6 Presentasjon av normaliserte resultater

Tabell 13 Normaliserte resultater

Post/ År (Tall i mill)		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<i>Balanseført netto resultat før skatt</i>	=	1256	643	1432	1614	1495	1761	2347
Netto verdiendringer	(-)	51	-397	237	126	-49	153	36
Endret pensjonsordning	(-)				106	224	45	
Bistand til strukturelle endringer	(+)	5						
Personrelatert omstillingskostnad	(+)							37
Unormalt tap	(+)	-167	36	41	-83	-114	-137	-169
Forventet avkastning på pensjonsmidler	(-)	45	53	61	64	69	62	62
Rentekostnad på løpt pensjonsforpliktelse	(+)	50	53	56	62	55	41	47
Estimatavvik pensjonsforpliktelser	(-)	-91	137					
<i>Normalisert netto resultat før skatt</i>	=	1378	706	1002	1368	1282	1544	2164

Bankens fremstilling av poster i årsregnskapet kan noen ganger være forvirrende. Bankens kostnader fremlegges ofte uten minustegn i notene. Grunnen er at de definerer posten som en kostnad i sideteksten, og leser skal derfor forstå at den skal trekkes fra resultatet.

Tallene som vi presenterer er identiske med tallene fra notene i årsrapportene. Derfor har vi satt inn pluss og minus tegn i tabellen, for å gjøre leser oppmerksom på hvilke poster vi legger til eller trekker fra netto resultatet før skatt. For eksempel vil en positiv (negativ) netto verdiendring øke (redusere) resultatet. Ved normalisering må den derfor trekkes fra (legges til). Et annet eksempel er unormalt tap. Positivt (negativ) fortegn betyr at banken hadde for mye (lite) tap, og dermed trekkes fra (legges til) netto resultatet.

6.4 Nøkkeltallanalyse

Formålet med nøkkeltallanalysen er å gi innsikt i bankens underliggende økonomiske forhold. Et nøkkeltall kan være absolutte regnskapstall, som driftsresultat eller egenkapital. Det kan også være et forholdstall, som innskuddsdekningsgrad eller egenkapitalrentabilitet. Analyse av forholdstall gjør det enklere å sammenligne med konkurrentene, og analysere den økonomiske utviklingen til selskapet. Videre skal vi analysere relevante nøkkeltall i forbindelse med bankens økonomiske situasjon. Dette vil gi oss et godt fundament, som vi kan bruke videre i utarbeidelsen av prognosene.

Vi har benyttet oss av anbefalingene til Roar Hoff i artikkelen *Verdsettelse av banker*, vedrørende hvilke nøkkeltall vi skal analysere (Dahl m.fl. 1997). Basert på anbefalingene vil vi dele regnskapsanalysen inn i fire deler; Likviditet, soliditet, kredittkvalitet og lønnsomhet.

6.4.1 Likviditet

Likviditet kan defineres som bankens evne til å betjene sine løpende forpliktelser ved forfall, og finansiere en økning i eiendelene uten vesentlige ekstrakostnader. Likviditet beskriver derfor en bedrifts betalings situasjon, og risikoen for at bedriften ikke kan betale sine forpliktelser på kort sikt. Likviditetsstyring er en av de viktigste aktivitetene en bank utfører. En analyse av likviditeten til sparebanken kan avdekke utviklingen i likviditetssituasjonen, og om det er sannsynlig at banken vil kunne betjene sine forpliktelser i nærmeste fremtid.

Det er typisk at bankene bruker kundeinnskudd uten oppsigelsestid, som grunnlag for lån med lengre løpetid. Bankenes eiendeler består hovedsakelig av utlån som generelt er lite likvide. I perioder med finansiell uro vil det være vanskelig å skaffe finansiering gjennom salg av utlånsporteføljen. Derfor er bankene avhengig av innskudd fra kunder.

Kundeinnskudd er ofte uten bindingstid og kan heves av kunden på dagen. Selv om kundeinnskuddene kan heves på kort varsel, regnes de likevel som en stabil finansieringskilde, også under urolige tider. Det kommer av at bankens sikringsfond sørger for at innskudd inntil 2 millioner kroner er sikret. Banker er også finansiert gjennom innenlandske og utalandske kredittinstitusjoner. Denne finansieringen har kort løpetid og innebærer derfor en kortsiktig likviditetsrisiko (Regjeringen.no).

De siste årene har utlånsveksten vært sterkere enn veksten i kundeinnskudd. Det skyldes blant annet at kundene sparer mindre i bank og mer i alternative spareformer som

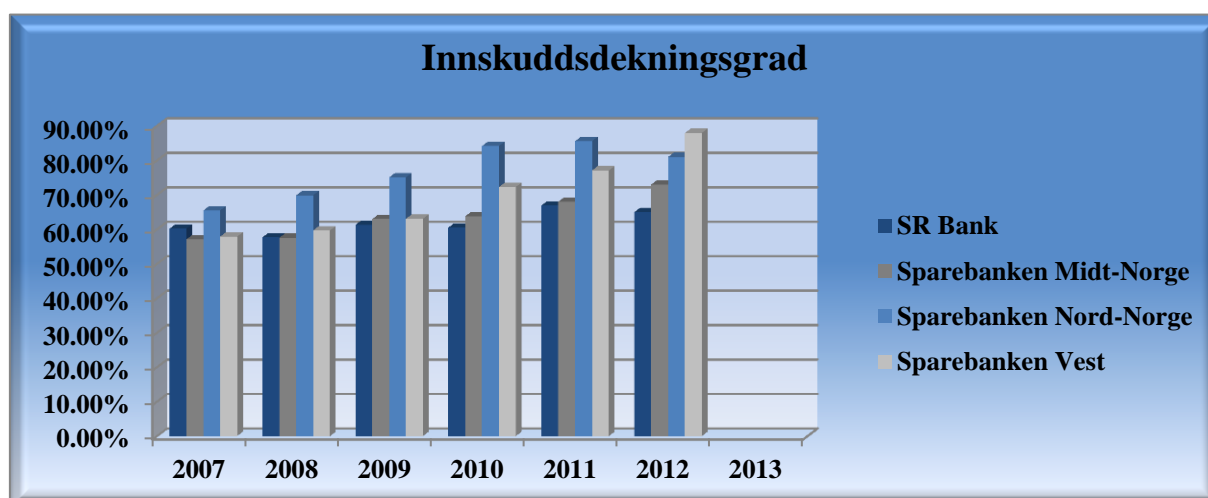
verdipapirfond eller livsforsikringsselskaper. Redusert innskuddsandel øker bankenes avhengighet av alternative finansieringskilder, noe som kan representere en trussel mot bankenes likviditet.

6.4.1.1 Innskuddsdekningsgrad

Innskuddsdekningsgraden viser hvor stor andel av bankens brutto utlån som er finansiert av innskudd. Roar Hoff omtaler et intervall mellom 70-110% som et normalnivå for norske sparebanker. Kapitalen som ikke blir finansiert gjennom innskudd, må hentes i pengemarkedet der banken blir utsatt for markedsmessig risiko. En viktig lærdom fra finanskrisen var at viktige finansieringskilder for bankene, brått kunne tørke ut. Bankene bør derfor sikte mot økt innskuddsdekning og mer langsiktig markedsfinansiering (Gjedrem, 2009). Innskuddsdekningsgraden beregnes ved følgende formel:

$$\text{Innskuddsdekningsgrad} = \frac{\text{Innskudd fra kunder}}{\text{Brutto utlån}} \quad (9)$$

Figur 6 Innskuddsdekningsgrad



Vi ser at SR-Bank fra 2008 har den laveste innskuddsdekningen av samtlige banker. Den har holdt seg relativt stabil, og har ligget mellom 55-65% de siste 7 årene. Nivået på innskuddsdekningen er derfor under normalnivået for norske banker (Dahl m.fl, 1997). Den lave innskuddsdekningen til SR-Bank gjenspeiler situasjonen i Rogaland. Høy aktivitet i næringslivet, sterk prisøkning på boliger og et høyt forbrukerkonsum gjør at bankens kundeinnskudd svekkes, samtidig som brutto utlån økes. SR-Bank vil fremover fokusere på høyere kundeinnskudd, slik at de unngår for stor andel av innlån fra sentralbanken og andre kredittinstitusjoner. For å kunne bedre evaluere innskuddsdekningsgraden vil vi også se på den prosentvise utviklingen i innskudd fra kunder og brutto utlån:

Tabell 14 Utviklingen i innskudd fra kunder og brutto utlån

Post / År (Tall i mill)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Brutto utlån	88428	100071	93473	105792	101368	109513	120273
Δ i prosent	-	13.17 %	-6.59 %	13.18 %	-4.18 %	8.04 %	9.83 %
Innskudd fra kunder	50214	54307	54336	60770	64042	67594	71667
Δ i prosent	-	8.15 %	0.05 %	11.84 %	5.38 %	5.55 %	6.03 %

Det har vært en jevn økning i kundenes innskudd fra 2007-2013. Totalt er økningen på 42,7%. I 2010 øker både brutto utlån og innskudd fra kunder en god del. Det skyldes at SR-Bank fusjonerte med Kvinnherad Sparebank og sikret seg over 17.000 nye kunder (Årsrapport, 2010). Fordelen med høye kundeinnskudd som finansieringskilde er at den er rimeligere enn å hente tilsvarende kapital i pengemarkedet. Volumet av brutto utlån har hatt en varierende vekt, med innslag av reduksjon i utlånsvolumet. Totalt har brutto utlån økt med 36%, mellom 2007 og 2013. Vi vurderer det positivt at innskuddene fra kunder har økt mer enn økningen i brutt utlån. Det indikerer at SR-Bank jobber aktivt for å øke likviditetsindikatoren til banken.

Til tross for at uroen i finansmarkedet har avtatt, er det fortsatt store ubalanser i statsfinanser og usikkerhet rundt bankenes soliditet. Det medfører en risiko for ny finansuro som kan skape likviditetsproblemer for norske banker i fremtiden.

6.4.1.2 Likviditetsindikator 1

Likviditetsindikator 1 angir hvor stor andel av bankens lite likvide eiendeler, som er langsiktig finansiert med en løpetid over 1 år (Finanstilsynet.no). Den kan dermed fungere som et mål på bankens likviditetsrisiko. Norges Bank anbefaler at norske banker har en likviditetsindikator over 100%, slik at bankene da kan klare seg uten tilførsel fra kapitalmarkedet, under unormale forhold (Norges Bank). Finanstilsynet har fastsatt følgende intervaller for risikoklassifisering (Finanstilsynet.no):

Tabell 15 Intervaller for risikoklassifisering

Forholdstall / Risikoklassifisering	Høy risiko	Betydelig risiko	Moderat risiko	Lav risiko
Likviditetsindikator 1	89-93%, eller lavere	93-101%	101-109%	109%, eller høyere

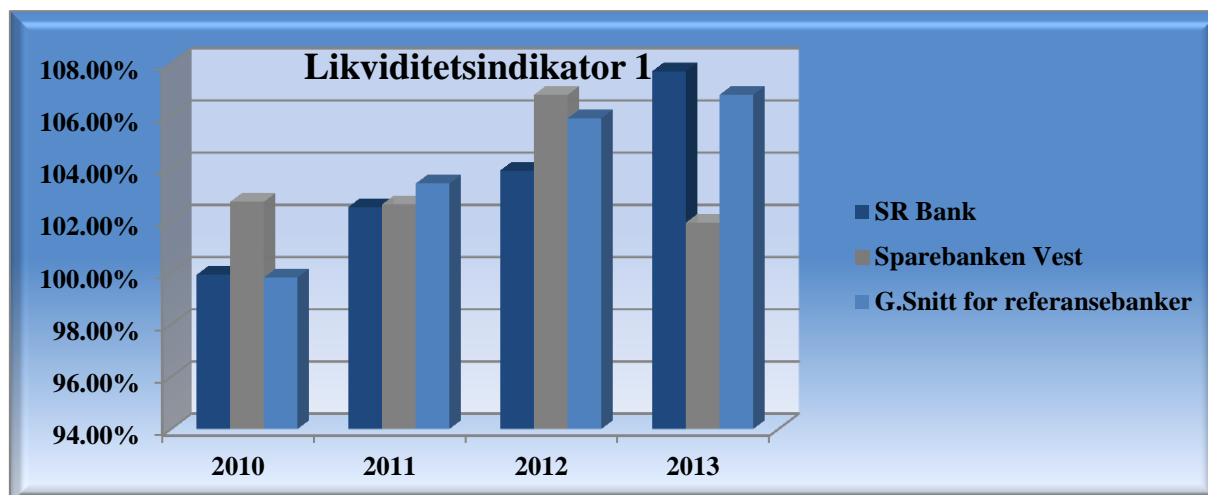
Vi kan definere likviditetsindikator 1 på følgende måte:

$$\text{Likviditetsindikator 1} = \frac{\text{Finansiering med gjenstående løpetid over 1 år}}{\text{Illikvide eiendeler}} * 100 \quad (10)$$

Finansieringen til SR-Bank består hovedsakelig av likvide eiendeler som kundeinnskudd, obligasjonslån, gjeld til kredittinstitusjoner, ansvarlig lånekapital og egenkapital. Disse er forventet å være pålitelige midler i en stresset periode på maksimalt 1 år. De illikvide

eiendelene omfatter utlån til kunder og kredittinstitusjoner, og pantsatte verdipapirer. At en eiendel er illikvid vil si at den er vanskelig å omgjøre, eller kostbar å omgjøre til kontanter på kort sikt ved uro i finansmarkedet (Årsrapport, 2012).

Figur 7 Likviditetsindikator 1



Vi har kun representative tall fra perioden 2010-2013. Det skyldes at Finanstilsynet endret på likviditetsindikatoren oppbygning. Etersom sparebankene er pålagt å følge finanstilsynets indikatorer, vil tall før 2010 ikke være sammenlignbare (Finanstilsynet, 2009). Sparebanken Nord-Norge valgte å bruke den gamle oppbygning frem til 2012 og er derfor ikke med i sammenligningen. Sparebanken Midt-Norge har ikke rapportert indikatoren i sine rapporter, og er derfor også utelatt. For å kompensere for de to utelatte bankene har vi valgt å bruke tall fra Finanstilsynet som er basert på et gjennomsnitt av de 12 største sparebankene i Norge.

Vi ser fra kolonnediagrammet at SR-Bank har hatt en jevn forbedring av likviditetsindikatoren de siste 4 årene. I 2010 ble banken klassifisert, av Finanstilsynet, som en bank med betydelig likviditetsrisiko. I dag har SR-Bank moderat/lav likviditetsrisiko, og er på god vei til å oppnå Finanstilsynets krav om en likviditetsindikator på 110% innen 2015. Vi vurderer likviditetssituasjonen i SR-Bank som tilfredsstillende, og vi ser tegn på at sparebanken jobber for å forbedre likviditeten. Det er etter vår mening, ingen grunn til å forvente at SR-Bank ikke skal kunne betale sine kortsiktige forpliktelser ved forfall.

6.4.2 Soliditet

En analyse av bankens soliditet vurderer bankens evne til å tåle tap, og om finansieringen er langsiktig (Dahl m.fl, 1997). Bankbransjen har en rekke krav til kapitaldekning. Blant

annet Basel standarden setter krav og føringer for kapitaldekningsgraden til bankene. En høy egenkapitalandel gjenspeiler ofte god soliditet og kredittverdighet. Etter finanskrisen måtte norske banker redusere balansen ved å selge unna likvide eiendeler, og bremse utlånsaktiviteter for å opprettholde kravene til kapitaldekning og soliditet (Finansiell stabilitet, 2/2011). Derfor er det viktig å bygge opp soliditeten og dermed unngå slike scenarier. Banker med god soliditet, vil også være attraktive låntakere, spesielt under unormale markedsforhold. Robusthet og soliditet vil dermed over tid være en konkurransefordel for bankene.

Soliditetskravene til norske banker vil gradvis øke frem mot juli 2016, gjennom Basel standarden (Norges Bank.no). Det innebærer at bankene må øke egenkapitalen i tiden som kommer. Egenkapital styrkes ved å holde tilbake overskudd eller foreta emisjoner. Soliditeten kan også styrkes ved å begrense kredittveksten, selge deler av utlånslåneporteføljen, eller fokusere på utlån med lave risikovekter. For å vurdere SR-Banks soliditet velger vi å se på nøkkeltallene kapitaldekning og kjernekapitaldekning.

6.4.2.1 Kapitaldekning

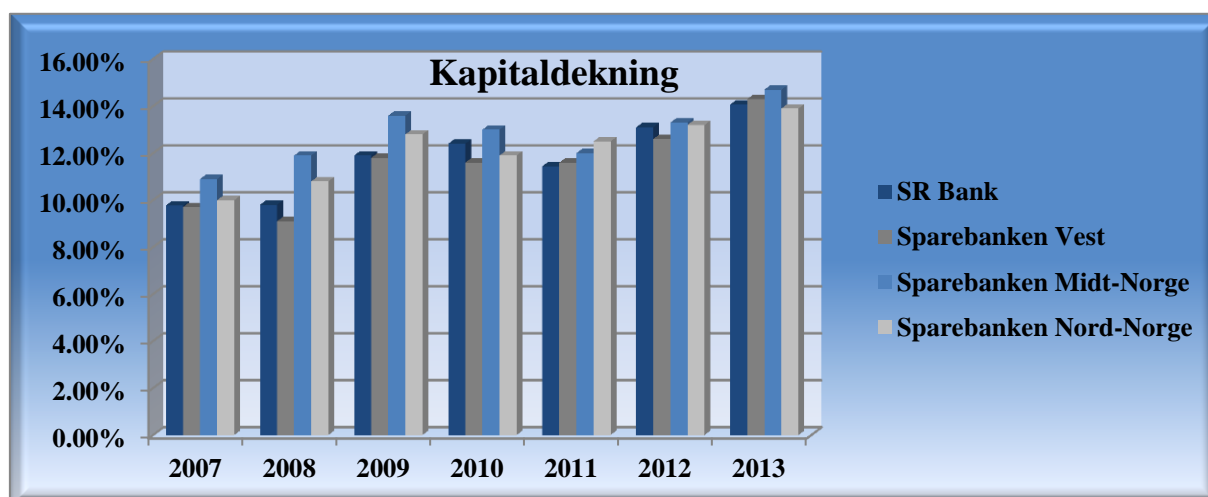
Kapitaldekning klassifiseres som forholdet mellom ansvarlig kapital (kjernekapital og tilleggs kapital) og et risikovektet volum (Norges-Bank.no). Kjernekapitalen består av egenkapitalen fratrukket forslått utbytte, skattefordeler, goodwill og investeringer i forsikringsselskaper. Tilleggs kapitalen består av ansvarlige lån, men kjernekapitalen kan også inneholde ansvarlige lån, dersom dette godkjennes av tilsynsmyndighetene (Nordea.no). Kjernekapitalen er en del av den ansvarlige kapitalen. Tilleggs kapitalen må ikke overstige kjernekapitalen, for å kunne vurderes som en del av den ansvarlige kapitalen. Sammen med annen tilleggs kapital kan ikke evigvarende ansvarlig lånekapital utgjøre over 100% av kjernekapitalen. Tidsbegrenset ansvarlig lånekapital kan ikke utgjøre over 50% av kjernekapitalen. Gjenværende løpetid må være minst fem år for å telle fullt ut som ansvarlig kapital. Dersom den gjenværende løpetiden er kortere enn fem år, vil den tellende delen reduseres med 20% per år (Storebrand.no).

Risikovektet volum er en risikovektet sammenstilling av ulike utlån og andre aktiva. Utlån med høy risiko vektet høyt, og utlån med lav risiko vektet lavt. Fra og med neste kapittel vil risikovektet volum gå betegnes som *risikovektet beregningsgrunnlag*. Kapitaldekning kan defineres på følgende måte:

$$\text{Kapitaldekning} = \frac{\text{Kjernekapital} + \text{Tillegskapital}}{\text{Risikovektet volum}} \quad (11)$$

Kravet til kapitaldekning fra Basel II har de siste årene pålagt bankene en dekning på 8%. I januar 2013, ble det innført nye og strengere kapitalkrav i Norge, etter anbefaling fra Baselkomiteén. Det nye kravet, Basel III, innebærer en total kapitaldekning på 12,5%. Det er økte risikovekter på boliglån som gjør at kravet øker. Kapitalkravet ble videre revidert til 13,5%, fra og med 1. Juli 2014. Komiteén har også bestemt at et krav på 15,5% skal gjelde fra og med 1. juli 2016 (Årsrapport, 2013). Nedenfor vil vi vurdere om SR-Banks kapitaldekning er robust nok.

Figur 8 Kapitaldekning



SR-Bank har jevnt over forbedret kapitaldekningen de siste årene, med et lite unntak av 2011. Hvert av de syv årene har de oppfylt Finanstilsynets krav til kapitaldekning. SR-Bank har ligget godt innenfor kravet på 8% i perioden 2007-2011. Deretter ser vi at de holder tilbake mer kapital for å oppfylle det nye kravet som ble annonsert av Finanstilsynet i 2012. I 2013 fortsetter de å styrke kapitaldekningen, ettersom det kommer nye krav om 13,5% i 2014 og 15,5% i 2016. I forhold til de sammenlignbare bankene gjør SR-Bank det gjennomsnittlig godt. Alle fire sparebankene er godt rustet i forhold til en eventuell tilbakegang i økonomien.

6.4.2.2 Kjernekapitaldekning

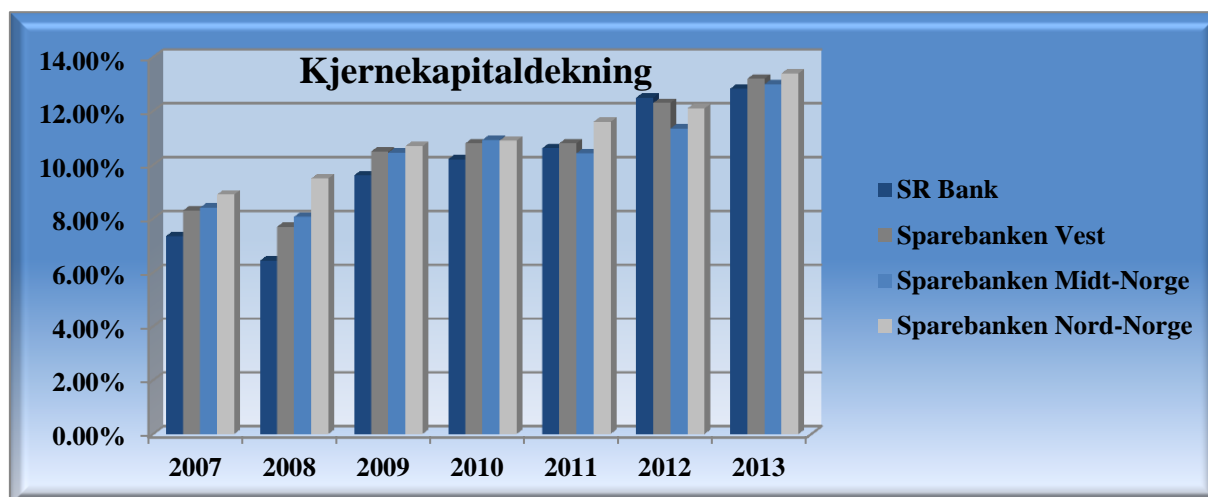
Bankens reelle soliditet uttrykkes bedre gjennom kjernekapitaldekningen. Den uttrykker mye av det samme som kapitaldekning, men utelater tilleggskapitalen i telleren.

Kjernekapitaldekningen kan uttrykkes på følgende måte:

$$Kjernekapitaldekning = \frac{\text{Kjernekapital}}{\text{Risikovektet volum}} \quad (12)$$

Kravene til kjernekapitalen har blitt skjerpet de siste årene. Basel III standarden skal gradvis innføres i perioden 2013-2019. I denne overgangsperioden vil det legges frem et krav om 9% ren kjernekapitaldekning (Årsrapport, 2013). Kravet vil gradvis økes til 12% innen 1. juli 2016. Vi skal nedenfor evaluere SR-Banks kjernekapitaldekning.

Figur 9 Kjernekapitaldekning



Vi observerer at SR-Bank kommer dårligst ut av samtlige banker i perioden 2007 til 2010, og i 2013. SR-Bank hadde en lav kjernekapitaldekning på 6,4% i 2008. Det skyldtes overgangen til nye kapitaldekningsregler. Pr. 1.1.2009 var dekingen 7,1%. Selv med en økning på 0,7%, var fremdeles SR-Bank et godt stykke bak de sammenlignbare bankene. I perioden 2009-2013 har SR-Bank styrket kjernekapitaldekningen vesentlig. Årsaken er først og fremst solide resultater fra bankens underliggende drift. I likhet med de tre andre bankene, oppfylte SR-Bank kravet til en kjernekapitaldekning på 12% i 2012. Det gir bankene en stor fordel ved en eventuell tilbakegang i økonomien. Høy kjernekapitaldekning kan føre til bedre vilkår når de skal hente penger i det utenlandske pengemarkedet. Billigere finansieringskostnader vil påvirke bankens resultater positivt.

6.4.3 Kredittkvalitet

Kredittkvaliteten til en bank er et mål på hvilken risiko som er tilknyttet bankens utlånsportefølje. Kreditt risiko er risikoen for tap, dersom bankens kunder ikke oppfyller sine forpliktelser knyttet til utlån, kreditter og garantier (Årsrapport Sparebanken vest, 2013). En høy (lav) andel av risikofylte utlån i porteføljen vil redusere (styrke) kredittkvaliteten. Kredittkvaliteten til utlånsporteføljen er en viktig faktor i en verdsettelse,

ettersom kredittkvaliteten gir en god indikasjon på om banken kan drive lønnsomt på lang sikt. Ved å analysere kredittkvaliteten vil vi få en oversikt over bankens risikohåndtering, som videre kan brukes til å beregne fremtidig tap på brutto utlån i prognosene. For å vurdere risikoen, må vi først gjennomgå bankens sammensetning av utlånsporteføljen.

6.4.3.1 Beskrivelse av utlånsporteføljen

Vi fokuserer kun på utlånsporteføljen pr 31.12.2013 ettersom tidligere porteføljer ikke er vesentlig for fremtiden.

Tabell 16 SR-Banks utlånsportefølje

Bransjer / Post (Tall i mill)	Brutto utlån i kroner	Brutto utlån i %
Jordbruk/Skogbruk	4326	3.61 %
Fiske/fiskeoppdrett	541	0.45 %
Bergverksindustri/utvinning	2829	2.36 %
Industri	3403	2.84 %
Kraft og vannforsyning/bygg og anlegg	3100	2.59 %
Varehandel, hotell og restaurantvirksomhet	2877	2.40 %
Utenriks sjøfart, rørtransport, øvrig transport	7297	6.09 %
Eiendomsdrift	25740	21.49 %
Tjenesteytende virksomhet	7545	6.30 %
Offentlig forvaltning og finansielle tjenester	2277	1.90 %
Sum næring	59935	50.04 %
Personmarked	59848	49.96 %
Totalt	119783	100.00 %

Tabellen viser hvordan utlånsporteføljen til SR-Bank er fordelt over ulike næringer (Årsrapport, 2013). SR-Bank har betydelige engasjementer i eiendom, som hovedsakelig er konsentrert i Rogaland-området. Eiendomsdrift utgjør hele 43,00% av utlånsporteføljen til næring og 21,49% av den totale porteføljen. Utlån til personmarkedet består hovedsakelig av boliglån, slik at banken er sårbar ovenfor fremtidige endringer i eiendoms- og boligbransjen.

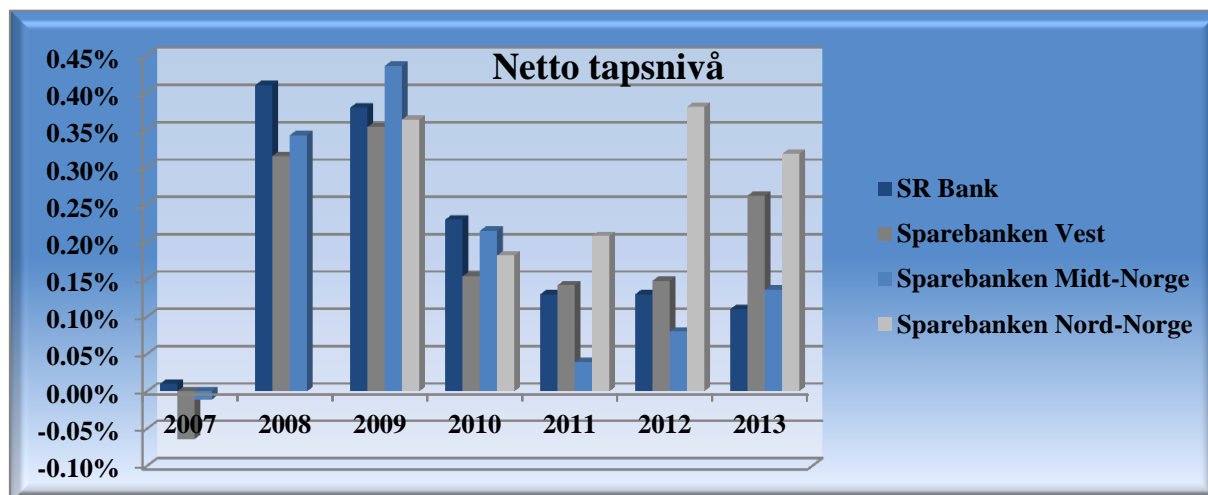
6.4.3.2 Netto tapsnivå

Netto tapsnivå forteller hvor stor andel av bankens netto utlån som blir misligholdt av kundene. Norske sparebanker bruker vanligvis brutto utlån, fremfor netto utlån, når de beregner dette nøkkeltallet. Likevel anbefaler Roar Hoff, i artikkelen *Verdsettelse av banker*, å bruke netto utlån IB, ettersom det er svært sjeldent at bankene opplever store tap på utlån gitt det samme året (Dahl m.fl, 1997). Ved å benytte netto utlån IB unngår man også at en høy vekstrate i et år vanner ut tapsnivået. Roar Hoff anbefaler forretningsbanker å ha et tapsnivå på ca. 0,5%, mens sparebanker bør ligge litt under dette (Dahl m.fl, 1997).

Netto tapsnivå beregnes ved følgende formel:

$$\text{Netto tapsnivå} = \frac{\text{Netto tap på utlån}}{\text{Netto utlån IB}} \quad (13)$$

Figur 10 Netto tapsnivå



Vi ser at sparebankenes tap er negativt i 2007. Det kommer av at lån som tidligere er nedskrevet er blitt innbetalt. Finanskrisen gjorde at tapene akselererte og ble høye i 2008-2009. Deretter stabiliserer tapene seg. Det reelle tapet for SR-Bank i 2007 var 0,01% og er dermed omtrent det samme som de andre sparebankene. SR-Bank ligger generelt sett, godt under kravet på 0,5%, som anbefalt av Roar Hoff, gjennom hele perioden. Det indikerer at banken har en god kvalitetsmessig utlånsportefølje, med god risikostyring.

6.4.3.3 Intern kredittkvalitet

Vi ønsker å evaluere bankens totale utlånsportefølje, for å avgjøre hvilken utlånsrisiko, og dermed størrelsen på mulige tap, banken kan stå ovenfor i fremtiden. Da må vi analysere og vurdere sparebankens kredittkvalitet i utlånsporteføljen. Bankens interne kredittrater, beregnes ut i fra interne retningslinjer, slik at en sammenligning med andre sparebanker blir lite hensiktsmessig.

SR-Banks utlånsportefølje består hovedsakelig av utlån til personmarkedet, bedriftsmarkedet og kredittinstitusjoner. Tabellen nedenfor angir bankens totale utlånsportefølje, plassert innenfor ulike risikoklassifiseringer. For eksempel består den totale utlånsporteføljen i 2013 av 5,18% utlån, som er kredittrtet til middels risiko.

Tabell 17 Intern kredittkvalitet

Post / År	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Lavest risiko	62.78 %	55.78 %	51.71 %	28.09 %	49.10 %	55.63 %	62.79 %
Lav risiko	23.53 %	28.69 %	33.15 %	62.53 %	35.72 %	33.05 %	30.65 %
Middels risiko	10.85 %	12.49 %	12.00 %	7.14 %	12.06 %	9.06 %	5.18 %
Høy risiko	2.09 %	0.97 %	0.56 %	0.83 %	0.34 %	0.40 %	0.57 %
Høyest risiko	0.75 %	2.07 %	2.58 %	1.40 %	2.78 %	1.87 %	0.80 %

SR-Banks kredittkvalitet har vært god og stabil de siste årene. Majoriteten av den totale utlånsporteføljen består hovedsakelig av godt sikrede boliglån, slik at utlånseksponeringen er lav. Det laveste nivået på utlån med lav- og lavest risiko var 84,47% av den totale porteføljen, i 2008. Andelen av lån med lav risiko har derfor ligget mellom 84,47%-93,44% (2013), gjennom hele perioden. Det siste året har også andelen lån med belåningsgrad over 85 prosent blitt redusert som følge av strammere retningslinjer for boligfinansiering. Lav arbeidsledighet og fortsatt stigende boligpriser bidrar også til at den gode kredittkvaliteten i bankens portefølje opprettholdes.

6.4.4 Lønnsomhet

I flere år har norske sparebanker hatt god og stabil lønnsomhet. Det har medført en høy avkastning på egenkapitalen, sammenlignet med banker fra andre land (Norges Bank). God lønnsomhet bidrar også til å styrke bankenes soliditet, ved at mer overskudd kan holdes tilbake. Tilstrekkelig lønnsomhet er den viktigste målsetningen for en bank. Det gjør det enklere å hente ny kapital fra markedet, utstede mer lån, og fremmer soliditeten. For å kartlegge SR-Banks lønnsomhet, skal vi se på en rekke nøkkeltall knyttet til lønnsomheten. Dagens lønnsomhet kan være en god indikator på den fremtidige lønnsomheten (Gjesdal og Johnsen, 1999). Derfor er det også relevant for verdsettelsen å se på tidligere års lønnsomhet, for å kunne predikere framtidig lønnsomhet.

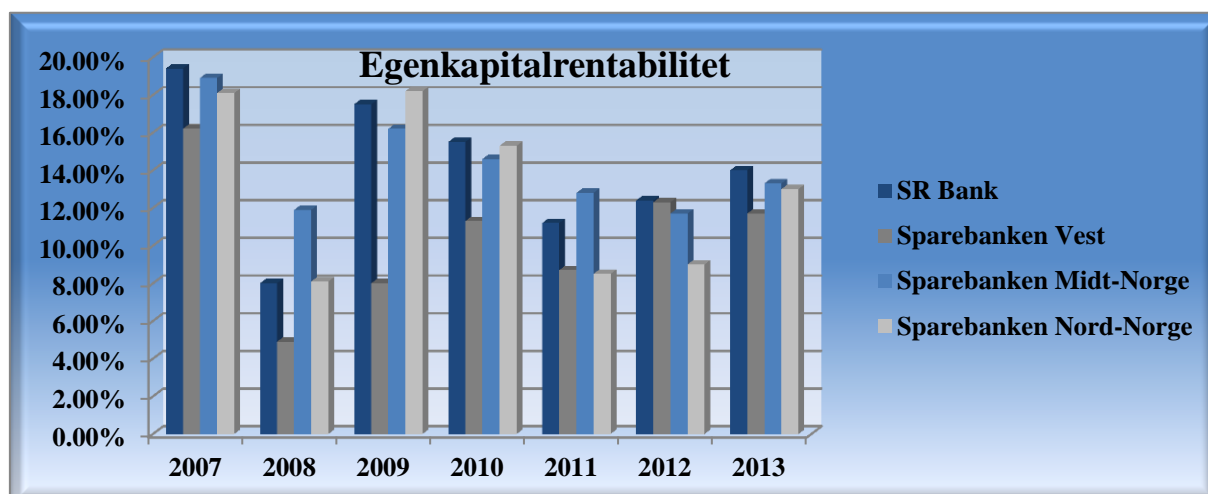
6.4.4.1 Egenkapitalrentabiliteten (EKR)

Egenkapitalrentabiliteten er et mål på hvilken avkastning som oppnås på eierens innskutte kapital. Eierne måler denne avkastningen opp mot eget avkastningskrav, for å vurdere om ledelsen i banken forvalter kapitalen forsvarlig. Banken skaper merverdi for aksjonæren dersom EKR er større enn avkastningskravet. Vi har valgt å benytte EKR etter skatt, slik at vi ser hvor stor andel av resultatet som tilfaller egenkapitalen (Kristoffersen, 2005). EKR kan beregnes slik:

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Resultat etter skatt}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}} \quad (14)$$

En høy egenkapital kan straffe bankene ved at EKR reduseres. Spesielt banker som har vært tidlig ute med å møte skjerpede kapitalkrav, kan nedvurderes sammenlignet med andre banker, på bakgrunn av dette nøkkeltallet. Samtidig vil en høy egenkapitalandel redusere risikoen til banken, ettersom selskapet kan tåle større tap før fremmedkapitalen påvirkes. Derfor bør man ikke legge ukritisk til grunn at banker med høy EKR driftes best, EKR må analyseres i sammenheng med egenkapitalandelen.

Figur 11 Egenkapitalrentabilitet



Egenkapitalandelen beregner vi slik:

$$Egenkapitalandel = \frac{\text{Sum egenkapital}}{\text{Sum egenkapital} + \text{gjeld}} \quad (15)$$

Tabell 18 Egenkapitalandel

Egenkapitalandel / År (Tall i Mill)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
SR Bank	5.66 %	4.74 %	6.46 %	6.98 %	7.44 %	8.93 %	8.95 %
Sparebanken Midt-Norge	6.80 %	6.52 %	7.31 %	8.01 %	8.23 %	9.31 %	9.75 %
Sparebanken Nord-Norge	7.07 %	7.28 %	7.92 %	8.56 %	9.04 %	9.44 %	11.19 %
Sparebanken Vest	5.72 %	4.61 %	5.00 %	5.63 %	5.77 %	5.88 %	6.04 %

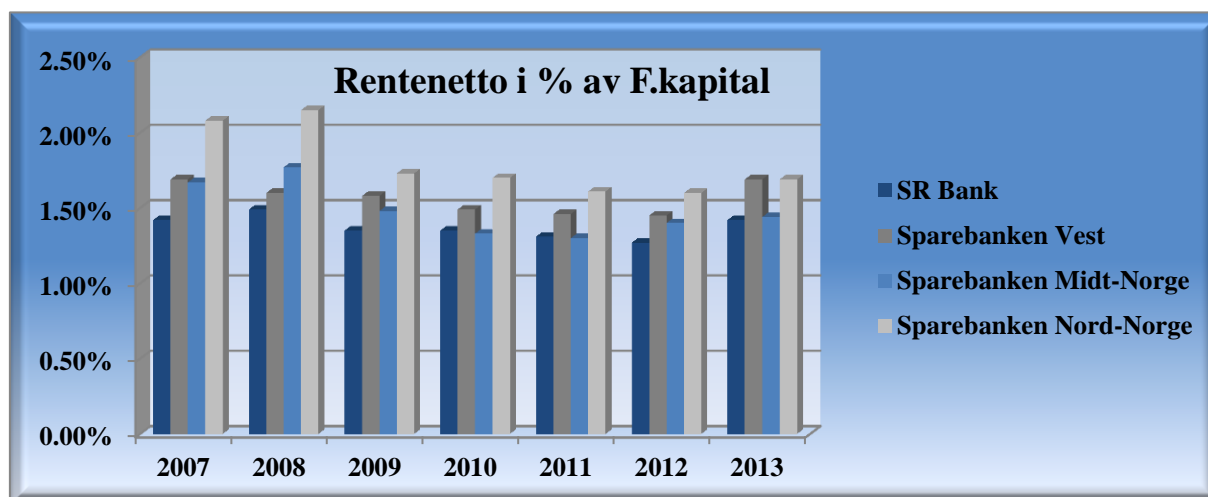
Egenkapitalrentabiliteten ble kraftig redusert i 2008 på grunn av finanskrisen. SR-Bank hadde betydelig vekst i EKR mellom 2008 og 2009, før den ble redusert i 2010 og 2011. En av årsakene til at egenkapitalrentabiliteten falt mellom 2009 og 2011 var at banken imøtekom skjerpede kapitalkrav, i henhold til Basel III standarden. Vi ser derfor en jevn økning i egenkapitalandelen til SR-Bank mellom 2007 og 2013, egenkapitalandelen økte i denne perioden med 3,29 prosentpoeng. Fra 2011 har egenkapitalrentabiliteten til SR-Bank økt gradvis, og er i 2013 høyest av de sammenlignbare bankene.

6.4.4.2 Rentenettoen

Rentenettoen anses som bankens viktigste inntektskilde. Det er differansen mellom renteinntekter og rentekostnader. Banken oppnår renteinntekter gjennom utlån og andre verdipapirer, som obligasjoner, sertifikater og lignende. Rentekostnader er knyttet til kundeinnskudd og annen finansiering, gjennom obligasjons- og sertifikatmarkedet.

Størrelsen på rentenettoen avhenger av forvaltningskapitalen, som utgjør rammen for bankens utlånskapasitet. For eksempel vil SR-Bank ha vesentlig større rentenetto enn Sparebanken Nord-Norge, ettersom forvaltningskapitalen til SR-Bank er større. Derfor velger vi å måle rentenettoen i forhold til den kapital banken forvalter

Figur 12 Oversikt over Rentenetto



Vi observerer at SR-Bank har helt klart den laveste netto rentemarginen av bankene, mens Sparebanken Nord-Norge har den største marginen. Den kan skyldes bankenes risikohåndtering av utlånsporteføljen. Høyere risiko i utlånsporteføljen vil isolert sett gi høyere utlånsrenter, samtidig som risikoen for mislighold vil øke. Dette illustrerer noe av problemet med å analysere rentemarginen. Den uttrykker ikke bankens evne til å skape verdi for aksjonærene, ettersom økt risiko kompenseres med høyere rente. For å skape verdi for aksjonærene via rentemarginen, må banken enten oppnå høyere rente på utlån, eller en lavere rente på innlån, enn markedsrenten. En lavere innskuddsrente, og høyere utlånsrente vil svekke konkurranseposisjonen til banken. Banken må derfor foreta en avveining mellom høy rentenetto og høy markedsandel. Nedenfor går vi gjennom bankens verdiskapning i henhold til utlåns- og innskuddsmarginen.

6.4.4.3 Verdiskapning på utlåns – og innskuddsmarginen

Bankens rentemargin kan defineres som forskjellen mellom gjennomsnittlig rentesats på

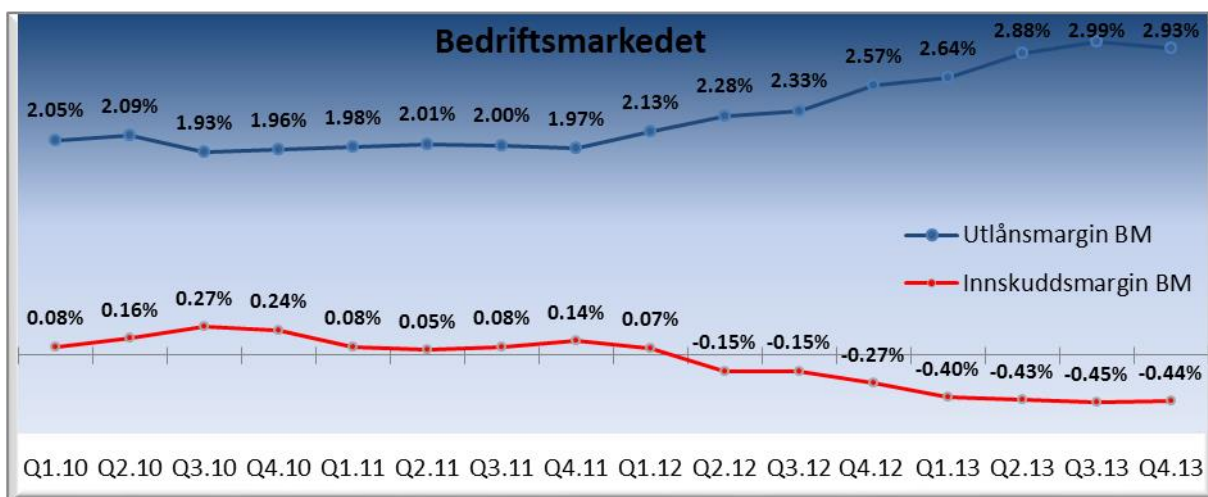
utlån til, og innskudd fra, en gitt kundegruppe. Marginen kan henholdsvis deles opp i to; utlånsmargin og innskuddsmargin.

Utlånsmarginen er differansen mellom NIBOR-renten i pengemarkedet og utlånsrenten. Det er ekstrabetalingen bankene tar av lånekundene sine, sammenlignet med utlån i pengemarkedet (banker og andre kredittinstitusjoner). Marginen skal dekke kostnadene for utlånsvirksomheten, forventede utlånstap, og en konkurransedyktig betjening av egenkapitalen i banken (Finansdepartementet). Det er flere faktorer som påvirker utlånsmarginen, blant annet konjunktorene, konkurransesituasjonen og risikoprofilen til det aktuelle lånet.

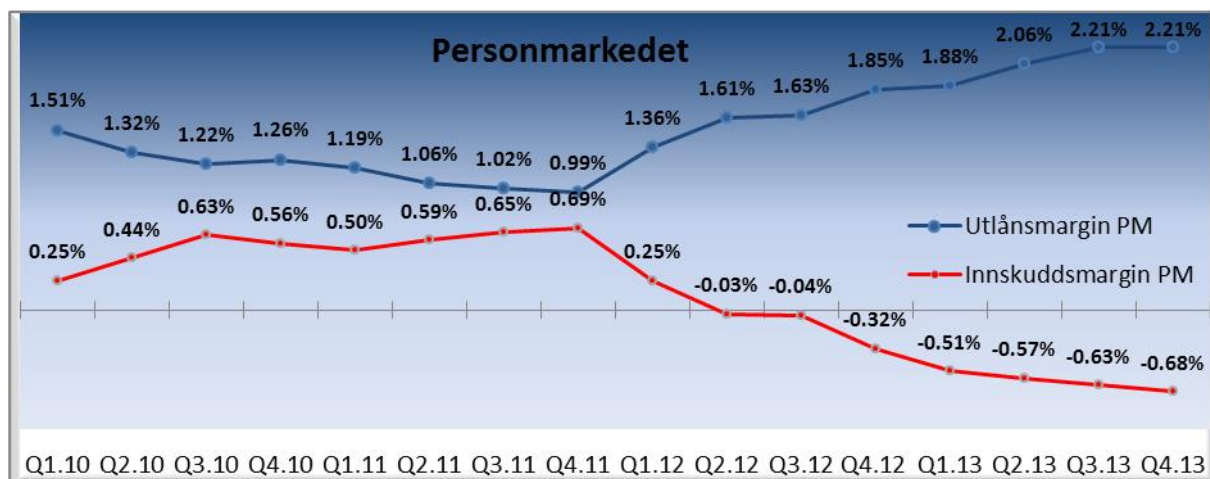
Innskuddsmarginen er NIBOR-renten i pengemarkedet, fratrukket innskuddsrenten på kundeinnskudd (Finansdepartementet, 2012). Forskjellen gjengir underbetalingen bankene gir til innskuddskundene, fremfor å hente finansiering i pengemarkedet.

Ved å se på begge marginene får vi en oversikt over bankens verdiskapning, både på aktiva og på passiva siden. Ettersom både utlånsmarginen og innskuddsmarginen er svært volatil, bruker vi kvartalsvise tall når vi fremlegger marginene. Når marginene svinger mye, vil det ikke være hensiktsmessig å bruke data helt tilbake til 2007. Vi har derfor kun brukt data fra 2010 til 2013. Vi må også skille mellom person – og bedriftsmarkedet, ettersom bedriftsmarkedet normalt har vesentlig høyere risikoprofil. Vi har dessverre ikke tilgang på margintall fra de sammenlignbare bankene, og fokuserer dermed kun på SR-Bank.

Figur 13 utlåns – og innskuddsmarginen bedriftsmarkedet



Figur 14 utlåns – og innskuddsmarginen Personmarkedet



I perioden 2010-2012 var bankens utlånsmarginer under press, samtidig som innskuddsmarginen var god. Frem til 2013 er situasjon blitt snudd på hodet. Det skyldes at Finanstilsynet i 2011 innførte nye krav om kortsiktig likviditetsbuffere og langsiktig stabil finansiering, gjennom Basel standarden. Kravene skal gjelde fra henholdsvis 2015 og 2018. Likevel måtte bankene allerede begynne prosessen for å oppfylle kravene, fra tredje kvartal 2011. Det medførte en sterk, og vedvarende, konkurranse om kundeinnskudd, og dermed fallende innskuddsmarginer. Samtidig har renten også vært lav.

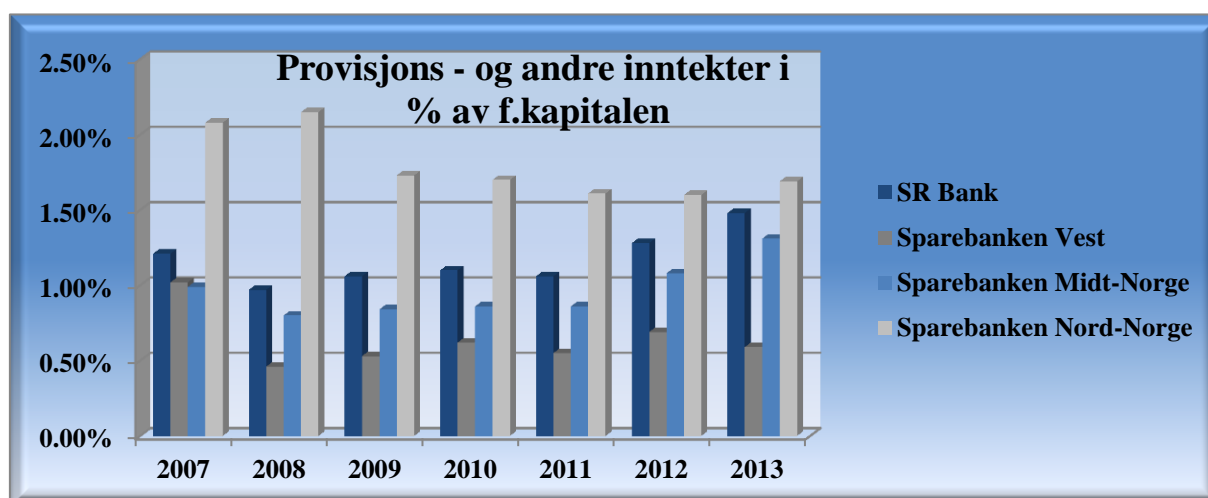
Innskuddsmarginen ble negativ i andre kvartal 2012. Det betyr at innskuddsrenten ligger over renten i pengemarkedet. SR-Bank overbetaler altså sine innskuddskunder, i forhold til kostnaden ved å låne i pengemarkedet.

Utlånsmarginene har midlertidig vært stigende, og har bidratt med å øke bankens lønnsomhet. Det kan ha sammenheng med at SR-Bank satser på å bedre sin kapitaldekning, for å oppfylle de nye kapitaldekningskravene. Utlånsmarginene er forventet å fortsette å øke, for å kompensere for økte regulatoriske krav.

6.4.4.4 Provisjons- og andre inntekter i % av forvaltningskapitalen

SR-Banks hovedaktivitet knyttes til morbankens generering av utlån. Ettersom vi verdsetter hele konsernet, må vi også gjennomgå regnskapsposten provisjons- og andre inntekter. Posten består av inntekter knyttet til forsikring, investeringstjenester, rådgivningshonorarer, verdipapirkurtasje og eiendomsmeglingsvirksomhet. Vi har valgt å måle den i prosent av forvaltningskapitalen for å forenkle sammenligningsgrunnlaget.

Figur 15 Provisjons- og andre inntekter i % av forvaltningskapitalen

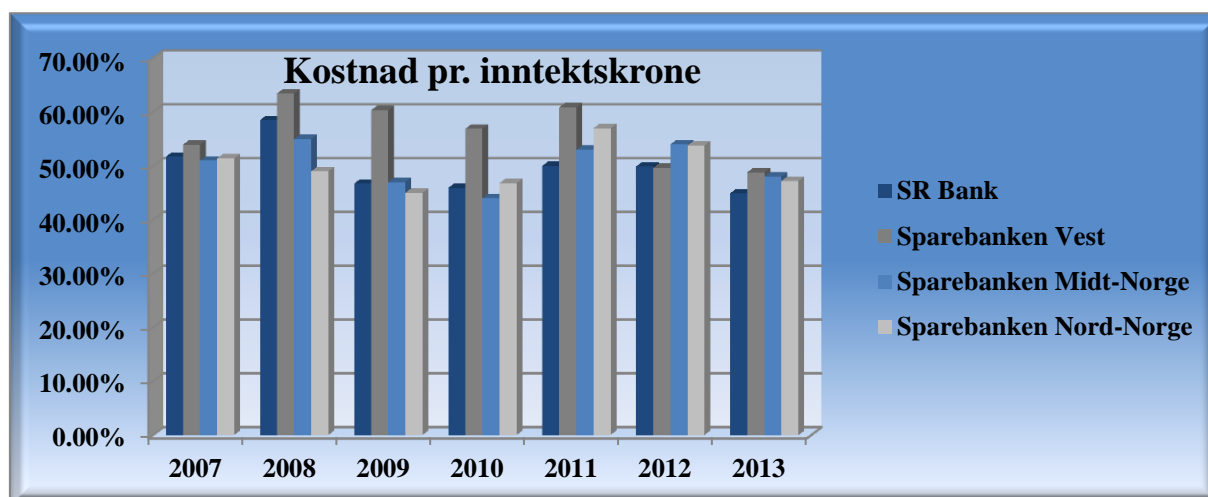


6.4.4.5 Kostnad pr. inntektskrone

Kostnad per inntektskroner er en effektivitetsratio, som forteller hvor effektiv banken driftes. Den kan sammenlignes med driftsmarginen som tradisjonelle foretak bruker som forholdstall. Typisk vil dette forholdstallet være mellom 40% og 70%, og vil påvirke rentemarginen. Den kan beregnes på følgende måte:

$$\text{Kostnad per inntektskrone} = \frac{\text{Sum driftskostnader}}{\text{Rentenetto+andre driftsinntekter}} \quad (16)$$

Figur 16 Kostnad pr. inntektskrone



Vi ser at kostnadsnivået til sparebankene generelt sett er relativt lavt, med unntak av Sparebanken Vest som skiller seg ut i 2007 til 2011. Kostnadsprosenten ligger godt under 70% for samtlige sparebanker. I 2008 økte kostnaden per inntektskrone betraktelig for de fleste bankene, på grunn av svikt i inntektene som følge av finanskrisen. Fra 2009 har SR-

Bank hatt en kostnad per inntektskrone på under 50%, og har gjort det godt i sammenligning med de øvrige bankene.

6.4.4.6 Oppsummering nøkkeltall analyse

Nøkkeltallene til SR-Bank ligger hovedsakelig innenfor bransjenormen. SR-Bank fremstår som en robust sparebank, på tross av at innskuddsdekningsgraden er lavere enn for de sammenlignbare bankene. Likviditetsindikator 1 har forbedret seg jevnt over de siste årene, og er i dag den høyeste av de sammenlignbare bankene. Norges Bank anbefaler at norske banker har en likviditetsindikator på over 100%, SR-Bank har en likviditetsindikator på god over dette målet. Likviditetsrisikoen klassifiseres derfor som moderat til lav. Totalt sett vurderer vi likviditeten til å være tilfredsstillende god.

Kapitaldekningsgraden til SR-Bank er god, og det har de siste årene blitt holdt tilbake mer kapital i banken. Kjernekapitaldekningen har også forbedret seg. Risikoen for tap i utlånsporteføljen vurderes hovedsakelig som lav, og kredittkvaliteten er derfor å betrakte som høy. Soliditeten til banken vurderer vi totalt sett som god. SR-Bank er godt rustet til å nå alle kravene fra finanstilsynet og Basel III standarden, gjeldende både likviditet og soliditet.

SR-Bank har hatt gode resultater de siste årene, og kan vise til lav kostnad per inntektskrone. Rentenettoen til banken er lavere enn snittet for de sammenlignbare bankene. Ettersom rentenettoen er bankens viktigste inntektskilde er det helt klart at SR-Bank har rom for forbedring på dette området. Lønnsomheten til banken er totalt sett

7.0 Beregning av avkastningskravet

For å avgjøre om en investering er lønnsom for investoren, er det ikke tilstrekkelig å kun se på den absolutte lønnsomheten til investeringen. De fremtidige kontantstrømmene må neddiskonteres til dagens verdi, med et relevant avkastningskrav. Når man verdsetter en sparebank, vil dette være egenkapitalavkastningskravet. En investering er kun lønnsom dersom de neddiskonterte kontantstrømmene, med det relevante avkastningskravet, er positiv. Avkastningskravet representerer alternativkostnaden til den investerte kapitalen (Gjesdal og Johnsen, 1999). Avkastningskravet er relevant for både beslutningsformål for investoren, og for å overvåke om ledelsen av selskapet gjør en tilfredsstillende jobb, med å forvalte den investerte kapitalen. Det er derfor svært viktig for verdsettelsen å finne et relevant avkastningskrav.

Verdiskapningen til egenkapitalen oppstår på begge sider av balansen i en bank (Dahl m.fl, 1997). Det er på grunn av at bankenes primære inntekt er i form av rentenettoen, som er differansen mellom renteinntektene og rentekostnadene. På grunn av dette er det ikke formålstjenlig å benytte seg av WACC (Weighted average cost of capital), ettersom det ikke vil være hensiktsmessig å estimere et eget avkastningskrav for gjeldssiden av balansen.

7.1 Kapitalverdimodellen

Vi vil benytte oss av kapitalverdimodellen for å beregne avkastningskravet.

Kapitalverdimodellen er en mye brukt modell for prissetting av risikable investeringer. Modellen gir en teoretisk prediksjon av forholdet mellom avkastningen og risikoen til egenkapitalen.

Avkastningskravet til egenkapitalen uttrykkes gjennom en markedspremie skalert med en betaverdi, i tillegg til den risikofrie renten. Betaverdien er et mål på den systematiske risikoen, som er den relative markedsrisikoen. Kapitalverdimodellen viser at egenkapitalens forventede avkastning bør være høyere, desto høyere risikoprofilen er. Den relevante risikoen i modellen er den systematiske risikoen (Finansdepartementet, 2012).

$$K_{ek} = r_f + \beta_{ek} * [E(r_m) - r_f] \quad (17)$$

K_{ek} = Avkastningskravet til egenkapitalen etter skatt

r_f = Risikofri rente

β_{ek} = Egenkapitalbetaen

$E(r_m)$ = Markedsporteføljens forventede avkastning

Kapitalverdimodellen bygger på en rekke forenklinger og forutsetninger rundt både markedet og investorene. Disse forutsetningene gjør modellen oversiktlig og enkel i bruk, men kan samtidig lede til unøyaktige konklusjoner.

I kapitalverdimodellen gjenspeiles den systematiske risikoen kun gjennom markedsrisikoen. Dette fører til at alle investorene i markedet vil sette sammen porteføljen av risikable aktiva som markedsporteføljen. Modellen tar med andre ord ikke hensyn til den individuelle investorens risikoprofil og preferanser, den forutsetter at alle investorene er risikoaverse og veldiversifiserte (Finansdepartementet, 2012).

Videre forutsetter kapitalverdimodellen at alle aksjer i markedet er lett omsettelige, og at det ikke finnes transaksjonskostnader for kjøp og salg av aksjer, heller ikke skatt. Det vil heller ikke være noen informasjonsasymmetri i markedet, slik at alle investorer vil ha den samme informasjonen. Alle investorene i markedet har tilgang til å låne, eller låne ut, kapital til den risikofrie renten. Investorene vil ha homogene forventninger om framtidsutsiktene til markedet. Kapitalverdimodellen er i utgangspunktet en en-periodisk modell, og forutsetter derfor at alle investorene har en tidshorison på en periode av gangen (Bøhren, Øyvind og Gjærum, 2009).

Forskning på den historiske avkastningen i markedet indikerer at kapitalverdimodellen ikke gir noe fasitsvar på hvordan markedet fungerer, eller hvordan investorene faktisk opptrer i markedet. Eksempler på dette er at aksjer i små selskaper har oppnådd en høyere avkastning enn aksjene i store selskaper, den såkalte størrelsespremien. Selskaper med en lav markedsverdi i forhold til nøkkeltall som bokført verdi og inntjening, har opplevd en høyere avkastning på aksjene enn selskaper som har en høy markedsverdi i forhold til disse nøkkeltallene. Beskrevet som verdipremien (Finansdepartementet, 2012).

Det vil også være systematiske risikofaktorer som kan påvirke avkastningen og risikoen til en aksje. De er hovedsakelig volatilitet, som beskriver kortsiktige verdisvingninger, momentum, som beskriver den historiske avkastningen til aksjen over de siste periodene, og likviditeten til aksjen, som avhenger av hvor lett omsettelig aksjen er i markedet (Finansdepartementet, 2012). På tross av dette er det ingen konsensus blant fagmiljøene om hvorfor disse resultatene har blitt observert, eller om disse faktorene vil vedvare over tid. Selv om det ikke er noen klar konsensus rundt disse faktorenes effekt, indikerer de systematiske risikofaktorene at investorer kan opptre annerledes enn kapitalverdimodellen forutsetter.

Vi har valgt å ikke justere kapitalverdimodellen for skatt. Majoriteten av selskapets eiere, målt i form av eierandel, er selskapsaksjonærer. Selskapsaksjonærer kommer under fritaksmetoden, som medfører at de som hovedregel fritas for beskatning av utbytte og gevinst på aksjer, samt ikke får fradrag for tap på aksjene (skatteetaten.no). Det vil være meget komplisert å estimere kapitalverdimodellen etter skatt, ettersom de ulike eierne vil ha forskjellig skattesats. Eierne eksponeres også for skatt gjennom SR-Banks selskapsskatt.

7.2.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten er den avkastningen en investor får ved å plassere kapital i risikofrie verdipapirer. Risikofrie verdipapirer innebærer full sikkerhet for at investor oppnår den nominelle avkastningen. Det er normalt å estimere den risikofrie renten som avkastningen på en statsobligasjon. Samtidig regnes også NIBOR ofte som et godt estimat på den risikofrie renten, ettersom den er å betrakte som markedsrenten.

Tore Johnsen anbefaler å benytte 3-års statsobligasjonsrente, som estimat på den risikofrie renten, i sin artikkel i *Verdsettelse i teori og praksis* (Dahl m.fl 1997). Begrunnelsen for dette er at den 3-årige renten regnes som mindre volatil enn den 1-årige renten. Videre argumenteres det for at lange statsrenter stort sett er mer stabile enn statsrenter med kort løpetid. Den risikofrie renten vil i dette tilfellet beregnes som et løpende veid gjennomsnitt av den effektive renten på statsobligasjoner, med en gjennomsnittlig durasjon på tre år (Dahl m.fl, 1997). Den gjennomsnittlige 3-årige statsobligasjonsrenten for de siste 12 månedene (31.4.2013-31.4.2014) er 1,66% (Tall hentet fra Norges Bank).

Soffer & Soffer (2003) argumenterer for at investoren bør benytte en rente med tilsvarende varighet som kontantstrømmen som skal neddiskonteres. Med utgangspunkt i at en verdsettelse normalt har en lang tidshorison, anbefaler de å benytte seg av lange statsrenter. For det norske markedet vil det i dette tilfellet være mest hensiktsmessig å benytte 10-års statsobligasjoner. Den gjennomsnittlige 10-årige statsobligasjonsrenten for de siste 12 månedene (31.4.2013-31.4.2014) er 2,73% (Tall hentet fra Norges Bank).

PWC Deals (2013) har gjennomført en undersøkelse av risikopremien og den risikofrie renten for det norske markedet, i samarbeid med Norske Finansanalytikeres Forening (NFF). Respondentene av undersøkelsen er hovedsakelig analytikere og økonomer med erfaring fra det norske finans- og aksjemarkedet. I undersøkelsen ble respondentene spurt om hva de anbefaler å benytte som den risikofrie renten for avkastningskravet til egenkapitalen, for norske selskaper. Av respondentene svarer 50% at de benytter renten på

en 10-årig statsobligasjon, 18% mener at en 5-årig statsobligasjon bør benyttes og 12% mener at 3-måneders pengemarkedsrenten (NIBOR) bør benyttes (pwc.no). Flere av respondentene poengterer samtidig at den risikofrie renten også bør avhenge av tidshorizonten til den underliggende kontantstrømmen.

Den gjennomsnittlige 5-årige statsrenten for de siste 12 månedene (31.4.2013-31.4.2014) er 2.03% (Norges Bank). 3-måneders pengemarkedsrenten (NIBOR) var, i samme periode, gjennomsnittlig 1,73% (Norges Bank og Oslo Børs).

Rentenivåene i dag er historisk lave. De siste par årene har de lange obligasjonsrentene vært på et lavere nivå enn Norges Banks inflasjonsmål. Når dette er tilfellet vil den risikofrie renten være lavere enn den forventede inflasjonen på 2,5%. Når man estimerer en kontantstrøm som inkluderer en terminalverdi, med et avkastningskrav beregnet med en rente under forventet inflasjon, vil det resultere i en implisitt negativ risikofri realrente i terminalverdien (Pwc.no). Ved en implisitt negativ realrente kan det være hensiktsmessig å benytte andre instrumenter for å estimere den risikofrie renten benyttet i avkastningskravet. På bakgrunn av dette har vi valgt å se bort ifra inflasjonen i beregningen av avkastningskravet.

Vi har valgt å følge anbefalingen til Soffer & Soffer, og har valgt å benytte siste års gjennomsnittlige rentesats for 10-årige statsobligasjoner, som estimat på den risikofrie renten. Dette er også i tråd med anbefalingen til Roar Hoff i artikkelen Verdssettelse av banker (Dahl m.fl, 1997). Verdssettelsehorisonten vår er på ti år, den risikofrie renten samsvarer derfor med tidshorizonten til den underliggende kontantstrømmen.

Den risikofrie renten vi vil benytte i beregningen av avkastningskravet til egenkapitalen, gjennom kapitalverdimodellen, er 2,73%.

7.1.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er den forventede avkastningen, utover den risikofrie renten, investor oppnår ved å investere i markedsporteføljen. Ettersom markedets risikopremie er en makrostrørrelse, beregnet med utgangspunkt i historiske data, vil risikopremien i utgangspunktet være lik for alle investorer (Bøhren og Michalsen, 2009).

Det er hovedsakelig to metoder å beregne den historiske avkastningen på, geometrisk- og aritmetisk gjennomsnitt. Ved bruk av et geometrisk gjennomsnitt forventes det at den oppnådde avkastningen reinvesteres. Til forskjell fra det geometriske gjennomsnittet,

holdes investeringsbeløpet konstant ved bruk av aritmetisk gjennomsnitt (Finansdepartementet). Tidshorisonten for analysen vil naturlig nok påvirke resultatet.

Det er flere faktorer som påvirker størrelsen på markedets risikopremie. Blant annet markedsstrukturen, den politiske stabiliteten i landet og volatiliteten til den underliggende økonomien er viktige faktorer (Finansdepartementet).

Formelen for å beregne markedet risikopremie i kapitalverdimodellen:

$$\text{Markedets risikopremie} = E(r_m) - r_f * \frac{1-S_k}{1-S_e} \quad (18)$$

$E(r_m)$ = Markedsporteføljens forventede avkastning

r_f = Risikofri rente

S_k = Skattesats kreditor

S_e = Skattesats eier

Førsteamanuensis i Finans ved handelshøyskolen i Tromsø, Espen Sirnes (2010), beregnet risikopremien i det norske markedet til å være 5,4% nominelt, fra et datasett som strekker seg fra 1915-2009, dette anslaget er ikke justert for "Survivor Bias".

I undersøkelsen gjennomført av PWC Deals (2013), i samarbeid med Norske Finansanalytikerers Forening, ble også risikopremien for det norske markedet vurdert. Omtrentlig 40% av respondentene mener at markedets risikopremie bør være 5% for 2013 og 2014. Omtrentlig 16% mener risikopremien bør være 4%, og 11% mener den bør være 6%. Den gjennomsnittlige markedsrisikopremien ble 5,1% ved bruk av vektet snitt, mens medianen ble 5% (Pwc.no).

PwC foretok også en overordnet analyse av risikopremien på Oslo Børs (OBX). I denne analysen ble noterte selskaper på Oslo Børs analysert med utgangspunkt i selskapsverdier og konsensus kontantstrømestimer. Det ble beregnet estimerte avkastningskrav og risikopremie på en slik måte at fremtidig inntjening samsvarer med entreprisverdien. Resultatet av analysen er en gjennomsnittlig median for risikopremien på 5,6%, i tidsrommet Q1 2010 til Q3 2013, Denne analysen tar utgangspunkt i en kontrollpremie på 25% som påslag på aksjekurs, og terminalvekst på 2,5%.

Fernandéz et al. (2013) gjennomførte en internasjonal undersøkelse, i 2013, rundt størrelsen på markedets risikopremie. Undersøkelsen vurderte markedsrisikopremien benyttet for å beregne avkastningskravet til egenkapitalen. Respondentene var bedriftsledere, analytikere og professorer fordelt over 51 land. Denne undersøkelsen kom fram til en risikopremie for det norske markedet på 6%.

På bakgrunn av informasjonen ovenfor estimerer vi at den mest hensiktsmessige risikopremien for det norske markedet for 2014-2018 ligger på omtrentlig 5%. Samtidig forventer vi en økning i markedets risikopremie på langs sikt, diskusjonen ovenfor tyder også på at flere aktører vurderer markedets risikopremie som høyere enn 5%. Vi estimerer den langsiktige risikopremien for det norske markedet til å bli 5,5%.

7.1.3 Likviditetspremie

Investeringer som er lite likvide, må tilby investoren en høyere forventet avkastning for å kompensere investor for likviditetsrisikoen forbundet med investeringen. Lite likvide investeringer har også økt risiko for å falle i verdi under turbulente tider (Finansdepartementet.no). Derfor må aksjer som er lite omsettelige inkludere en likviditetspremie. SR-Bank jobber aktivt for å øke likviditeten til selskapets aksjer. I vedlegg 5 kan man se utviklingen i handelsvolumet til SR-Bank aksjen, og den økende trenden i handelsvolumet.

I 2012 konverterte SR-Bank til børsnotert aksjesparebank, og var før dette notert med egenkapitalbevis på Oslo Børs (srbank.no). Etter konverteringen har likviditeten til aksjen økt jevnt. Vi vil på bakgrunn av dette ikke tillegge egenkapitalkravet til SR-Bank en likviditetspremie.

7.1.4 Beta, (β)

Betaverdien uttrykker en aksjes systematiske risiko. Den systematiske risikoen beskriver aksjens samvariasjon med markedsporteføljen, dvs. aksjens relative markedsrisiko. I en veldiversifisert portefølje vil all usystematisk risiko optimalt være diversifisert bort, den systematiske risikoen er derfor den udiversifiserbare risikoen til aksjen (Bøhren og Michalsen, 2009).

Betaverdien til markedsporteføljen er 1. Etersom betaverdien uttrykker aksjens samvariasjon med markedsporteføljen, vil en aksje med beta lik 1 samvarierte perfekt med markedsporteføljen. En beta med høy absoluttverdi, regnes for å ha høy risiko. Når en betaverdi er lik 0, sier vi at investeringen er risikofri.

Betakoeffisienten:

$$B_j = \frac{\text{Kov}(r_j, r_m)}{\text{Var}(r_m)} \quad (19)$$

$\text{Var}(r_m)$ = Markedsporteføljens varians

$\text{Kov}(r_j, r_m)$ = Kovariasjonen mellom markedsporteføljen og aksjen

Det er flere faktorer som påvirker en bedrifts betaverdi. De mest fremtredende risikofaktorene er likviditetsrisiko, operasjonell risiko, finansiell risiko, strategisk risiko og markedsstrukturen i det aktuelle markedet (Finansdepartementet.no).

Operasjonell risiko

Operasjonell risiko er av Finansdepartementet definert som risiko for tap som følge av utilstrekkelige eller sviktende interne prosesser eller systemer, menneskelige feil eller eksterne hendelser (Finansdepartementet.no). Slike hendelser kan være interne faktorer som feil eller mislighold begått av ansatte, eller eksterne faktorer som svindel og skader i form av brann og flom. Den operasjonelle risikoen er derfor knyttet til risikoer som kan oppstå gjennom den løpende driften av sparebanken.

SR-Bank har opprettet et samarbeid med SpareBank 1 SMN, SpareBank 1 Nord-Norge og Sparebanken Hedmark for å øke sin kompetanse og styring av den operasjonelle risikoen, og for å utvikle rammeverk for analyse av den operasjonelle risikoen (sparebank1.no). Sparebanken har også en uavhengig internrevisjon som analyserer om internkontrollen fungerer hensiktsmessig (srbank.no).

Finansiell risiko

Den finansielle risikoen er hovedsakelig knyttet til selskapets kapitalforvaltning og aktiva allokering, og oppstår når det investeres i ulike eiendeler. Disse eiendelene er blant annet fast eiendom, aksjer og investeringer i andre rentebærende papirer. Risikoen kan grovt deles inn i kredittrisiko, markedsrisiko og likviditetsrisiko (Finansdepartementet).

Kredittrisiko

Kredittrisiko er risikoen for tap, ved at låntakere ikke oppfyller sine låneforpliktelser, og er en av de største risikoene for en sparebank. SR-Bank eksponeres for kredittrisiko gjennom utlån og leasingprodukter til både privatkunder og bedriftskunder, sparebanken utsettes også for kredittrisiko i kapitalmarkedet. Bankens styring og kontroll av kredittrisikoen er tilpasset Basel-komiteens *Sound practices for the management of credit risk*, og Finanstilsynets modul for styring og kontroll av kredittrisiko (Sparebank1.no). Kredittrisikoen kan reduseres ved å begrense utlånsvolumet til enkeltkunder og bransjer (konsentrasjonsrisiko), med andre ord bør banken ha en veldiversifisert utlånsportefølje og gode rutiner for risikoanalyse av potensielle kunder.

Likviditetsrisiko

Likviditetsrisikoen er risikoen for at SR-Bank ikke evner å betjene sine løpende forpliktelser, eller refinansiere forpliktelser og finansiere økninger i finansieringsbehovet og eiendelene, uten at det oppstår vesentlige ekstrakostnader (sparebank1.no).

Fordringenes løpetid sett i forhold til løpetiden på gjelden påvirker også likviditetsrisikoen, en større grad av langsiktig finansiering vil redusere likviditetsrisikoen. Likviditetsrisikoen i SR-Bank begrenses ved at verdipapirgjelden er fordelt på ulike markeder, instrumenter, innlånskilder og løpetider (srbank.no). Samtidig bidrar salg av sikrede boliglån til SpareBank 1 Boligkreditt, med å redusere finansieringsbehovet og likviditetsrisikoen.

Strategisk og forretningsmessig risiko

Forretningsmessig risiko er risikoen for tap på bakgrunn av eksterne forandringer utenfor sparebankens kontroll. Eksempler på slike forhold er endringer i lover og regler, konkurransemessige forandringer, svikt i inntjening og kapitaltilgang på grunn av nedgangskonjunkturer eller svikt i omdømme (omdømmerisiko). Disse forretningsrisikoene fører til en uventet reduksjon av resultatet når de inntreffer (sparebank1.no). SR-Bank må derfor kontinuerlig overvåke og tilpasse seg disse forholdene, og foretar løpende konkurrent og markedsanalyser. Samtidig som produktporteføljen må oppdateres i takt med kundenes preferanser, nye innovasjoner og trender innen bransjen. Den strategiske risikoen vil i tillegg omfatte risikoen for at ledelsen i selskapet tar gale beslutninger, for eksempel feilslåtte investeringer og strategiske avgjørelser.

Markedsrisiko

Markedsrisikoen er risikoen for tap og reduksjon av fremtidig inntekt, grunnet endringer i observerbare markedsvariabler (Finansdepartementet.no). Markedsvariablene som er av betydning for SR-Bank er renter og priser på finansielle instrumenter, som aksjer, obligasjoner og futures. Samtidig kan endringer i valutakurser og priser for eiendom utgjøre en risikofaktor for sparebanken. Markedsrisikoen i SR-Bank relateres hovedsakelig til konsernets langsiktige investeringer i verdipapirer, og en viss markedsrisiko fra rente- og valutamarkedene. Konsernets eksponering overfor markedsrisiko er moderat.

Investeringer i diverse renteinstrumenter og obligasjoner medfører en renterisiko for selskapet. Renterisikoen er risikoen for tap på grunn av endringer i markedsrentene i finansielle markeder, og oppstår primært fra finansiering i fastrentepapirer og fastrenteutlån (Finansdepartementet.no). Konsernets instrumenter har hovedsakelig kort

rentebinding, og konsernets renterisiko er derfor lav (srbank.no). For å beregne markedsrisiko benytte sparebanken seg av Finanstilsynets modeller for markeds- og kredittrisiko. Modellene stresstester bankens markedsrisiko med utgangspunkt i tradisjonelle risikomål for eksponering, i tillegg til risikospredning og markedslivviditet (sparebank1.no).

Estimeringen av selskapets beta gjøres ved å analysere historiske data. Ettersom SR-Bank er et børsnotert selskap, vil betaen beregnes med utgangspunkt i aksjens grad av samvariasjon med markedsporteføljen. Tidshorisonten for analysen er vesentlig for resultatet. En meget bred tidshorisont kan føre til at man ikke hensyntar betydelige endringer i den enkelte bedrift, og eventuelle bransjeendringer. En for smal tidshorisont kan føre til en mer unøyaktig estimering av betaverdien. Ettersom beregningen vil være basert på et mindre datagrunnlag, og derfor øker usikkerheten til estimatet.

7.1.4.1 Regresjonsanalyse av beta

Flere norske og internasjonale nyhetsbyråer, som for eksempel Dagens Næringsliv, E24.no og Reuters, publiserer daglig betaverdier av norske børsnoterte selskaper. Problemet er at det kan være relativt store forskjeller i de rapporterte betaverdiene. Årsaken til dette er at de beregner beta basert på ulike observasjoner, og ulike tidsserier av avkastningen til aksjen. Man kan bruke daglig, ukentlig, månedlig eller årlig avkastning av en aksje, over en periode på 1-10 år.

Dagens Næringsliv beregner selskapers beta opp mot hovedindeksen på Oslo Børs, og er basert på 52 ukentlige observasjoner. I følge Finanstilsynet er betaverdien som oppgis av Dagens Næringsliv beregnet ut i fra en for kort tidsserie. Det medfører at betaverdien blir påvirket av kortsiktige svingninger i markedet, og vil trolig ha en høyere volatilitet enn betaverdier med lengre tidsserier og månedlige observasjoner. En 12 måneders periode vil i større grad bli påvirket av enkelthendelser, enn en betaverdi beregnet med en tidsserie på tre til fem år.

På bakgrunn av diskusjonen ovenfor, ønsker vi å gjennomføre egne beregninger av betaverdien til SR-Bank. Ved hjelp av en regresjonsanalyse vil vi undersøke hvordan variasjonen i den uavhengige variabelen, *markedsavkastningen*, påvirker den avhengige variabelen, *SR-Banks avkastning*. Regresjonslikningen kan skrives på følgende måte:

$$R_j = \alpha + \beta \cdot R_m + \varepsilon \quad (20)$$

R_j = Bankens avkastning

R_m = markedets avkastning

α = alpha, skjæringspunktet i regresjonen (feilprising)

β = beta, helningen på regresjonslinjen

ε = feilledet. Det som ikke blir forklart av regresjonsanalysen

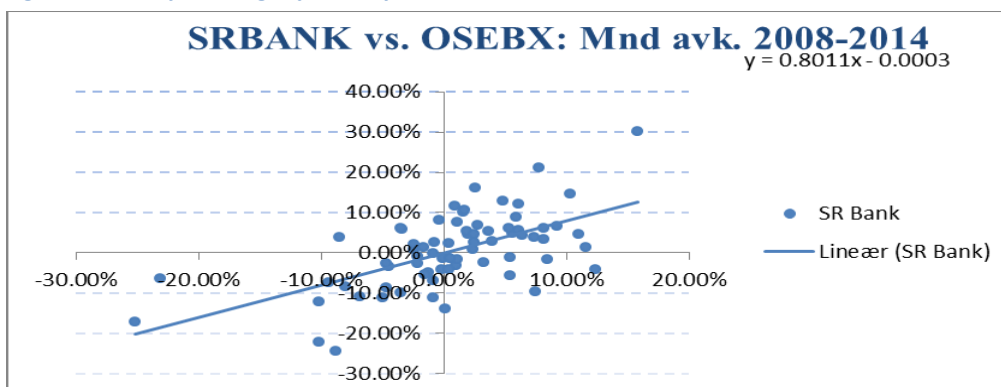
Input til regresjonsanalysen

For å kunne beregne betaen, må vi velge riktig input til regresjonsanalysen. For å redusere standardavviket og øke den statistiske påliteligheten i betaen, har vi valgt å bruke en tidsserie på 5 år. Ved en lenger tidshorison vil vi få flere observasjoner i regresjonsanalysen, som er positivt. Samtidig kan en for lang tidshorison medføre at vi ikke tar hensyn til store endringer i selskapet, som kan gjøre visse observasjoner mindre relevante for dagens situasjon. Målet vårt med regresjonsanalysen er å finne en langsiktig beta som er relevant for fremtiden (Damodaran, 1999).

Vi har brukt månedlige observasjoner av avkastningen, ettersom regresjoner med månedlige observasjoner har lavere standardavvik enn ukentlige eller daglige observasjoner. Som markedsindeks har vi valgt å bruke Oslo børs hovedindeks (OSEBX). Dette er en investerbar indeks, som består av et representativt utvalg av aksjer på Oslo Børs, og er en god indikator på markedets avkastning. Tallene er hentet fra *Yahoo Finance* sin hjemmeside.

Resultat regresjonsanalyse

Figur 17 Illustrasjon av regresjonsanalysen



Tabell 19 Resultat av regresjonsanalysen

Resultat regresjonsanalyse	
Kovarians mellom SR Bank og OSEBX	0.390 %
Varians OSEBX	0.487 %
Beta SR Bank	0.801101394
R-Kvadrert	37.214 %
Skjæringspunkt	-0.032 %

Y angir den månedlige avkastningen til SR-Bank, mens X er avkastningen til hovedindeksen på Oslo Børs (se figur 17). Stigningstallet til regresjonslinjen er 0,8011, og representerer bankens betaverdi. Når OSEBX har en gjennomsnittlig positiv (negativ) månedlig avkastning på 1% , resulterer det i en 0,8011% økning (redusering) i avkastningen til SR-Bank aksjen.

R-kvadrert (R^2) beskriver svingningene i avkastning til SR-Bank, som kan forklares av svingningene i markedsindeksens avkastning. Den resterende forklaringskraften ($1 - R^2$) forklares av svingninger i feilledet (ϵ). Man kan dermed si at R^2 uttrykker den systematiske risikoen, mens feilvariasjonen indikerer den usystematiske risikoen. I vårt tilfelle er forklaringsgraden relativt lav (37,2%). Etersom banksektoren er utsatt for konjunktursvingninger, burde den ha sterkere korrelasjon med hovedindeksen. Det er tre aspekter som kan være en mulig forklaring på den lave forklaringsgraden.

1. Likviditeten i SR-Bank aksjen kan være for svak. Blant de 40 mest omsatte verdipapirer på Oslo Børs i 2013, var SR-Bank nummer 38. Banken omsatte for 2,8 milliarder kroner. Til sammenligning var den gjennomsnittlige omsetningen blant de 40 aksjene på hele 18,8 milliarder kroner. Altså nesten 7- ganger høyere enn SR-Bank sin omsetning. Når omsetningen er vesentlig mindre enn gjennomsnittet vil også fluktuasjonene være mindre enn i markedet som helhet.
2. Oslo Børs er en råvarebasert børs, og er spesielt påvirket av oljesektoren. Det gjør at den følger utviklingen i oljeprisen i markant grad. Sparebankens inntjening vil hovedsakelig ikke variere med prisen på olje. Indirekte kan sparebankene påvirkes av langvarig prisnedgang i oljeprisen, men på månedlig basis vil oljeprisen ha betydelig mindre effekt på sparebankene, sammenlignet med selskaper innen olje og gass.

3. Bankens risiko er knyttet til boliglån, lån til næringslivet, og andre lokale faktorer. Dersom store selskaper velger å flagge ut sin virksomhet fra Rogaland, kan dette medføre store økonomiske tap for lokalsamfunnet, i form av økt arbeidsledighet og redusert økonomisk aktivitet. Det kan videre bremse den totale utlånsaktiviteten til SR-Bank, og svekke bankens fremtidig inntjening. Disse faktorene kan skje uavhengig av svingningene på Oslo børs hovedindeks.

7.1.4.2 Bankens gearing

Ovenfor har vi beregnet den totale markedsrisikoen (β_a) til banken. Ettersom kapitalverdimodellen påvirkes av markedsrisikoen på egenkapitalen (β_e), er det vanlig å beregne egenkapitalbetaen for tradisjonelle selskaper. Totalkapitalbetaen består av egenkapitalbetaen og gjeldsbetaen.

$$\beta_a = \beta_d \left(\frac{D}{EV} \right) + \beta_e \left(\frac{E}{EV} \right) \quad (21)$$

Denne kan videre omformuleres til:

$$\beta_e = \left[\beta_a - \beta_d \left(\frac{D}{EV} \right) \right] \left(\frac{EV}{E} \right) \quad (22)$$

Der β_a er beta til totalkapitalen, β_d er beta til gjelden, og β_e er beta til egenkapitalen. E er markedsverdien av egenkapitalen, D er markedsverdien av gjelden og EV er den totale markedsverdien.

Dette er en standardmetode som tradisjonelle foretak ofte bruker i verdsettelses-sammenheng. Denne fremgangsmåten skaper et problem for banker av to grunner (Damodaran, 2009). For det første er banker generelt sett ekstremt høyt giret sammenlignet med de fleste andre typer virksomheter. Det gjør at gjeldsandelen blir ekstremt høy, og egenkapitalandelen blir veldig lav. Som en konsekvens av dette vil egenkapitalbetaen være så lav, at avkastningskravet til totalkapitalen vil bli kunstig lavt. Det andre problemet er at bankenes gjeld er vanskelig å definere, som diskutert i kapittel 4. Som et resultat av de to problemene, har vi valgt følge Damodarans råd om å ikke justere totalkapitalbetaen for gjelds- og egenkapitalandel.

7.1.4.3 Beta justering

Tidligere studier av Beta, indikerer at over tid, har betaen til børsnoterte selskaper en tendens til å konvergere mot 1. Årsaken til dette er at selskaper som overlever og ekspanderer i markedet, blir mer diversifisert, innehar mer eiendeler og genererer mer penger. Disse faktorene presser betaverdien mot 1. Blant annet Bloomberg justerer betaverdien ved hjelp av en enkel og mye brukt formel (Damodaran, 1999). Justeringen gjør at betaverdien vil bevege seg mot 1. Dette kan beskrives ved følgende formel.

$$\beta = a \cdot \beta^{\text{Estimert}} + (1-a) \cdot 1,0 \quad \text{Der } a = 2/3 \quad (23)$$

Vi vurderer bankbransjen som en moden bransje, og SR-Bank har røtter tilbake til 1839. På bakgrunn av dette velger vi å ikke justere betaen til SR-Bank.

7.2 Avkastningskravet til SR-Bank

Ved å sette inn verdiene vi kom fram til gjennom analysen i dette kapitlet, i kapitalverdimodellen, vil vi komme frem til et uttrykk for avkastningskravet til egenkapitalen.

$$k_{\text{SR-Bank}} : 0,0273 + 0,8011 \cdot 0,05 = 0,06735$$

Egenkapitalkravet til SR-Bank, er etter våre beregninger **6,735%**.

Avkastningskravet kan virke noe lavt, det historisk lave rentenivået vil redusere egenkapitalkravet. Etter hvert som renten øker vil vi forvente at egenkapitalkravet øker.

Langsiktig avkastningskrav:

$$k_{\text{SR-Bank}} : 0,0273 + 0,8011 \cdot 0,055 = 0,07136$$

8.0 Prognoser/Fremtidsregnskap

For å kunne benytte verdsettelsesmetoden *fri kontantstrøm til egenkapitalen*, er det nødvendig å utarbeide prognoser for både eksterne og interne nøkkelstørrelser. Resultatet av disse prognosene brukes til å budsjettere sparebankens fremtidige kontantstrømmer, og utarbeide et fremtidsregnskap. Vi vil benytte det normaliserte regnskapet for fremtidsbudsjettet. På den måten vil ikke engangsposter påvirke den langsiktige verdien av SR-Bank.

Vi har analysert bankbransjen, SR-Banks konkurransesituasjon og generelle makroøkonomiske forhold, i den strategiske analysen. I regnskapsanalysen har vi analysert sparebankens underliggende økonomiske forhold, og hvordan disse har utviklet seg over de siste syv årene. Hensikten med den strategiske- og regnskapsmessige analysen er å gi oss et best mulig informasjonsgrunnlag av sparebankens underliggende, strategiske og økonomiske, forhold. Slik at vi kan utarbeide mest mulig relevante og treffsikre prognoser for sparebankens fremtidige kontantstrømmer. Et sentralt spørsmål i denne sammenheng er hvor lang tidshorison vi skal ha for framtidsregnskapet.

8.1 Tidshorisonen for framtidsregnskapet, og steady state

Lengden på prognosehorisonen er svært viktig for verdsettelsen. Det er avgjørende for resultatet at vi estimerer en relevant vekstrate for de respektive årene og for tidspunktet selskapet når steady state. Dersom vi velger steady state på et tidspunkt der vekstraten for selskapet er høyere enn for økonomien generelt, kan vi få en urealistisk høy selskapsverdi. Dahl m.fl (1997) skriver at det i praksis er vanlig med en tidshorison på 7-15 år. Koller, Goedhart og Wessels (2010) anbefaler en prognoseperiode på 10-15 år.

Det er derfor viktig å analysere selskapet, og vurdere om det er i en markant vekstfase. Dersom selskapet er i en vekstfase, kan en lang prognoseperiode være hensiktsmessig. En lang prognoseperiode kompliserer samtidig budsjetteringen, ved at det er svært komplisert å budsjettere individuelle størrelser langt frem i tid. Koller, Goedhart og Wessels (2010) anbefaler å dele prognostiseringen inn i to hoveddeler. I den første delen gjennomføres det en detaljert prognostisering for fem til syv år frem i tid. Og i del to foretas en forenklet prognose for de resterende årene, der det fokuseres på nøkkelstørrelser.

Vi har i den strategiske analysen karakterisert bankbransjen som en moden bransje. I en moden bransje er det generelt lav markedsvekst for de individuelle aktørene. En moden bransje tilsier at en kortere prognoseperiode vil være hensiktsmessig. SR-Bank har de siste

årene ført en vekststrategi i Hordaland og Agder- fylkene, og har derfor opplevd en høyere vekst enn man kan anta under steady state. Samtidig har bankbransjen historisk sett vært svært konjunkturutsatt. Skjerpede soliditets og likviditetskrav gjennom Basel standarden skal blant annet gjøre bankene mindre konjunkturutsatte, som også taler for en lengre prognosehorisont. På bakgrunn av disse faktorene har vi valgt en prognoseperiode på 10 år. SR-Bank når derfor steady state i år 2023, i vår analyse.

Steady state beskriver det tidspunktet et selskap oppnår en konstant og stabil fremtidig vekst. I steady state vokser selskapet med en konstant vekstfaktor, ved å reinvestere en konstant andel av overskuddet hvert år. Selskapet vil også ha en konstant avkastning på eksisterende, og ny kapital (Koller, Goedhart og Wessels, 2010). Når selskapet når steady state, kan verdien av selskapet estimeres ved å benytte en evigvarende vekstformel.

PWC Deals (2013) har gjennomført en undersøkelse av risikopremien og den risikofrie renten for det norske markedet, i samarbeid med Norske Finansanalytikeres Forening (NFF). I denne undersøkelsen ble respondentene også spurt om hva den langsiktige (fem eller flere år frem i tid) nominelle resultatveksten i det norske markedet burde være, ved bruk av Gordons vekstformel. Omtrentlig 80% av respondentene mente at den burde være mellom 2 og 4 prosent, det var størst enighet om å benytte 2,5%, og et grovt vektet snitt av alle svarene ga et resultat på 2,57%. Dette tilsvarer omtrentlig inflasjonsmålet til Norges Bank. Dette indikerer at den evige kontantstrømmen som vurderes, generelt burde ha tilsvarende eller høyere vekst enn den langsiktige inflasjonen i økonomien (Pwc.no). Vi har derfor inflasjonsmålet som utgangspunkt for vekstraten i poster som er vanskelige, eller lite hensiktsmessige, å prognostisere individuelt, og som vekstraten i steady state.

8.2 Vekst i balansestørrelser

8.2.1 Vekst i egenkapitalen

Veksten i egenkapitalen avhenger hovedsakelig av to forhold, størrelsen på overskuddet, og utbyttepolitikken. Ved en restriktiv utbyttepolitikk vil en større andel av overskuddet holdes tilbake i selskapet, for å fremme vekst. Dersom selskapets ROIC (Return on invested capital) er høyere enn eiernes avkastningskrav, vil det være lønnsomt å holde tilbake en større del av overskuddet (Koller, Goedhart og Wessels, 2010).

Veksten i egenkapitalen for SR-Bank er gitt ved formelen under.

$$g = \text{Tilbakeholdelsesgraden} * \text{egenkapitalrentabiliteten} \quad (24)$$

Der g står for veksten, og tilbakeholdelsesgraden er $(1 - \text{utbytteforholdet})$.

Tabell 20 Utvikling i egenkapitalen

	2009	2010	2011	2012	2013	Gjennomsnitt
Normalisert resultat etter skatt	681	1071	868	1154	1884	
Utbytte	212	336	299	384	409	
Utbytte i prosent	31,13 %	31,37 %	34,45 %	33,28 %	21,71 %	30,39 %
Normalisert Tilbakeholdelsesgrad	68,87 %	68,63 %	65,55 %	66,72 %	78,29 %	69,61 %
Normalisert EKR	10,01 %	12,75 %	9,28 %	10,50 %	14,21 %	11,35 %
Normalisert egenkapitalvekst	6,89 %	8,75 %	6,09 %	7,01 %	11,13 %	7,97 %

Tabellen over viser den normaliserte egenkapitalveksten til SR-Bank, de siste fem årene. Vi har valgt å fokusere på de normaliserte tallene. Utbytteforholdet har holdt seg relativt stabilt mellom 2009 og 2012, før det falt med over 10 prosentpoeng i 2013.

Utbyttepolitikken de siste årene, og fram mot 2017, vil preges av et moderat utbyttensnivå, for å tilfredsstille skjerpede soliditets og kapitalkrav fra myndighetene. SR-Bank har en generelt høy tilbakeholdelsesgrad, som indikerer at banken er i vekst og holder tilbake kapital for lønnsomme investeringer.

SR-Bank har hatt en relativt høy vekst de siste årene, og vi forventer at denne veksten vil fortsette. Veksten i egenkapitalen vil også redusere risikoen for sparebankens kreditorer, slik at innlånskostnadene trolig reduseres de neste årene. Det vil resultere i lavere rentekostnader på ekstern kapital, og en økning i lønnsomheten.

8.2.2 Vekst i brutto utlån og forvaltningskapital

Utlånsvolumet til sparebanken er avhengig av størrelsen på forvaltningskapitalen. Jo høyere forvaltningskapital, desto høyere utlånsvolum kan banken opprettholde. Størrelsen på forvaltningskapitalen vil derfor være med å avgjøre størrelsen på rentenettoen.

Forvaltningskapitalen uttrykker totalkapitalen til sparebanken.

Historisk vekst i forvaltningskapital og brutto utlån:

Tabell 21 Utvikling i brutto utlån og forvaltningskapital

År (Tall i mill)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Forvaltningskapital	103267	125858	124909	134778	131142	141543	156985
Δ i prosent	-	21,88 %	-0,75 %	7,90 %	-2,70 %	7,93 %	10,91 %
Brutto utlån	88428	100071	93473	105792	101368	109513	120273
Δ i prosent	-	13,17 %	-6,59 %	13,18 %	-4,18 %	8,04 %	9,83 %

Fra tabellen over ser vi at veksten i forvaltningskapitalen er sterkt korrelert med veksten i brutto utlån. Grunnen til dette er at veksten i brutto utlån finansieres gjennom forvaltningskapitalen til banken. Brutto utlån har de siste syv årene utgjort gjennomsnittlig

79% av forvaltningskapitalen. Gjennomsnittlig vekst av forvaltningskapitalen har i syvårsperioden vært 7,53%, og den gjennomsnittlige veksten i brutto utlån har vært 5,66% i samme periode. Det indikerer at veksten i brutto utlån bør være lavere enn veksten i forvaltningskapitalen.

De siste årene har det vært et historisk lavt rentenivå i Norge. SSB estimerer at utlånsrenten vil holde seg stabilt rundt 4% de neste årene. Det er naturlig å forvente en vekst i boligprisene ved lave rentenivåer. Totalt sett estimerer SSB at boligprisene vil ha en stabil prisøkning mellom 2.5-3% de neste årene, med en liten nedgang i boligprisene i 2014.

Vedrørende befolkningsvekst estimerer SSB at alle kjerneregionene SR-Bank opererer i, vil oppleve en befolkningsvekst fram mot 2040. Befolkningsvekst vil øke etterspørselen etter boliger, og vil trolig øke etterspørselen etter boliglån.

Husholdningene forventes å opprettholde en sparerate på gjennomsnittlig 9,6%, og oppleve en gjennomsnittlig økning i årslønn på 3,6%, fram mot 2017 (SSB.no). Disse faktorene indikerer at bankene ikke bør forvente en reduksjon i utlånsvolumet de neste årene.

Tabell 22 Makroøkonomiske nøkkeltall fra SSB

	2013	2014	2015	2016	2017
Boligpris	3,90 %	-0,90 %	2,70 %	2,8&	2,50 %
Husholdningenes Sparerate	9 %	9,60 %	9,70 %	9,80 %	10 %
Utlånsrente	4 %	4,10 %	4 %	4 %	4,10 %
BNP-vekst (fastlands Norge)	2 %	1,90 %	2,40 %	2,90 %	2,80 %
Arbeidsledighetsrate	3,50 %	3,70 %	3,90 %	3,90 %	3,80 %
KPI-vekst	2,10 %	2,30 %	1,60 %	1,70 %	2,10 %
Årslønn	3,90 %	3,80 %	3,50 %	3,50 %	3,60 %

Vi har valgt å splitte opp utlånsporteføljen i henholdsvis personkunder og bedriftskunder. På bakgrunn av makrotallene prognostiserer vi at brutto utlån til personkunder vokser med 9,5% i 2014. Vi estimerer at veksten blir litt lavere i 2014, enn i 2013, på grunn av at SSB prognostiserer en reduksjon i boligprisene, samtidig som de prognostiserer en økt arbeidsledighetsrate og svak BNP vekst. SR-Bank fører en vekststrategi i Hordaland og Agder fylkene, og vi forventer derfor en økning i kundemassen til SR-Bank. I 2015 og 2016 forventer vi derfor at brutto utlån vokser med henholdsvis 8% og 7,5%. I 2017 forventer vi en økning på 6,5%. Etter 2017 forventer vi at veksten i brutto utlån vil reduseres, ettersom vekststrategien trolig har mistet noe momentum. Forventet vekst i 2018 og 2019 blir da 5%. Etter 2019 forventer vi at veksten flater jevnlig ut mot 2,5% innen 2023, som er da vi forventer at SR-Bank når steady state.

For bedriftskundene har vi et noe mer moderat syn på veksten, enn for personmarkedet. På grunn av at vi forventer at veksten i utlån til bedriftene, vil holde seg noe mer stabilt. Vekstraten for 2014 prognostiserer vi til å bli 6,5%. I 2015 og 2016 forventer vi en vekstrate på 5,5%. I 2017, 2018 og 2019 forventer vi en vekstrate på henholdsvis 5%, 4% og 3%. I 2020 prognostiserer vi en vekst på 3%, deretter synker veksten til 2,5% fram mot steady state.

Vi forventer en økning i forvaltningskapitalen de neste årene, på grunn av de skjærpede kapitalkravene, og på grunn av at sparebanken ønsker å bygge opp en kapitalbuffer. Vi tar utgangspunkt i at forvaltningskapitalen vil vokse raskere enn brutto utlån. Etter 2017 forventer vi at veksten i forvaltningskapitalen vil reduseres, etter at kapitalkravene er oppfylte.

8.2.3 Innskuddsvekst

Både styringsrenten og pengemarkedsrenten forventes å øke i årene framover, til et nivå rundt 2,5% innen 2017 (Norges Bank). Innskuddsveksten er påvirket av styringsrenten, ettersom den indikerer nivået på innskuddsrenten til bankkundene. Et lavt rentenivå vil teoretisk sett føre til en lavere sparerate, enn under et høyt rentenivå. Ettersom avkastningen på bankinnskudd generelt vil være lave. En økning i rentenivået indikerer derfor isolert sett, en økning i spareraten. SSB estimerer en fortsatt høy, og stigende, sparerate for husholdningene frem mot 2017. Vi forventer også en økning av kundemassen til SR-Bank på grunn av vekstrategien. SR-Bank kan derfor forvente en økning av innskuddsveksten i årene framover.

På tross av at SR-Bank nylig reduserte innskuddsrenten, så forventer vi en økning i innskudd fra kunder i 2014 på 10%, som er noe høyere enn fjorårets vekst. SSB prognostiserer både økt sparerate og rente de neste årene, så vi forventer en innskuddsvekst på 9,5% i 2015, 9% i 2016, 8,5% i 2017 og en ytterligere reduksjon i vekstraten, til 7%, i 2018. Vi forventer videre en vekstrate rundt 6,5% de neste to årene. Deretter vil innskuddsveksten synke mot 4%, som vil være innskuddsveksten i steady state.

8.3 Vekst i resultatstørrelser

8.3.1 Vekst i netto renteinntekter og rentemargin

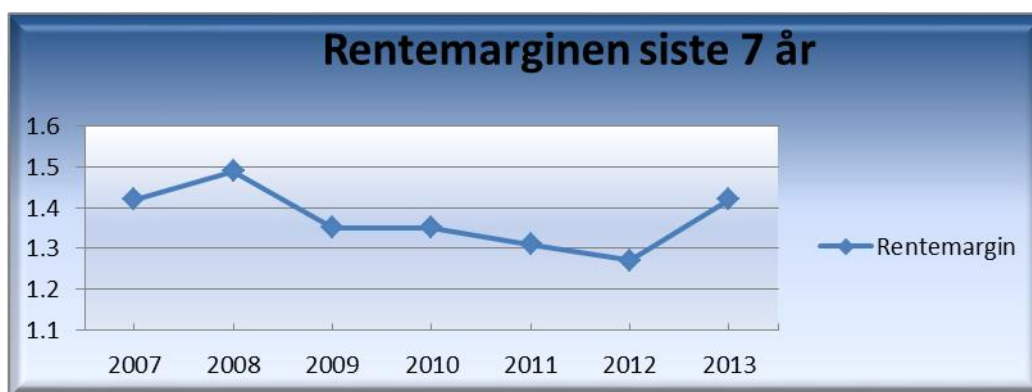
Netto renteinntekter avhenger av utlånsvolumet, rentemarginen og fortjenesten per utlånte krone totalt. En eller flere av disse faktorene må vokse, alt annet likt, for å øke netto renteinntekter, som er renteinntekter fratrukket rentekostnadene.

Bankenes tilpasning til de skjerpede egenkapitalkravene har ført til økte kostnader, bankene har både tilført ny egenkapital og redusert utbytteandeler. Kravene har derfor ført til at bankene har hevet renten på utlån, noe som har ført til en liten økning i rentemarginen. Rentemarginene er fremdeles lave i et historisk perspektiv (FNO.no). Norges Bank forventer likevel en reduksjon i bankenes marginer totalt sett, etter at bankene har tilpasset seg de nye kapitalkravene.

SSB rapporterer en relativ stabil rente på utlån de siste årene. Utlånsrenten har siden 2. kvartal 2012 til 4. kvartal 2013, ligget mellom 4,23-4,35% . Vedlegg 6 viser utviklingen i utlånsrenten og NIBOR renten. Der ser vi at på tross av en reduksjon i NIBOR renten, så har ikke utlånsrenten fulgt samme trend.

De historisk lave rentenivåene har lagt press på bankene for å redusere utlånsrenten. 25 april i år (2014) annonserte SR-Bank en reduksjon i utlånsrentene. NyAnalyse har utført en undersøkelse for Huseiernes landsforbund som viser at en redusert utlånsrente ikke vil påvirke rentemarginen nevneverdig. Etersom bankene også reduserer innskuddsrenten. SR-Bank annonserte en reduksjon i innskuddsrenten på 0,2 prosentpoeng. Totalt sett ble innskuddsrenten redusert mer enn utlånsrenten, som faktisk førte til en marginal bedring av rentemarginen. SSB prognostiserer også en fortsatt høy sparerate for husholdningene.

Figur 18 Utvikling i Rentemarginen



Gjennomsnittlig rentemargin var 1,37% i perioden. På bakgrunn av vurderingene over prognostiserer vi at rentemarginen vil stige marginalt i 2014. Deretter forventer vi en reduksjon i rentemarginen. Grunnen til det er at i perioder med økonomisk vekst så reduseres risikoen i utlånsporteføljen, og bankene kan låne ut penger med lavere rente. SSB prognostiserer en økning i BNP-veksten over disse årene.

I steady state forventer vi at rentemarginen konvergerer mot det langsiktige gjennomsnittet i rentemarginen på ca. 1,5% (Dinepenger.no). Og rentemarginen vil derfor konvergere mot 1,5% i årene før steady state.

8.3.2 Vekst i provisjonsinntekter og andre inntekter

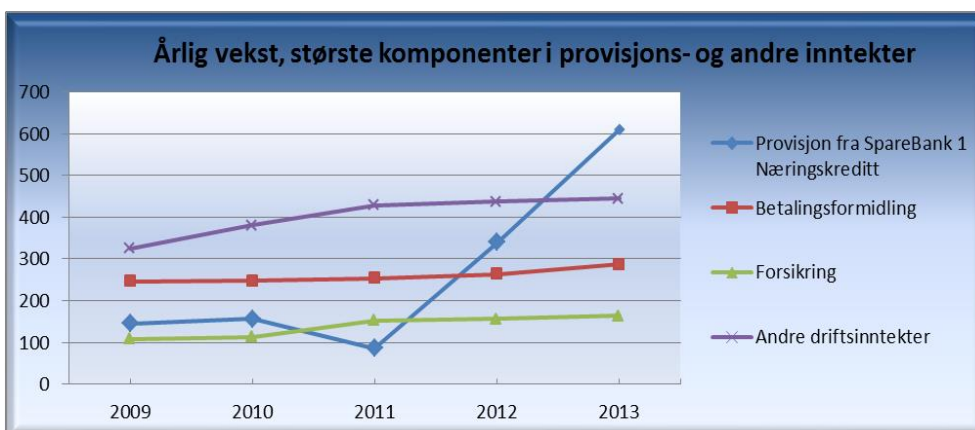
Regnskapsposten består av inntekter knyttet til investeringstjenester, verdipapirkurtasje, rådgivningshonorarer og inntekter knyttet til eiendomsvirksomhet.

Figur 19 Utvikling i årlig vekst i ulike inntekter (del 1)



Provisjons- og andre inntekter i % av forvaltningskapitalen har vært stigende de siste tre årene. Vi ser at Netto provisjons- og andre inntekter er sterkt korrelert med provisjonsinntektene, ettersom Provisjonskostnader og andre inntekter har utviklet seg relativt stabilt.

Figur 20 Utvikling i årlig vekst i ulike inntekter (del 2)



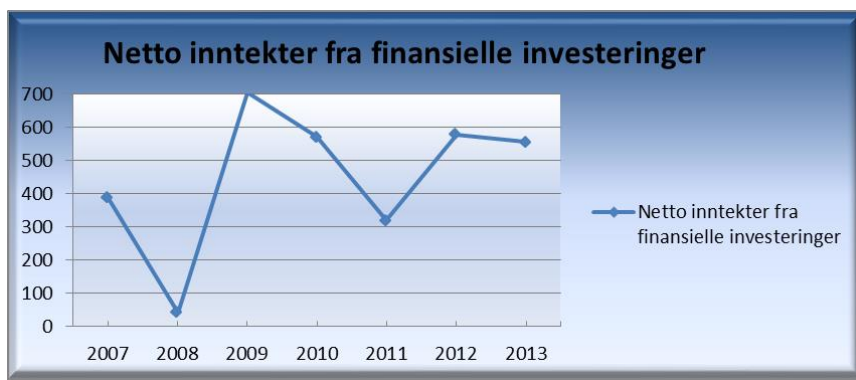
De siste to årene har netto provisjonsinntekter økt betydelig, grunnen til dette er blant annet at sparebanken har innfridd en vesentlig del av finansieringen sin gjennom den såkalte Bytteordningen (sparebank1.no). Den resterende delen av denne finansieringen forfaller i 2014, og vi forventer derfor en økning av provisjonsinntektene i 2014, men ikke

på langt nær så stor økning som i 2011-2014. Etter 2014 forventer vi en reduksjon av vekstraten. Veksten i 2014 og 2015 prognostiserer vi til 10% og 6%. Årene 2016, 2017 og 2018 prognostiserer vi vekstraten til henholdsvis 5%, 5% og 4,5%. Deretter estimerer vi en vekstrate lik 4,5% fram til 2019, der vi forventer en vekstrate på 4%. I steady state forventer vi en gjennomsnittlig vekstrate på 3,5%. 3,5% er inflasjonsmålet til Norges-Bank med et påslag på 1%.

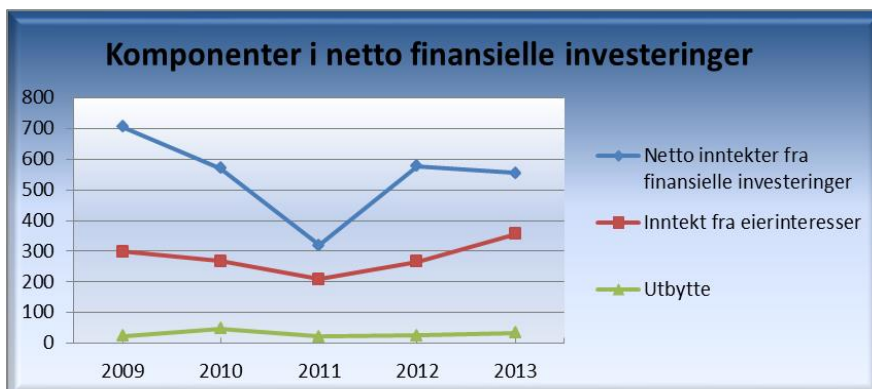
Vi forventer at andre inntekter og provisjonskostnader holder seg relativt stabile de neste årene. Eiendomsomsetning har i gjennomsnitt stått for 97% av posten andre driftsinntekter, og vi har derfor valgt å analysere de individuelle komponentene under ett. Når utlånsrenten øker, prognostiserer vi en nedgang i boligprisene. Ettersom det blir dyrere å betjene høye lån, vi forventer derfor en nedgang i andre inntekter etter hvert som utlånsrenten stiger. Vi prognostiserer en vekstrate på 5,5%, 5% og 4% i henholdsvis 2014, 2015 og 2016. Deretter forventer vi en reduksjon i vekstrate på grunn av høyere rentenivå. Vekstraten estimeres til å bli 4%, 3,5% og 3% i henholdsvis 2017, 2018 og 2019. Vi forventer at økningen i denne posten vil være lik inflasjonsmålet til Norges-Bank med et påslag på 0,5% i steady state.

8.3.3 Vekst i netto finansinntekter

Figur 21 Utvikling i netto inntekter fra finansielle investeringer



Figur 22 Utvikling i komponentene til netto finansielle investeringer



Det er svært komplisert å prognostisere netto inntekter fra finansielle investeringer, ettersom de hovedsakelig avhenger av forhold utenfor SR-Banks kontroll. Som vi ser fra grafene over er denne posten særs volatil, uten noen spesiell trend totalt sett.

Utbyttekomponenten har holdt seg stabil de siste fem årene. Det er hovedsakelig inntektene fra de finansielle investeringene som har vært veldig volatile. Markedsrisikoen til SR-Bank knytter seg hovedsakelig til konsernets langsiktige investeringer i verdipapirer, og har en moderat eksponering ovenfor markedsrisikoen (Srbank.no). Hovedindeksen på Oslo børs regnes for å ligge i en stigende trendkanal på mellomlang sikt, og det forventes en fortsatt stigende trend (DN.no).

Derfor prognostiserer vi en stigning i netto finansinntekter lik inflasjonsprognosene til SSB de neste fire årene. Deretter gjør vi en forenkling ved at veksten i denne posten følger den generelle veksten i den norske økonomien.

8.3.4 Vekst i lønnskostnader

Lønnsveksten for 2014-2017 prognostiseres av SSB til å bli 3,6% i gjennomsnitt. Teknisk beregningsutvalg (TBU) rapporterer at lønnsveksten i finanssektoren var på 6,7% i 2013, som er høyere enn gjennomsnittet for alle bransjer. Samtidig hadde ansatte i bank og forsikring den laveste samlede lønnsveksten av alle næringene i 2012. Lønnsutviklingen for finansnæringen har historisk sett vært på linje med resten av landet (FNO.no). Dette tyder på at lønnsveksten i bank og finansnæringen er konjunkturutsatt, og svinger veldig. Bank og finansnæringen er generelt preget av et relativt høyt lønnsnivå, mye grunnet et høyt utdanningsnivå på de ansatte. Bransjen har opplevd et kompetanseløft de siste årene, på grunn av Autorisasjonsordningen for finansielle rådgivere. Autorisasjonsordningen har presset lønningene oppover, ettersom det ble økt konkurranse om medarbeiderne med denne kompetansen (FNO.no).

Tabell 23 Utvikling i lønnskostnader

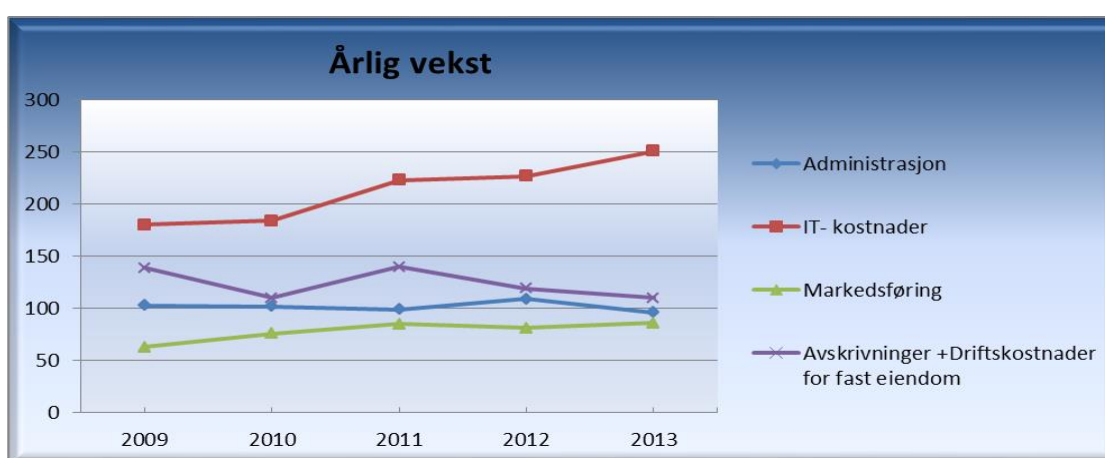
År	2009	2010	2011	2012	2013	Gjennomsnitt
Personalkostnader	881	870	828	1082	1196	
Endring i prosent		-1,2	-4,8	30,7	10,5	9
Lønnskostnader	637	672	795	848	909	
Endring i prosent		5,5	18,3	6,7	7,2	9,4

Det er to motstridende krefter som virker på lønnskostnadene til SR-Bank. Vekststrategien i Hordaland og Agder- fylkene vil trolig føre til en økning i antall filialer og ansatte, på grunn av økt kundevolum. Samtidig venter vi en reduksjon i antall filialer i Rogaland. Dette medfører en reduksjon i antallet ansatte og størrelsen på lønnskostnadene. Vi

vurderer det slik at antallet nye filialer sannsynligvis vil vokse noe raskere enn antallet nedleggelse de neste to årene. Veksten i lønnskostnader for 2014 og 2015 prognostiseres til henholdsvis 8,5% og 8%. Etter hvert som ekspanderingen i regionene begynner å flate ut, forventer vi at veksten i lønnskostnadene vil reduseres. I 2016, 2017 og 2018 prognostiserer vi veksten i lønnskostnadene til å bli 7,5%, 7% og 6,5%. Deretter forventer vi at lønnskostnadene konvergerer mot 4% i steady state, som er tilnærmet likt det historiske lønns gjennomsnittet.

8.3.5 Vekst i andre driftskostnader

Figur 23 Utvikling i andre driftskostnader



Mellom 2009 og 2013 har IT kostnader hatt en gjennomsnittlig vekstrate på 8,95%. Vi ser at det er har vært to hopp i IT-kostnadene, og det skyldes oppgraderinger og investeringer i nytt IT-utstyr og systemer. Den strategiske analysen indikerer at IT-systemer og teknologiske innovasjoner er meget viktige for både kundene og bedriften. Vi prognostiserer derfor at IT-kostnadene vil følge det samme mønsteret som over. Blant annet mobilbank vil trolig oppleve forbedringer og utvikling fra bankens side, de nærmeste årene. Veksten for 2014, 2015 og 2016 prognostiserer vi til henholdsvis 5,5%, 9% og 6%. Deretter forventer vi en noe lavere vekstrate, med en vekst på 7% i 2017 og 5,5% i 2018. Fram mot 2023 prognostiserer vi en gjennomsnittlig vekstrate på 5% de neste tre årene. I steady state forventer vi gjennomsnittlig vekst på 2,5%.

Avskrivnings- og andre driftskostnader tilknyttet fast eiendom har, med unntak av mellom 2010-2011, hatt en nedadgående trend. En viktig grunn for det er reduksjonen i antall bankfilialer. Selv om SR-Bank trolig kommer til å opprette noen nye filialer i Hordaland og Agder- fylkene, tror vi denne veksten vil motvirkes av reduksjonen av filialer i Rogaland. Gjennomsnittlig reduksjon av denne posten har vært 4% mellom 2009 og 2013.

Vi prognostiserer en mindre reduksjon de neste tre årene, på grunn av ekspandering i Hordaland og Agder-fylkene. Reduksjonen i denne posten prognostiserer vi til 1% i 2014, 2% i 2015 og 2,5% i 2016. Etter hvert som ekspanderingen i regionene begynner å flate ut, forventer vi at reduksjonsraten vil stige til 3% over de neste fire årene. Deretter forventer vi at antallet nedleggelse har nådd toppen, og posten vil begynne å stige med inflasjonsmålet til Norges Bank i steady state.

Ekspanderingsstrategien i regionene vil medføre en opprettholdelse, og mulig økning, av markedsføringskostnadene de neste tre årene. Markedsføringskostnadene har hatt en gjennomsnittlig vekstrate på 8,5% mellom 2009 og 2013. Vi prognostiserer at denne vil opprettholdes de neste fire årene, 2014-2017, ettersom det kreves høyere markedsføringsinnsats for å bryte inn i et nytt marked. Deretter forventer vi at den reduseres. Vi prognostiserer en vekstrate på 5% de neste seks årene, 2017-2023. I steady state forventer vi at veksten i markedsføringskostnadene stabiliserer seg på et nivå rundt 2,5%.

Over tid vil antallet filialer i SR-Bank reduseres, det vil redusere administrasjonskostnadene. Dersom vekststrategien til sparebanken, i Hordaland og Agder-fylkene, er suksessfull vil banken trolig trenge flere ansatte for å betjene en økt kundemasse. Med flere ansatte og en større kundemasse forventer vi en økning i administrasjonskostnadene. Disse to effektene drar derfor i motsatt retning. Den gjennomsnittlige vekstraten har mellom 2009 og 2013 vært -1,4%. Vi forventer at denne økes noe i 2014, 2015 og 2016, til 1,6%. I steady state forventer vi en vekstrate på 2,5%, likt inflasjonsmålet til Norges Bank.

For de øvrige kostnadene forventer vi at de øker med den prognostiserte prisstigningen fra SSB. Deretter prognostiserer vi at de øker med inflasjonsmålet til Norges bank på 2,5%.

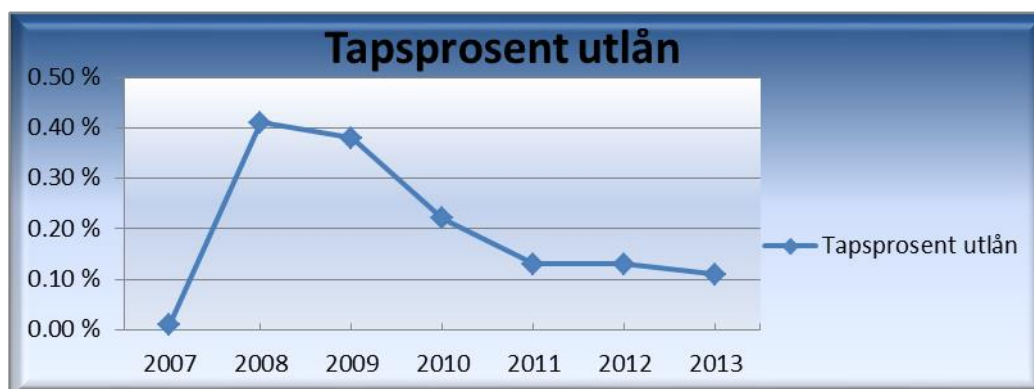
De øvrige kostnadene har vært relativt stabile de siste årene, og majoriteten av disse er uspesifiserte i regnskapet (andre driftskostnader). Det blir derfor vanskelig å si noe om den potensielle fremtidsveksten eller reduksjonen.

8.3.6 Vekst i tapsnivå på utlån

SR-Banks kredittkvalitet har vært god og stabil de siste årene. Majoriteten av den totale utlånsporteføljen består av godt sikrede boliglån, utlånseksposeringen er derfor lav. Andelen lån med lav, eller lavere, risiko har i analyseperioden ligget mellom 84-93%. De siste årene har også andelen lån med belåningsgrad over 85 prosent blitt redusert, som

følge av strammere retningslinjer for boliglånsfinansiering. Lav prognostisert arbeidsledighet, og fortsatt stigende boligpriser, bidrar til at den gode kredittkvaliteten i bankens portefølje opprettholdes. Norges Bank vurderer de norske husholdningene til å ha god betjeningsevne og soliditet (Norges Bank). Utlånsrenten forventes også å holde seg relativt lav, rundt 4%. Vi forventer derfor ikke en markant økning i tapene på utlån de neste årene.

Figur 24 Utvikling i tap på utlån



Tapene på utlån økte betydelig mellom 2007 og 2008, på grunn av finanskrisen. Tapene på utlån har falt betraktelig etter 2008. Finanskrisen viste at utlånsporteføljene til banken hadde større risiko enn tidligere antatt, de nye kapitalkravene gjennom Basel standarden skal gjøre bankene mer robuste ovenfor tap. Et økt fokus på risikohåndtering av utlånsporteføljen har også gjort bankene mindre risikovillige i utlånsmarkedet. Samtidig som egenkapitalkrav for boliglånskunder, og økt fokus på kundens betjeningsevne, har resultert i mer solide kunder. Vi forventer derfor at tapene på utlån vil holde seg lave de neste årene, samtidig som vi forventer en økning i tap på utlån når styringsrenten og utlånsrenten stiger. Vi forventer derfor et tapsnivå på 0,11% i 2014. Etter hvert som styringsrenten stiger, og etter at egenkapitalkravet på 15% for boliglånskunder har blitt mindre rigid, forventer vi en økning i tapene på utlån. Vi prognostiserer en marginal økning i tapsnivået i årene fremover, i 2015 forventer vi et tap på 0,14, 0,15 i 2016, 0,16 i 2017, 0,20 i 2018 og 0,25 i 2019. Deretter forventer vi at tapsnivået konvergerer mot et gjennomsnittlig tap på 0,4% i steady state.

8.3.7 Utbytte

Ved fastsettelse av utbytte for SR-Bank skal det tas spesielt hensyn til konsernets kapitalbehov, inkludert kapitaldekningskrav, og konsernets økonomiske og strategiske mål (srbank.no). I årsrapporten for 2013 kommer det fram at utbyttensnivået til SR-Bank fram mot 2017, skal hensynta at banksektoren er i en oppbygningsperiode for å møte skjerpede

kapitalkrav. Styret i banken har som mål at utbyttensnivået skal økes gradvis, i henhold til konsernets utbyttepolicy. Utbyttepolicyen sier at omtrent halvparten av resultatet etter skatt skal utdeles som utbytte, såfremt kapitalbehovet muliggjør dette (srbank.no).

Utbyttepolitikken de siste årene, og de neste fire årene vil derfor preges av et moderat utbyttensnivå og fokus på skjerpede soliditets og kapitalkrav.

Figur 25 Utvikling i utbytte

	2009	2010	2011	2012	2013	Gjennomsnitt
Resultat etter skatt	1109	1317	1081	1361	1860	
Utbytte	212	336	299	384	409	24,50 %
Utbytte i prosent	19,12 %	25,51 %	27,66 %	28,21 %	21,99 %	
Normalisert resultat etter skatt	681	1071	868	1154	1884	
Utbytte	212	336	299	384	409	
Utbytte i prosent	31,13 %	31,37 %	34,45 %	33,28 %	21,71 %	30,39 %

På grunn av de skjerpede kapitalkravene forventer vi at SR-Bank vil opprettholde en relativt moderat utbetalingsgrad mellom 2014 til 2017. Deretter forventer vi en økning av utbytteprosenten mot tidligere nivåer. Grunnen til det er at vi forventer at SR-Bank, i tillegg til å tilfredsstille kapitalkravene, også vil bygge opp en tilstrekkelig kapitalbuffer i disse årene. Vi forventer derfor en årlig økning av utbytte. Slik at utbytteforholdet blir 25% 2014, 28% 2015, 30% i 2016 og 32% i 2017. Etter 2017 forventer vi at utbytteforholdet vil øke jevnlig fram mot 2023. Vi prognostiserer at utbytteforholdet vil være 36% i 2018, og vil konvergere mot 50%. I steady state prognostiserer vi en utbyttepolitikk på 50%, i henhold til konsernets utbyttepolicy.

8.4 Vekst i andre størrelser

8.4.1 Skatt

Vi benytter den normaliserte driftsskattesatsen for fremtidsbudsjettet, som er beregnet fra det normaliserte regnskapet. Og vi benytter 27% som skattesats for finansielle inntekter.

Tabell 24 Utvikling i skattesatsen

	2013	2012	2011	2010	2009	Gjennomsnitt
Driftsresultat	2347	1761	1495	1614	1432	
Normalisert driftsresultat	2371	1554	1282	1368	1002	
Skattekostnad	487	400	414	297	321	
Skatteprosent	20,75 %	22,71 %	27,69 %	18,40 %	22,42 %	22,39 %
Normalisert skatteprosent	20,54 %	25,74 %	32,29 %	21,71 %	32,04 %	26,46 %

8.4.2 Inflasjon

Pengepolitikken i Norge skal innrettes mot lav og stabil inflasjon over tid, og

pengepolitikken skal også bidra med å jevne ut svingninger i økonomien (Norges Bank). Sentralbanksjef Øystein Olsen indikerte i sin tale til Norges banks representantskap (2014) at det sannsynligvis vil ta flere år før inflasjonen i Norge når inflasjonsmålet på 2,5%.

SSB prognostiserer at veksten i konsumprisindeksen, KPI-JAE, blir 2,3%, 1,6%, 1,7% og 2,1% i henholdsvis 2014, 2015, 2016 og 2017. Vi vurderer dette som det beste estimatet for inflasjonen i de aktuelle årene.

I PWC Deals, i samarbeid med Norske Finansanalytikerens Forening, undersøkelse av risikopremien i det norske markedet for 2013-2014, ble respondentene også spurt om forventningene til den langsiktige inflasjonen i Norge. Majoriteten av respondentene, 51%, forventer en inflasjon lik inflasjonsmålet på 2,5%. I overkant av 95% av respondentene forventer en langsiktig inflasjon på mellom 2-2,5%, der langsiktig regnes som fem år eller lenger frem i tid.

På bakgrunn av dette anslår vi at inflasjonen vil være tilnærmet lik inflasjonsmålet til Norges Bank, på 2,5%, etter 2017. Og vurderer dette som beste estimat på inflasjonen.

9.0 Fundamental verdsettelse

Etter at man har utarbeidet prognoser og et fremtidsbudsjett er det normalt å utarbeide en fremtidsbalanse. Fremtidsbalansens hovedhensikt i en verdsettelse er å estimere den nødvendige egenkapitalveksten, og deretter den frie kontantstrømmen.

Under følger det beregnede fremtidsbudsjettet for SR-Bank.

Tabell 25 SR-Banks fremtidsregnskap

År (tall i millioner kroner)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Renteinntekter											
Renter til personkunder	2521,69	2761,25	2982,15	3205,81	3414,19	3584,90	3746,22	3877,34	3974,27	4073,63	4175,47
Renter til næringskunder	2491,33	2653,27	2799,20	2953,15	3100,81	3224,84	3337,71	3437,85	3523,79	3611,89	3702,18
Renter til andre	631,00	672,02	708,98	747,97	785,37	816,78	841,29	866,52	892,52	914,83	937,70
Rentekostnader											
Rente fra kundeinnskudd	1728,00	1900,80	2081,38	2268,70	2461,54	2633,85	2805,05	2973,35	3136,88	3293,73	3425,48
Renter på gjeld til kredittinstitusjoner	530,00	455,80	419,34	394,18	400,09	406,09	412,18	418,36	424,64	431,01	437,47
Renter på utstedte verdipapirer	986,00	1064,88	1144,75	1230,60	1316,74	1408,92	1507,54	1605,53	1709,89	1821,03	1884,77
Andre renter	281,00	288,87	294,93	301,42	309,26	316,99	324,92	333,04	341,36	349,90	358,65
Netto renteinntekter	2119,02	2376,19	2549,93	2712,04	2812,74	2860,68	2875,54	2851,42	2777,80	2704,68	2708,99
Provisjonsinntekter	1452,00	1597,20	1693,03	1777,68	1866,57	1950,56	2038,34	2130,06	2215,27	2303,88	2384,51
Provisjonskostnader	72,00	75,96	79,76	82,95	86,27	89,29	91,96	94,72	97,56	100,49	103,51
Andre inntekter	444,00	468,42	491,84	511,51	531,98	550,59	567,11	584,13	601,65	619,70	638,29
Netto provisjons- og andre inntekter	1824,00	1989,66	2105,12	2206,25	2312,28	2411,87	2513,49	2619,47	2719,35	2823,08	2919,30
Netto inntekter fra finansielle investeringer	519,00	533,53	544,74	556,72	571,20	585,47	600,11	615,11	630,49	646,25	662,41
Sum netto inntekter	4462,02	4899,38	5199,78	5475,01	5696,21	5858,03	5989,13	6086,01	6127,65	6174,02	6290,70
Personalkostnader	1174,00	1273,79	1375,69	1478,87	1582,39	1685,25	1786,36	1884,61	1978,84	2067,89	2150,61
IT-kostnader	251,00	264,81	288,64	305,96	327,37	345,38	362,65	380,78	399,82	419,81	430,30
Avskrivninger og driftskostnader for fast eiendom	114,00	112,86	110,60	107,84	104,60	101,46	98,42	95,47	97,85	100,30	102,81
Markedsføring	86,00	93,31	101,24	109,85	119,18	125,14	131,40	137,97	144,87	152,11	155,91
Administrasjon	96,00	97,34	98,90	100,48	101,99	103,52	105,07	106,65	108,25	109,87	112,62
Andre driftskostnader	276,00	283,73	289,69	296,06	303,76	311,35	319,13	327,11	335,29	343,67	352,26
Sum driftskostnader for tap på utlån	1997,00	2125,84	2264,76	2399,05	2539,30	2672,10	2803,04	2932,59	3064,92	3193,66	3304,52
Driftsresultat før tap på utlån	2465,02	2773,54	2935,02	3075,95	3156,91	3185,92	3186,10	3153,41	3062,72	2980,36	2986,18
Tap på utlån og garantier	301,00	143,97	190,82	227,93	258,93	339,84	443,92	551,34	659,31	733,72	791,65
Driftsresultat før skatt	2164,02	2629,57	2744,20	2848,02	2897,99	2846,09	2742,18	2602,07	2403,41	2246,64	2194,53
Skattekostnad	487,00	695,79	726,11	753,59	766,81	753,07	725,58	688,51	635,94	594,46	580,67
Resultat etter skatt	1677,02	1933,79	2018,08	2094,44	2131,18	2093,01	2016,60	1913,56	1767,47	1652,18	1613,86
Avsatt Utbytte	409,00	483,45	524,70	586,44	681,98	753,48	806,64	956,78	883,73	826,09	806,93

9.1 utfordringer knyttet til verdivurdering av bank

Det er hovedsakelig tre problemer som gjør det vanskelig å verdsette en bank:

1. I regnskapsanalysen drøfter vi problematikken rundt klassifiseringen av hva som er av operasjonell eller av finansiell karakter i en bank. Det gjør det komplisert å definere både gjeld og reinvesteringer, som videre kompliserer estimeringen av kontantstrømmer (Damodaran, 2009). Gjeld for en bank kan både være en kostnadspost og en inntektspost ettersom deler av bankens gjeld, som kundeinnskudd og ekstern kapital, også er det viktigste grunnlaget for utlån. Gjelden er derfor bankens råmaterialer, og ikke nødvendigvis en kilde til finansiering på samme måte som en tradisjonell bedrift. Samtidig er det ikke gitt at kundeinnskudd automatisk skal klassifiseres som gjeld. Kundeinnskudd er derfor et godt eksempel på klassifiseringsproblematikken. Banker har historisk svært høye gjeldsandelere sammenlignet med en rekke andre bransjer. Egenkapitalen utgjør derfor en liten andel av total kapitalen. Små endringer i egenkapitalen kan således gi store verdiendringer ved bruk av egenkapitalmetoden.
2. Det andre problemet er at banker er sterkt regulert av myndighetene. Endringer i reguleringer og lovendringer kan ha stor effekt på bankens verdi. For eksempel innstramningen av Basel standarden vil påvirke verdsettelsen av SR-Bank.
3. Den tredje komplikasjonen er at regnskapsreglene for banker og finansinstitusjoner generelt er forskjellige fra tradisjonelle bedrifter. Blant annet er det en større andel av bankens eiendeler som verdsettes til markedsverdi i balansen. Dette gjør det vanskelig å skulle estimere en fremtidsbalanse (Damodaran, 2009).

9.2 Fremgangsmåte for estimering av den balanseførte egenkapitalen

Vi vil bruke nivået på den rene kjernekapitalen som utgangspunkt for å beregne den nødvendige egenkapitalveksten og den frie kontantstrømmen. Veksten i egenkapitalen vil derfor prognostiseres på bakgrunn av dette. I lys av de skjerpede kapitalkravene i Basel standarden vurderer vi dette til å være en tilfredsstillende løsning. Samtidig vil problemene drøftet over gjøre det lite hensiktsmessig å estimere en fremtidsbalanse.

Den rene kjernekapitalen kan beskrives som bankenes buffer for å kunne dekke potensielle tap i utlånsporteføljen. Hovedkomponentene i den rene kjernekapitalen er tilbakeholdt

overskudd og innskutt egenkapital. Ren kjernekapital er derfor egenkapitalen minus de regulatoriske fradragene. De regulatoriske fradragene reduserer kapitalen. Eksempler på regulatoriske fradragposter er immaterielle eiendeler som inkluderer goodwill og utsatt skattefordel. Kjernekapitalen er den rene kjernekapitalen pluss fondsobligasjoner (Norges Bank).

I 2013 hadde SR-Bank en ren kjernekapitaldekning på 11,11%. For å beregne egenkapitalveksten, med utgangspunkt i den rene kjernekapitalen, må vi finne det risikovektede beregningsgrunnlaget som benyttes for å regne ut den rene kjernekapitalen.

Det risikovektede beregningsgrunnlaget, også kalt risikovektet volum, beskriver at kapitalen til en bank har ulik risiko. For eksempel anses boliglån med pant i den aktuelle bolig som lån med lavere risiko enn diverse lån uten pant eller annen tilleggsikkerhet. Ved å risikovekte eiendelene estimeres bankens virkelige risikoeksponering for tap. Det risikovektede beregningsgrunnlaget brukes til å fastslå bankens minimum kapitalbehov for å opprettholde driften i turbulente tider. Dersom banken har mindre kjernekapital enn det risikovektede beregningsgrunnlaget tilsier vil de møte restriksjoner på utbetalingen av utbytte og bonuser (Norges Bank).

Det faktiske risikovektede beregningsgrunnlaget SR-Bank benytter, eller hvordan de beregner det i detalj er ikke kjent for oss. Vi måtte derfor beregne det selv med utgangspunkt i informasjonen i årsregnskapet og ved anvendelse av generelle metoder for å beregne det risikovektede volumet. Basert på årsregnskapet kom vi fram til et risikovektet beregningsgrunnlag for 2013 som tilsvarte 71,99% av bankens totale balanse. Målt i kroner er verdien av det risikovektede beregningsgrunnlaget 113 milliarder. Dette beløpet går opp i bankens balanse for 2013.

Tabell 26 Beregning av ren kjernekapital

Post / År	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Risikovektet beregningsgrunnlag	113024	120766	128163	135725	142070	147362	152852	157781	161726	165769	169913
Ren Kjernekapitaldekning	11,11 %	11,90 %	12,50 %	13,00 %	13,00 %	13,50 %	13,50 %	13,50 %	13,50 %	13,50 %	13,50 %
Ren Kjernekapital i kroner	12557	14371	16020	17644	18469	19894	20635	21300	21833	22379	22938

Over ser vi det risikovektede beregningsgrunnlaget og den rene kjernekapitalen for 2013.

I henhold til Basel III standarden er kravet til ren kjernekapitaldekning 10% innen 1.juli 2014. Dersom SR-Bank blir karakterisert som en systemviktig bank vil kravet øke til 13% fra og med 30.juni 2016 (srbank.no). Konsernet vil derfor gradvis tilpasse seg de nye reguleringene de neste årene. Samtidig er det hensiktsmessig å estimere inn en buffer

ettersom disse reguleringene har gjennomgått, og trolig fortsatt vil gjennomgå, en rekke endringer. Fra kvartalsrapporten for Q1 2014 kommer det fram at konsernets målsetning er å ha en ren kjernekapitaldekning på minimum 13 prosent innen 30.6.2016.

Veksten i det risikovekdede beregningsgrunnlaget er beregnet fra et vektet gjennomsnitt av vekstfaktorene for brutto utlån til person- og bedriftskunder. Det begrunnes med at utlån er bankens primære inntektskilde. For å opprettholde vekst i utlån må bankens kjernekapital vokse. Å estimere kontantstrømmen til en bank er som tidligere nevnt vanskelig. Et av de største problemene vedrører investeringer og klassifisering av arbeidskapital og gjeld. Damodaran (2009) definerer reinvesteringer som nødvendige for fremtidig vekst. De største investeringene for en bank vil være i immaterielle eiendeler, som for eksempel humankapital. Denne typen investeringer klassifiseres normalt som driftskostnader i regnskapet. Kontantstrømoppstillingen i årsrapporten til en bank viser derfor svært få investeringer, og banker har generelt lave avskrivningskostnader. Når det gjelder arbeidskapitalen som kan defineres som forskjellen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld, vil en stor andel av balansen kunne bli klassifisert innen disse kategoriene. Endringer i arbeidskapitalen kan derfor være store og hyppige, samtidig som de ikke nødvendigvis har noe med reinvesteringer for framtidig vekst å gjøre. Kjernen i problemet blir derfor at vi ikke kan estimere kontantstrømmene uten å estimere den nødvendige reinvesteringen, og at estimering av framtidig vekst blir komplisert når man ikke kan estimere veksten i reinvesteringer (Damodaran, 2009).

Vår løsning som er å benytte et vektet snitt av vekstfaktorene i utlånsporteføljene er en forenkling. Etter nøye overveielser av ulike metoder vurderer vi imidlertid dette som det beste estimatet på vekstfaktoren i denne posten.

Denne metoden gjør oss i stand til å estimere det nødvendige reinvesteringsbehovet for å møte vekst, og beregne den frie kontantstrømmen. Damodaran (2009) definerer finansforetakets frie kontantstrøm til egenkapital på følgende måte:

$$FCFE_{\text{Financial Service Firm}} = \text{Net Income} - \text{Reinvestment in Regulatory Capital} \quad (25)$$

Tabell 27 Beregning av fremtidig egenkapital og kontantstrøm

Post / År	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Risikovektet beregningsgrunnlag	113024	120766	128163	135725	142070	147362	152852	157781	161726	165769	169913
Ren Kjernekapitaldekning	11,11 %	11,90 %	12,50 %	13,00 %	13,00 %	13,50 %	13,50 %	13,50 %	13,50 %	13,50 %	13,50 %
Ren Kjernekapital i kroner	12557	14371	16020	17644	18469	19894	20635	21300	21833	22379	22938
Fondsobligasjon	0	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
50 % Kapitaldekningsreseve	587	603,44	616,11	629,66	646,03	662,18	678,74	695,71	713,10	730,93	749,20
50 % fradrag i forventet tap IRB fratrukket tapsavsetning	356	365,97	373,65	381,87	391,80	401,60	411,64	421,93	432,48	443,29	454,37
50% fradrag ansvarlig kapital i andre finansinstitusjoner	104	50,00	40,00	30,00	25,00	25,00	25,00	25,00	25,00	25,00	25,00
Frdrag for avsatt utbytte	409	473,31	507,00	560,92	635,84	687,82	727,29	855,77	781,59	722,27	701,12
Fond for urealiserte gevinster tilgjengelig for salg	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Utsatt skatt, goodwill og andre immaterielle eiendeler	43	44,20	45,13	46,13	47,32	48,51	49,72	50,96	52,24	53,54	54,88
Sum balanseført egenkapital	14056	15908	17602	19293	20215	21719	22527	23350	23837	24354	24923

Endring i egenkapital for å møte vekst	1419	1852	1694	1691	922	1504	808	822	488	516	569
--	------	------	------	------	-----	------	-----	-----	-----	-----	-----

Fri kontantstrøm til egenkapitalen / år	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Årsresultat	1677	1934	2018	2094	2131	2093	2017	1914	1767	1652	1614
Endring i egenkapital for å møte vekst	1419	1852	1694	1691	922	1504	808	822	488	516	569
Fri kontantstrøm til egenkapitalen	-	82	324	404	1209	589	1208	1091	1280	1136	1045

Tabellen over viser beregningen av den frie kontantstrømmen til egenkapitalen. Måten vi har beregnet oss fram til den balanseførte egenkapitalen er ved en *bottom-up* metode, herunder begynner vi med det estimerte risikovektede beregningsgrunnlaget for den rene kjernekapitalen. Da kan vi beregne den rene kjernekapitalen i kroner. For deretter å regne oss ned til den balanseførte egenkapitalen. På den måten kan vi estimere hvor stor den balanseførte egenkapitalen må være de respektive årene for at SR-Bank skal opprettholde de gitte kapitalkravene. Den nødvendige veksten i egenkapitalen fra år til år kan derfor beregnes. Vi har analysert de ulike komponentene som må adderes for å beregne egenkapitalen, og kommet fram til at en vekst lik inflasjonen er hensiktsmessig for disse postene. Dette er basert på størrelse, historisk vekst og volatilitet i postene.

Vi ser at den frie kontantstrømmen til egenkapitalen er svært lav i 2014, 2015 og 2016. Det skyldes at SR-Bank må reinvestere en høyere andel av overskuddet fram til 2016 for å nå kravet på 13% ren kjernekapital. Deretter stabiliseres den rene kjernekapitaldekningen på 13,5% i 2018, og den frie kontantstrømmen til egenkapitalen øker. Neste steg i verdsettelsen er å beregne nåverdien av kontantstrømmene og nåverdien av terminalverdien i slutten av prognoseperioden.

9.3 Fundamental verdsettelse ved bruk av egenkapitalmetoden

Tabell 28 Beregning av nåverdi

År	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Kontantstrømmer		81,66	323,89	403,92	1208,89	589,11	1208,27	1091,11	1279,93	1135,72	1044,85
Terminalverdi											23100,86
Totale kontantstrømmer		81,66	323,89	403,92	1208,89	589,11	1208,27	1091,11	1279,93	1135,72	24145,71
Nåverdi		76,51	284,30	332,18	931,43	425,26	814,11	686,20	751,33	622,28	12348,59
Sum Nåverdi	17272,19										

Tabell 29 Verdiestimat SR-Bank

Terminalverdi	23100,86
Sum Nåverdi	17272,19
Antall aksjer	255,75
Pris per aksje	67,54

Tabellene over viser kontantstrømmene vi har estimert, terminalverdien og den neddiskonterte nåverdien.

Verdsettelsen av SpareBank 1SR-Bank, ved bruk av fri kontantstrøm til egenkapitalen, gir et verdiestimat på **17,27** milliarder kroner. Det tilsvarer en pris per aksje på **67,54** kroner.

Aksjekursen per 31.12.2013 er 59,06 kroner per aksje. Vårt verdiestimat vil derfor tilsi at aksjen ble solgt med en rabatt på 12,5% i forhold til vårt verdsettelsesestimat. Etter vår vurdering er derfor aksjen til SpareBank 1 SR-Bank underpriset i markedet.

9.4 Fundamental verdsettelse ved bruk av Dividendemodellen

Som vi diskuterte i kapittel 4, vil noen banker betale ut for lav eller for høy utbytteandel i forhold til hva de har mulighet til. Vi har derfor forutsatt at SR-Banks budsjetterte utbetalte utbytte er bærekraftig og fornuftig. I tradisjonelle selskaper vil budsjettert utbytte bli brukt til å beregne verdiesimatet til selskapet. Når vi verdsetter en bank må vi også ta hensyn til kapitalkravene. For å møte kravene til ren kjernekapital må vi redusere utbytte med endring i egenkapitalen for å møte vekst. Det gir oss netto utbytte som brukes til å beregne verdien til banken. Nedenfor presenteres verdsettelsen av SR-Bank ved bruk av dividendemodellen:

Tabell 30 Dividendemodellen

Post/År	2013	E2014	E2015	E2016	E2017	E2018	E2019	E2020	E2021	E2022	E2023	Forutsetninger og resultat DDM	
Normalisert årsresultat	1677	1934	2018	2094	2131	2093	2017	1914	1767	1652	1614	IB Total balanse	156985
Retantion ratio	85 %	96 %	84 %	81 %	43 %	72 %	40 %	43 %	28 %	31 %	35 %	Risikovektet balanse	71.997 %
Risikovektet beregningsgrunnlag	113024	120766	128163	135725	142070	147362	152852	157781	161726	165769	169913	Risikovektet beregningsgrunnlag	113024
Ren Kjernepitalkrav krav	11.1 %	11.9 %	12.5 %	13.0 %	13.0 %	13.5 %	13.5 %	13.5 %	13.5 %	13.5 %	13.5 %	Vekstrate (G)	2.50 %
Ren Kjernepitalkrav krav i kroner	12557	14371	16020	17644	18469	19894	20635	21300	21833	22379	22938	Terminalverdi	23101
Sum balansert egenkapital UB	14056	15908	17602	19293	20215	21719	22527	23350	23837	24354	24923	Nåverdi av terminal verdi	11814
Δ egenkapital for å møte vekst	1419	1852	1694	1691	922	1504	808	822	488	516	569	Nåverdi av samlet dividende	5458
Netto utbytte	-	82	324	404	1209	589	1208	1091	1280	1136	1045	Nåverdi	17272
Periode	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Nåverdi i millioner kroner	17271962782
Avkastningskrav		6.74 %	6.74 %	6.74 %	6.74 %	6.74 %	7.136 %	7.136 %	7.136 %	7.136 %	7.136 %	Antall aksjer	255751082
Nåverdi av netto utbytte		77	284	332	931	425	814	686	751	622	534	Estimert aksjepris	67.53
												Aksjepris pr 31.12.2013	59.06
												Rabatt på aksjepris	12.55 %

Verdsettelsen av SpareBank 1SR-Bank, ved bruk av dividendemodellen, gir et verdiesimat på **17,272** milliarder kroner. Det tilsvarer en pris per aksje på **67,53** kroner.

Dette verdiesimatet samstemmer med verdiesimatet ved bruk av fri kontantstrøm til egenkapitalen.

10.0 Komparativ verdsettelse

Multipelanalyse kan brukes på to forskjellige måter. Den kan benyttes for å beregne verdien av et selskap direkte, eller benyttes for å vurdere rimeligheten av verdsettelsesverdien i den fundamentale verdsettelsen. En slik analyse er svært lite tidkrevende, og er derfor mye brukt i praksis. Analysen gjør det også enkelt å sammenligne konkurrenter med hverandre.

10.1 Pris/Fortjeneste modellen (P/E)

Multiplikatoren Pris-Fortjeneste (Price/Earnings) viser forholdet mellom bedriftens inntjening og markedsverdi, og skal blant annet reflektere vekstpotensialet og risiko (Dahl m.fl 1997). EPS (Earnings per share) beregnes normalt fra de siste fire kvartalene, men kan også beregnes basert på prognoser for de neste fire kvartalene, eller en kombinasjon av historiske tall og prognoser. Multiplikatoren er resultatorientert og egner seg derfor for sammenligning med egenkapitalmetoden vi har benyttet i den fundamentale verdsettelsen. P/E- multiplikatoren kan egne seg best for selskap som er i en stabil vekstfase, ettersom dagens kontantstrømmer vil kunne gi en indikasjon på de fremtidige kontantstrømmene.

Tabell 31 P/E- multiplikatorer ulike sparebanker

	P/E
Sparebanken 1 SR-Bank	7,78
Sparebanken Vest	7,9
Sparebanken Øst	5,91
Sparebanken Sør	8,15
Sparebanken Møre	8,57
Sparebanken 1 SMN	7,56
Sparebanken 1 Ringerike	8,07
Sparebanken 1 Nøtterøy	6,49
Sparebanken 1 Østfold	1,76
Sparebanken 1 Nord Norge	7,58
Sparebank 1 BV	6,03
Toten Sparebank	6,74
Helgeland Sparebank	6,47
Sandnes Sparebank	7,21
Gjennomsnitt	6,87

$$P/E_{\text{SR-Bank 2014}} = 7,78$$

En P/E- multipl på 7,78 tyder på at markedet er villig til å betale 7,78 kroner for hver krone SR-Bank har i inntjening, per i dag. Vi har beregnet gjennomsnittet for 14

sparebanker, og 3 komparative sparebanker, for å sammenligne SR-Bank med bransjen. Den gjennomsnittlige estimerte P/E for ble beregnet til 6,87. SR-Bank har derfor en høyere P/E multiplenum enn bransjegjennomsnittet, og gjennomsnittet av de komparative selskapene, vi har beregnet. Det kan indikere at markedet ser mer positivt på vekstutsiktene til SR-Bank enn for gjennomsnittet av bransjen. P/E- modellen tar ikke hensyn til differanser i risiko og kapitalbehov. De komparative selskapene vi har valgt vil ikke ha identisk risiko, størrelse eller kapitalstruktur. Likevel har selskapene relativt lik kapital- og kjernekapitaldekningsgrad, som vist i regnskapsanalysen. Markedsverdien av SR-Bank bergens ved å multiplisere aksjekursen til selskapet med antallet utestående aksjer. Tabellen under viser P/E- multiplikatoren til sparebankene vi sammenligner SR-Bank med. Tallene er hovedsakelig hentet fra Oslo børs og Bloomberg. Vi ser at P/E- multiplikatoren er relativt like.

Tabell 32 Verdiestimat ved bruk av P/E multiplikatoren

P/E	
Sparebanken 1 SMN	7,56
Sparebanken Vest	7,9
Sparebanken 1 Nord Norge	7,58
Gjennomsnitt	7,68

P/E Verdi	142848
Aksjekurs	55,85

Vi har beregnet den gjennomsnittlige P/E multiplikatoren til å bli 7,68. Dette gjennomsnittet er multiplikatorverdien vi benytter for å beregne den estimerte markedsverdien til SR-Bank, gjennom den komparative verdsettelsen. Den estimerte aksjekursen for SR-Bank beregner vi ved å multiplisere den gjennomsnittlige P/E- multiplikatoren med årsresultatet til SR-Bank, dividert med antall utestående aksjer.

Beregningen av selskapsverdien ved bruk av P/E- modellen gir en verdi på 14,28 milliarder kroner, og en aksjekurs på 55,85 kroner per aksje. Beregningen av P/E- multiplikatoren består kun av tre komparative sparebanker, og SR-Bank er den klart største av disse bankene. Den gjennomsnittlige P/E- multiplikatoren ble beregnet til en lavere verdi enn P/E multiplikatoren vi beregnet for SR-Bank. Verdien vi kom fram til gjennom den komparative verdsettelsen kan derfor ha blitt undervurdert.

Et annet problem som kompliserer bruken av P/E multiplikatoren for banker er at bankene resultatfører avsetninger for forventede tap på utlån. Ikke faktisk tap på utlån, dette blir

gjort for å glatte ut variasjonen i tapene på utlån over tid. Problemet er at konservative banker kan sette av et større beløp enn aggressive banker. På den måten vil konservative banker oppnå en høyere P/E multiplikator, ettersom de vil rapportere lavere resultater, mens mindre konservative banker vil rapportere høyere inntjening som gir en lavere P/E ratio.

10.2 Pris/Bok modellen (P/B)

Nøkkeltallet P/B knytter verdien av egenkapitalens bokførte verdi, opp mot markedsverdien av selskapet. Pris-Bok beregnes ved å dividere markedsverdien av selskapet på den bokførte egenkapitalen.

Verdi selskap = P/B * Bokført egenkapital

P/B multiplikatoren brukes hovedsakelig av investorer for å identifisere underprisede aksjer i markedet. Dersom et selskaps har en P/B- multiplikator under 1, betyr det som regel at selskapet gir en svært lav eller negativ avkastning, eller at markedet vurderer selskapets eiendeler som overvurdert. Det tredje alternativet er at selskapet kan være underpriset (Koller, Goedhart og Wessels, 2010).

P/B_{SR-Bank} = 1,13

En P/B- multiplikator på 1,13 tyder på at markedet er villig til å betale 13% høyere for selskapets aksjer, enn den bokførte egenkapitalen tilsier.

Tabell 33 Verdiestimat ved bruk av P/B multiplikatoren

P/B	
Sparebanken 1 SMN	0,624
Sparebanken Vest	0,189
Sparebanken 1 Nord Norge	0,434
Gjennomsnitt	0,416

P/B	
Sparebanken 1 SMN	0,624
Sparebanken 1 Nord Norge	0,434
Gjennomsnitt	0,529

P/B Verdi SR-Bank	7435,10
Aksjekurs	29,07

I den første tabellen regnet vi ut P/B multiplikatoren for de komparative selskapene. Vi vurderer P/B multiplikatoren til Sparebanken Vest til å være uforholdsmessig lav i forhold

til P/B multiplikatoren til SR-Bank, og de andre selskapene. Derfor valgte vi å ekskludere den fra gjennomsnittsberegningen. Samtlige av sparebankene har en betydelig lavere P/B multiplikator enn SR-Bank, noe som reduserer gyldigheten av denne komparative verdsettelsen. Ytterligere svakheter ved denne multiplikatoren, er at ikke alle verdiene i selskapet er representert i balansen. Blant annet selskapets immaterielle eiendeler, eller usynlige ressurser, som intellektuell- og humankapital, er ofte ikke representert. For en sparebank, som SR-Bank, er derfor ikke dette nøkkeltallet spesielt hensiktsmessig å vurdere i dybden.

Beregningen av selskapsverdien ved bruk av P/B gir en verdi på 7,43 milliarder kroner, og en aksjekurs på 29,07 kroner per aksje. Dette er langt under den gjeldene markedsverdien på Oslo Børs, og verdien vi estimerer i den komparative verdsettelsen.

10.3 Sammenligning av de ulike verdsettelsesmetodene

Tabell 34 Sammenligning av de ulike verdsettelsesmetodene

	Selskapsverdi	Aksjekurs
FCFE	17,27	67,54
Dividendemodellen	17,27	67,54
P/E	14,47	55,85
P/B	7,43	29,07
Markedsverdi (31.12.2013)	15,1	59,06

Begge multippelmodellene gir en betydelig lavere estimert verdi enn den estimerte verdien vi fikk gjennom den fundamentale verdsettelsen. Aksjekursen beregnet ved både P/E- og P/B multiplikatoren ga en lavere aksjekurs enn børskursen. P/B verdien var spesielt lav. Vi anser resultatene fra multiplikatormodellen til å være veldig usikre. Samtidig er P/B multiplikatoren lite egnet for et selskap som SR-Bank, som har betydelige verdier som ikke er representert i balansen, karakterisert som usynlige ressurser.

11.0 Sensitivitetsanalyse

Verdsettelse er ikke en eksakt vitenskap. På tross av at man benytter seg av velrennomerte verdsettelsesmodeller og verdsettelsesteori, vil mye av verdsettelsen basere seg på analytikerens profesjonelle skjønn. Det vil derfor være knyttet betydelig usikkerhet til flere av variablene, som har blitt skjønnsmessig estimert. Hovedsakelig vekstratene i prognosene, og variablene som utgjør avkastningskravet, inneholder en høy grad av usikkerhet. Små estimatendringer i disse variablene kan gjøre store utslag i verdsettelsesverdien. Det vil derfor være hensiktsmessig å foreta en sensitivitetsanalyse, for å analysere hvilken effekt endringer i nøkkelvariabler kan ha på verdsettelsen. Vi vil også foreta en Monte Carlo simulering.

Vår verdsettelse av SR-Bank resulterte i en markedsverdi på 17.272 milliarder kroner, som tilsvarer en pris på 67,3 kroner per aksje. Denne verdien er høyere enn den nåværende markedsverdien på Oslo børs (28. mai 2014). Det er flere faktorer som kan påvirke denne verdien. Avkastningskravet vi har beregnet kan virke noe lavt, som kan skyldes et historisk lavt rentenivå. Samtidig kan våre estimerte vekstrater være uforholdsmessig høye eller lave. Vi vil på bakgrunn av dette analysere avkastningskravet, tap på utlån og rentemarginen. For å se på sensitiviteten i de ulike variablene har vi valgt å bruke prosentmessige endringer i intervallet [-25% ; + 25%]. Ved å benytte faste prosentvise endringer, vil vi få mer konsistente og sammenlignbare tall, enn dersom vi bruker tilfeldige tallendringer. Ved tap på utlån har vi derimot økt den prosentvise endringen i intervallet [-25%; +70%]. Årsaken er at dagens nivå av tap på utlån er veldig lavt, og vi ønsker å teste hvordan verdien endres ved større økning i fremtidige tap.

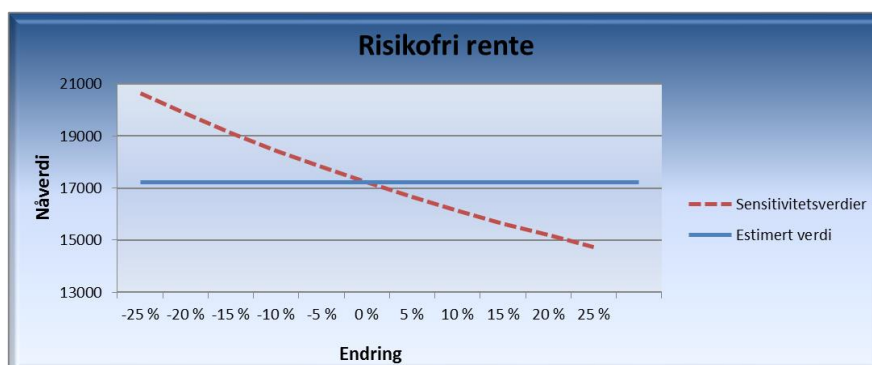
Svakheten ved sensitivitetsanalysen er at vi kun ser på endringer i hver enkelt variabel isolert sett, og holder de øvrige variablene konstante. Det er naturlig å anta at en rekke av variablene påvirker hverandre, og endringer i en variabel vil medføre endringer i andre. Fordelen med sensitivitetsanalysen er at vi får se hvor følsom verdsettelsen er for endringer i den enkelte variabel.

11.1 Risikofri rente

Som estimat på den risikofrie renten har vi valgt å benytte siste års gjennomsnittlige rentesats for 10-årige statsobligasjoner. Dagens rentenivå er historisk lavt, og renten er i konstant endring. Estimeringen av den risikofrie renten kan gjøres med ulike utgangspunkt, det er derfor knyttet usikkerhet til størrelsen på denne variabelen. Vi vil derfor analysere

hvordan vårt verdiestimat endrer seg, når den risikofrie renten endrer seg i intervallet [-25% og 25%].

Figur 26 Sensitivitetsanalyse av risikofrirente



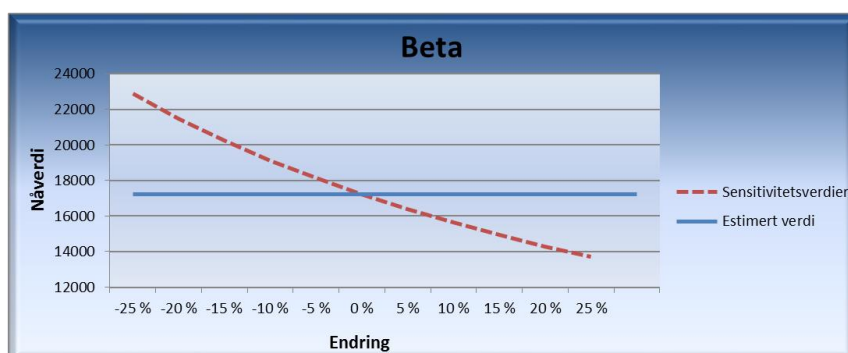
Endring	-25 %	-20 %	-15 %	-10 %	-5 %	0 %	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %
Stigningstall	19.84 %	15.29 %	11.06 %	7.12 %	3.44 %	0.00 %	-3.23 %	-6.26 %	-9.11 %	-11.80 %	-14.34 %

Fra diagrammet ser vi at en negativ utvikling i den risikofrie renten vil øke verdien av banken. En positiv økning i renten vil medføre en lavere verdi av banken, ettersom et høyere rentenivå vil gi høyere alternativkostnad for investeringen, og investorens avkastningskrav øker. Verdien av selskapet er mer sensitiv for negative svingninger, enn for positive svingninger i den risikofrie renten.

11.2 Beta

Ved å beregne samvariasjonen mellom den månedlige avkastningen til SR-Bank og Oslo Børs hovedindeks, for en 5 års periode, beregnet vi en beta lik 0,8011. Likevel er det stor usikkerhet i dette estimatet, ettersom betaestimatet vil endre seg i forhold til antall observasjoner vi benytter i beregningen, hvilken tidsserie vi velger og valg av indeks.

Figur 27 Sensitivitetsanalyse av beta



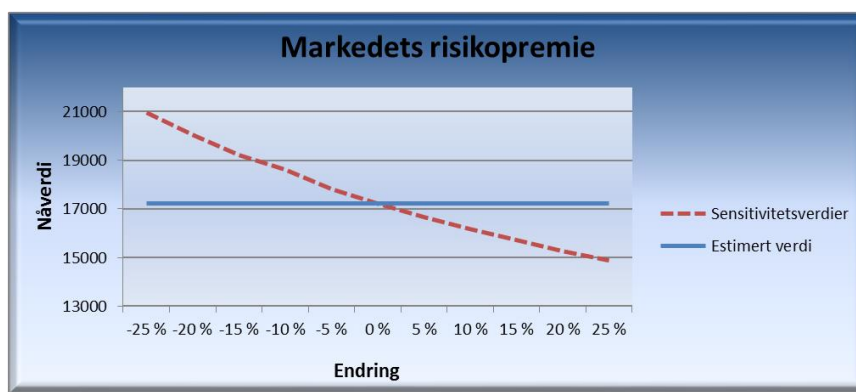
Endring	-25 %	-20 %	-15 %	-10 %	-5 %	0	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %
Stigningstall	33.06 %	24.89 %	17.64 %	11.14 %	5.30 %	0.00 %	-4.82 %	-9.20 %	-13.23 %	-16.93 %	-20.36 %

Vi ser fra grafen at verdien av banken er svært sensitiv når det kommer til betaverdien. Stigningstallet i sensitivitetsverdiene er generelt brattere for beta, sammenlignet med risikofri rente. Verdien av banken er mer følsom ovenfor en negativ utvikling i betaverdien, sammenlignet med en positiv utvikling. For eksempel vil verdien av banken gå fra å være 17.272 milliarder kroner, til å bli 13.712 (22.910) milliarder kroner ved en 25% positiv (negativ) endring i beta.

11.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er påvirket av flere faktorer, som er i stadig endring. Det gjør at vi ønsker å teste hvor sensitiv banken er ovenfor svingninger i denne variabelen.

Figur 28 Sensitivitetsanalyse av markedets risikopremie



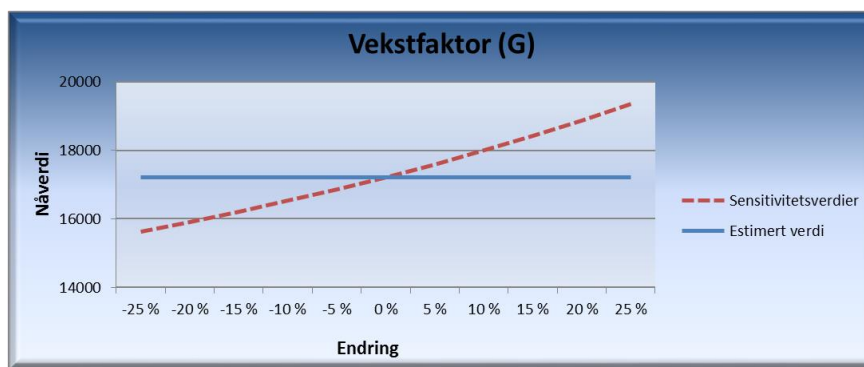
Endring	-25 %	-20 %	-15 %	-10 %	-5 %	0 %	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %
Stigningstall	21.71 %	16.37 %	11.61 %	8.16 %	3.49 %	0.00 %	-3.18 %	-6.10 %	-8.78 %	-11.25 %	-13.54 %

Størrelsen på markedets risikopremie påvirker bankens verdiestimat i større grad ved en negativ endring, enn en positiv endring i størrelsen. En negativ endring i markedets risikopremie på 25%, gir et verdiestimat på 20.954 milliarder kroner, mens en positiv endring på 25% gir en verdsettelsesverdi på 14.886 milliarder kroner.

11.4 Vekstfaktor (g)

Vi bruker en vekstfaktor i steady state tilnærmet likt inflasjonsmålet til Norges-Bank, lik 2,5%, med bakgrunn i diskusjonen i prognosene. Estimert på den langsiktige resultatveksten i den norske økonomien er svært usikkert, og burde derfor analyseres nærmere.

Figur 29 Sensitivitetsanalyse av vekstfaktoren



Endring	-25 %	-20 %	-15 %	-10 %	-5 %	0 %	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %
Stigningstall	-9.21 %	-7.57 %	-5.83 %	-3.99 %	-2.05 %	0.00 %	2.18 %	4.50 %	6.96 %	9.59 %	12.41 %

Vekstfaktoren g , er den variabelen som har minst effekt på bankens verdiestimat. Ved positiv og negativ endring på 25%, vil den totale estimeringsverdien kun endre seg med henholdsvis -9,21% og 12,4%. Årsaken til den lave sensitiviteten er at vekstfaktoren kun blir brukt i terminalverdien, og dermed blir verdiendringen kraftig neddiskontert.

11.5 Egenkapitalkravet og vekst

Ovenfor analyserte vi sensitiviteten til verdiestimatet gjennom isolerte endringer i hver variabel i avkastningskravet. Ettersom de ulike variablene kan være avhengig av hverandre, vil vi foreta en sensitivitetsanalyse bestående av avkastningskravet i forhold til veksten (g), og hvilken effekt endringer i disse to variablene har på verdiestimatet.

Forutsetningene som ligger til grunn for den opprinnelige verdivurderingen, gjenspeiles i 0% endring i avkastningskrav/vekst.

Tabell 35 Sensitivitetsanalyse av egenkapitalkravet og vekstfaktoren

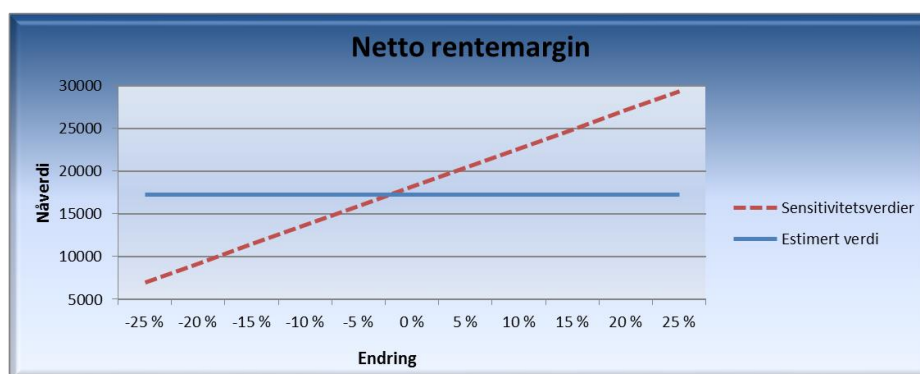
DCF		Vekst (G)											
		17272	-25 %	-20 %	-15 %	-10 %	-5 %	0 %	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %
Avkastningskrav	-25 %	21171	21832	22551	23333	24188	25127	26163	27311	28590	30025	31647	
	-20 %	19643	20184	20766	21395	22075	22814	23620	24503	25473	26544	27733	
	-15 %	18380	18830	19311	19827	20382	20979	21625	22325	23086	23917	24827	
	-10 %	17316	17697	18102	18533	18994	19487	20016	20585	21199	21862	22582	
	-5 %	15842	16137	16449	16778	17127	17496	17889	18307	18752	19228	19738	
	0 %	15621	15904	16203	16518	16852	17272	17579	17977	18400	18852	19336	
	5 %	14935	15183	15443	15718	16006	16311	16632	16973	17333	17715	18122	
	10 %	14329	14548	14778	15019	15271	15537	15816	16111	16421	16749	17096	
	15 %	13791	13986	14190	14403	14626	14860	15105	15362	15632	15917	16217	
	20 %	13309	13484	13667	13857	14055	14262	14479	14706	14943	15193	15455	
	25 %	12875	13033	13197	13368	13545	13730	13923	14125	14336	14556	14787	
		Min	12875										
		Max	31647										
	Gjennomsnitt	18147											
	Median	17096											

Dersom avkastningskravet og vekstraten endrer seg med henholdsvis -25% og 25%, vil verdien til SR-Bank bli 31.647 milliarder kroner. Det betyr at når både avkastningskravet og veksten endres i motsatt retning, vil det resultere i en kraftig endring i verdiestimatet. Grunnen til det er at en reduksjon i avkastningskravet vil øke verdiestimatet, samtidig som en økning i vekstraten (g) vil øke verdiestimatet av terminalverdien.

11.6 Netto rentemargin

Gjennom regnskapsanalysen ser vi at netto rentemargin er i konstant bevegelse. Den er definert som forskjellen mellom utlåns- og innlånsrenten, og er bankens viktigste verdidriver. Det gjør at vi ønsker å se på hvilken effekt endringer i netto rentemargin har på verdiestimatet.

Figur 30 Sensitivitetsanalyse av netto rentemargin



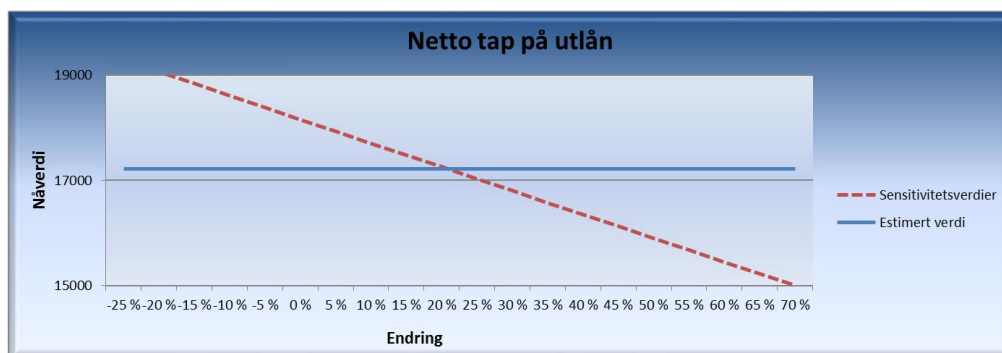
Endring	-25%	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	25%
Stigningstall	-60.91%	-48.40%	-35.90%	-23.40%	-10.89%	1.61%	14.12%	26.62%	39.12%	51.63%	64.13%

Netto rentemargin har veldig stor betydning for verdiestimatet av banken. Verdiestimatene er svært sensitive, og gir en nedgang i verdi på hele 60,91% ved en negative endring på 25% av netto rentemargin, og en oppgang på 64.13% ved en positiv endring på 25%. Verdien til banken er da henholdsvis 6.984 og 29.324 milliarder kroner. Dette er et forståelig utfall, ettersom netto rentemargin er den primære inntektskilden til banken.

11.7 Netto tap på utlån

Historisk sett har SR-Bank hatt en høy kvalitet på utlånsporteføljene, og god risikostyring. Likevel er det viktig å studere sensitiviteten i verdiestimatene dersom tapsprosenten endrer seg. I turbulente perioder kan tapsprosenten øke betraktelig. Endringene i netto tap på utlån indikerer verdiendringen på banken, ved endringer i tapsprosenten.

Figur 31 Sensitivitetsanalyse av netto tap på utlån



Endring	-25 %	-20 %	-15 %	-10 %	-5 %	0 %	5 %	10 %	15 %	20 %
Stigningstall	7.93 %	6.66 %	5.40 %	4.14 %	2.88 %	1.61 %	0.35 %	-0.91 %	-2.18 %	-3.44 %

Endring fortsetter.....	25 %	30 %	35 %	40 %	45 %	50 %	55 %	60 %	65 %	70 %
Stigningstall fortsetter.....	-4.70 %	-5.96 %	-7.23 %	-8.49 %	-9.75 %	-11.01 %	-12.27 %	-13.53 %	-14.80 %	-16.06 %

Fra tabellen over ser vi at en reduksjon (økning) i bankens tap -25% (25%) gir en økning (reduksjon) i verdien på 7,93% (-4,70%). Netto tap på utlån har derfor en vesentlig mindre påvirkning på bankens verdiestimat, enn netto rentemargin.

11.8 Monte Carlo simulering

Sensitivitetsanalysen har vist oss hvordan endringer i nøkkelvariabler vil påvirke verdsettelsen av SR-Bank. For å øke validiteten i oppgaven ønsker vi også å gjennomføre en mer omfattende simulering, ved å endre flere variabler samtidig. Dette kan gjøres ved hjelp av en Monte Carlo simulering.

Monte Carlo simulering er en problemløsningsteknikk som brukes til å estimere tilnærmede sannsynligheter for visse utfall, ved å kjøre et stort antall simuleringer. Forskjellen fra historisk simulering, er at endingene i variablene ikke velges av analytikeren, men benytter seg av tilfeldige variabler gjennom en stokastisk prosess (Magma.no). Analytikeren velger et usikkerhetsområde for de ulike variablene, deretter simuleres alle mulige kombinasjoner av variablene innen dette usikkerhetsområdet, og gir sannsynligheten for at disse utfallene kan skje. Monte Carlo simuleringen analyserer, i motsetning til sensitivitetsanalysen, endringene i flere variabler samtidig. Svakheterne ved modellen er at det kan være tidkrevende og komplisert å velge fornuftige stokastiske prosesser for ulike nøkkelvariabler (Magma.no). De stokastiske variablene kan også manipuleres, ved at analytikeren selv velger intervallet variablene skal variere innenfor. Analytikeren velger også sannsynlighetsfordelingen, for eksempel normalfordelt eller uniform sannsynlighet.

11.8.1 Input til modellen

Før vi kjører selve simuleringen må vi definere inputen til modellen. Man må først bestemme hvilke variabler som skal inkluderes. De valgte variablene blir deretter fastsatt som normalfordelte med en forventningsverdi, standardavvik og et minimums og maksimums nivå. For eksempel kan utlånsveksten til personkunder i 2014-2016 befinner seg i et minimumsnivå på 5% og et maksimumsnivå på 11%. Opprinnelig budsjettert verdi gjenspeiler forventningsverdien, mens standardavviket blir estimert av dataprogrammet.

Ved uniform sannsynlighetsfordeling vil alle variablene i intervallet være like sannsynlige.

For å gjøre simuleringen mer virkelighetsnær har vi satt inn to korrelasjonsfaktorer. Det er for eksempel naturlig å forvente at utlånsveksten i de ulike utlånsporteføljene er positiv korrelerte, ettersom både personkundernes og næringskundernes utlånsvekst er påvirket av konjunktorene i økonomien. For å kunne utstede mer utlån, må man også ha tilgang til kapital. Det gjør at vi forventer at innskudd fra kunder og verdipapirgjeld er positiv korrelert med veksten i den totale utlånsporteføljen.

Vi har fokusert på de variablene som har størst innvirkning på bankens verdierstat, og som det er knyttet størst usikkerhet rundt. Vi anser variablene i 2017-2023 som mer usikre enn variabler i 2014-2016, og velger derfor å bruke et større usikkerhetsområde på 2017-2023 variablene. Dette er imidlertid med unntak av renter på gjeld til kredittinstitusjoner og provisjonsinntekter, på grunn av den historiske trenden i disse postene, analysert i regnskapsanalysen. I tabellen nedenfor har vi beskrevet de ulike stokastiske variablenes sannsynlighetsegenskaper.

Tabell 36 Sannsynlighetsegenskapene til de ulike stokastiske variablene

Stokastiske variabler fra drift	Fordeling 2014-2016	Fordeling 2017-2023	Stokastiske variabler fra avk.krav	Fordeling 2014-2023
Utlån til personkunder	N[5% ; 11%]	N[-15% ; 15%]	Beta Risikofri rente Markededs risikopremie	N[0.6 ; 1]
Utlån til næringskunder	N[1% ; 8%]	N[-10% ; 10%]		N[2% ; 3.5%]
Annet utlån	N[-2% ; 7%]	N[-10% ; 10%]		N[4% ; 6.5%]
Rente fra kundeinnskudd	N[4% ; 15%]	N[-10% ; 15%]		
Renter på gjeld til kredittinstitusjoner	N[-20% ; 5%]	N[-3% ; 6%]		
Renter på utstedte verdipapirer	N[-2% ; 10%]	N[-5% ; 10%]		
Provisjonsinntekter	N[-5% ; 25%]	N[-10% ; 15%]		
Personalkostnader	N[5% ; 12%]	N[-2% ; 12%]		
Tap på utlån og garantier	N[0.09% ; 0.15%]	N[0.10% ; 0.45%]		

Monte Carlo simulering kjøres ved hjelp av dataprogrammet *Oracle Crystal ball*.

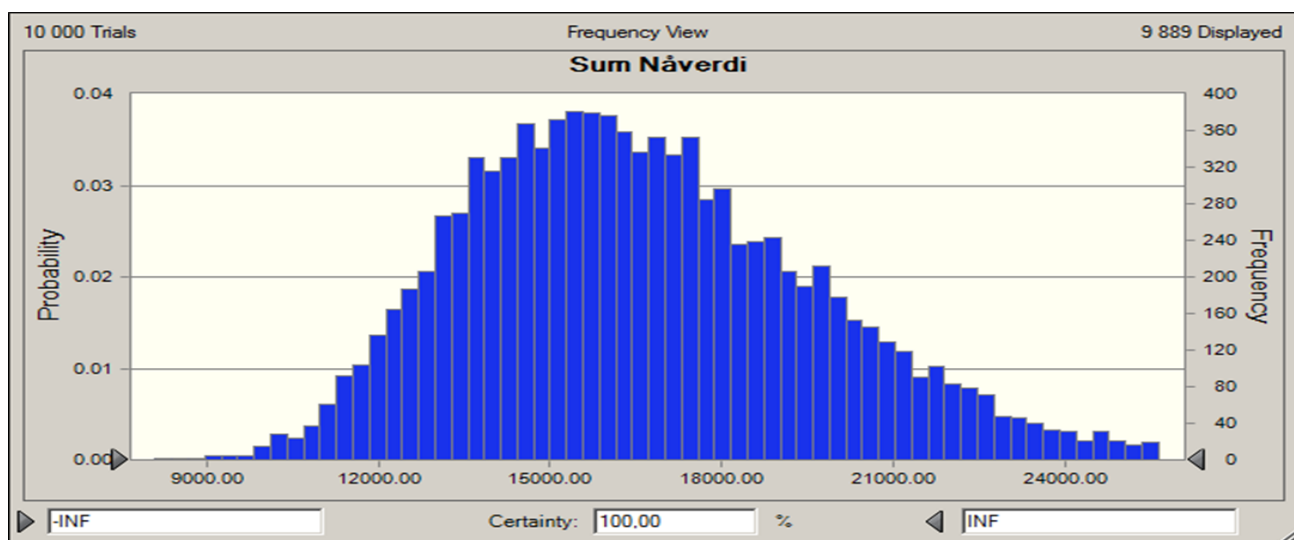
Programmet velger en tilfeldig verdi innenfor den oppgitte sannsynlighetsfordelingen, for hver variabel. Dette gir oss en ny estimert verdi av banken. For å få et hensiktsmessig

antall kombinasjoner gjennom simuleringen, har vi valgt å gjennomføre 10 000 simuleringer.

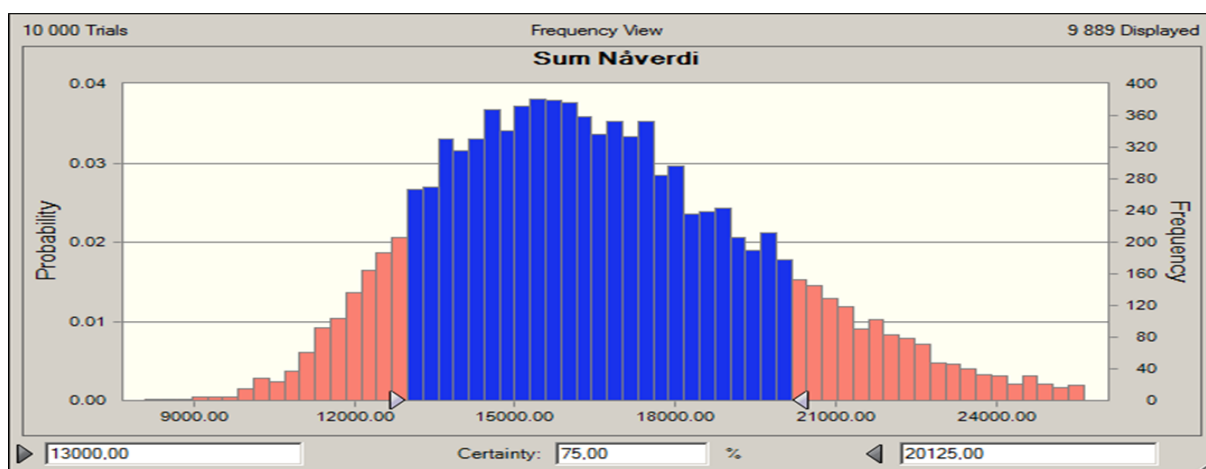
11.8.2 Resultat av Monte Carlo simulering

Etter 10 000 simuleringer fikk vi følgende verdiestimat på verdsettelsen:

Figur 32 Verdiestimat med 100% sannsynlighet



Figur 33 Verdiestimat med 75% sannsynlighet



Tabell 37 Resultat av Monte Carlo simulering

Base Case	17272,2
Mean	16706,11
Median	16326,32
Minimum	8285,79
Maximum	34510,66
Standard Deviation	3215,59
Coeff. of Variation	0,1925

Monte Carlo simuleringen resulterte i et intervall i verdiestimatet på mellom 8,28 milliarder til 34,5 milliarder. Ytterpunktene representerer ekstremverdier i simuleringene, og vi anser disse verdiene som urealistiske. Verdien av selskapet ligger med 75% sannsynlighet innenfor intervallet 13-20 milliarder, i følge simuleringen.

Gjennomsnittsverdien ble 16,7 milliarder, og medianverdien ble 16,3 milliarder.

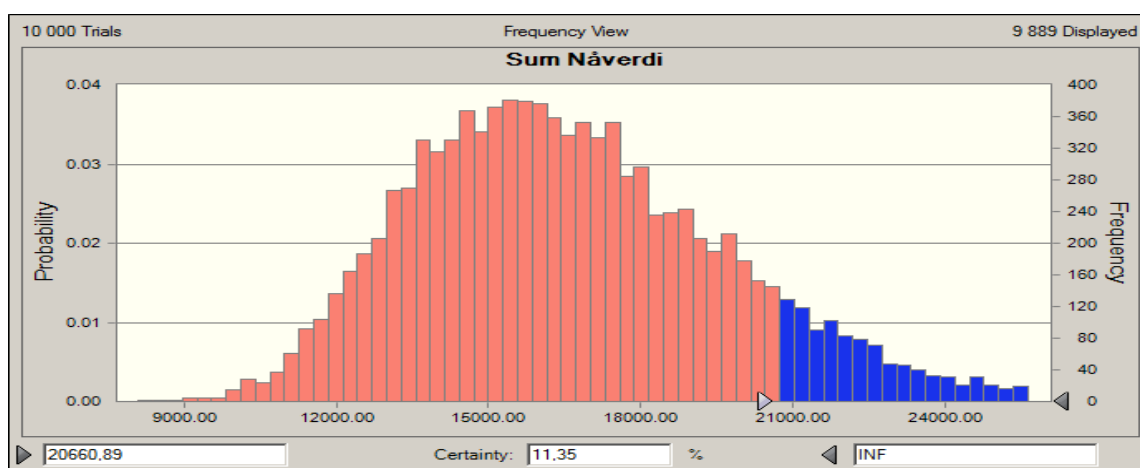
Resultatene av simuleringene er som nevnt tidligere avhengig av inputverdien vi velger selv. En svakhet i simuleringen er derfor at vi kan ha estimert et for bredt eller for smalt intervall for de ulike variablene, noe som kan ha medført for høye eller for lave verdiestimer. Samtidig er noe av hensikten med Monte Carlo simuleringen å se på hele mulighetsområdet for SR-Banks framtidige vekst. Gjennomsnittsverdien av simuleringene ligger relativt nært verdiestimatet vårt, og medianverdien ligger noe lavere.

Oppsidepotensialet

For å undersøke oppsidepotensialet til banken, multipliserer vi den forventede verdien vi har beregnet med 1,20. Slik at oppsidepotensialet beskrives som en 20% økning av den estimerte verdien (Knivsflå, 2012).

Oppsidepotensialet: $17217,41 * 1,2 = 20660,89$

Figur 34 Oppsidepotensialet ved Monte Carlo simulering



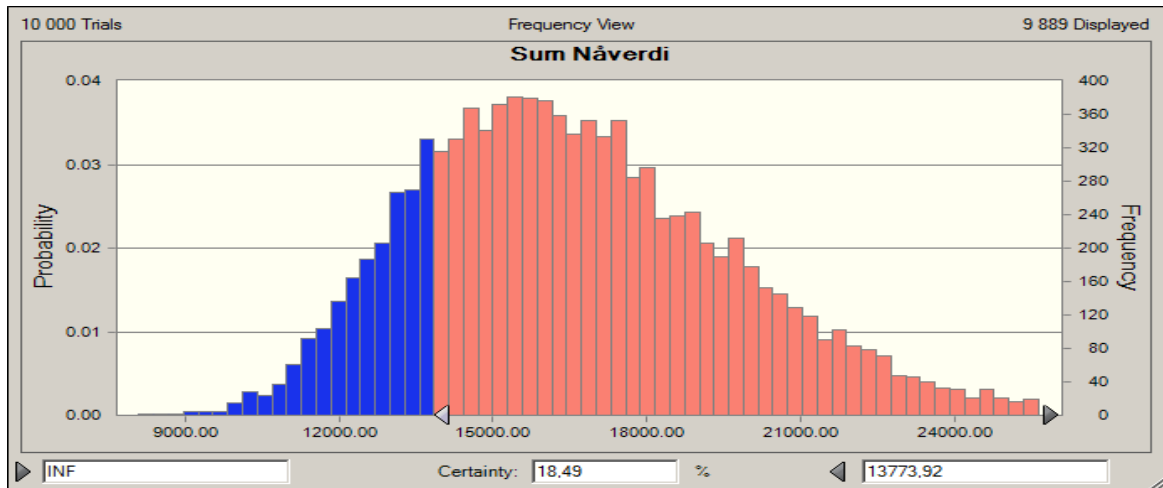
Sannsynligheten for at verdien av SR-Bank er 20% høyere enn vår estimerte verdi er 11,35%

Nedsiderisikoen

Nedsiderisikoen beregner vi som 80% av den forventede verdien (Knivsflå, 2012).

Nedsiderisikoen: $17217,41 * 0,8 = 13773,92$.

Figur 35 Nedsiderisiko ved Monte Carlo simulering



Sannsynligheten for at verdien er 20% lavere enn vår estimerte verdi er 18,49%.

11.8.3 Oppsummering av Monte Carlo simuleringen

Monte Carlo simuleringen indikerer at verdiestimatet vårt er rimelig, men noe høyt i forhold til medianen. Det er noe større nedsiderisiko forbundet med estimatet vårt enn oppsidepotensialet. De variablene som hadde størst effekt på beregningene var beta og netto rentemargin. Dette samsvarer med resultatene fra sensitivitetsanalysen.

12.0 Oppsummering og konklusjon

Målet med denne masteroppgaven er å estimere verdien på egenkapitalen til SpareBank 1 SR-Bank og beregne prisen på selskapets aksje. Gjennom den fundamentale verdsettelsen har vi estimert verdien til konsernet til å bli **17,27** milliarder kroner. Det tilsvarer en aksjepris på **67,54** kroner. Vår estimerte verdi indikerer at aksjen til SR-Bank selges for en rabatt på 12,5% per 31.12.2013. Etter vår vurdering er derfor aksjen underpriset i markedet.

Verdsettelsesestimatet er basert på prognosene som er utarbeidet i kapittel 8. Prognosene er utarbeidet med utgangspunkt i den strategiske analysen og regnskapsanalysen. Gjennom den strategiske analysen har vi analysert makro og mikroomgivelsene til SR-Bank.

PESTEL analysen indikerer at bankbransjen ikke har grunn til å forvente en økning i tap på utlån, eller redusert økonomisk aktivitet i den nærmeste fremtid. Den interne analysen identifiserte hovedsakelig to midlertidige konkurransefordeler for SR-Bank, selskapets omdømme og medlemskap i Sparebank 1 Alliansen. Porters femkraftsmodell vurderer selskapets konkurransearena. Vår analyse resulterte i at vi vurderer den interne rivaliseringen som moderat til høy. Analysen tyder på at banknæringen preges av sterk konkurranse og relativt lav markedsvekst, men også at bankene fremdeles kan oppnå god lønnsomhet i finansbransjen.

Regnskapsanalysen viste at SR-Bank er en solid bank med god likviditet og lønnsomhet. Banken har per 28.5.2014 innfridd alle de skjerpede kapitalkravene i Basel III standarden, med god margin. Samtidig vurderer vi det slik at banken ikke vil ha videre problemer med å innfri en ren kjernekapitaldekning på 13% innen 2016.

Den fundamentale verdsettelsen bygger på våre antagelser og prognoser for fremtidige kontantstrømmer. Samtidig har vi beregnet et egenkapitalavkastningskrav basert på våre estimater av den risikofrie renten, markedets risikopremie og en regresjonsanalyse for å finne selskapets betaverdi. Sensitivitetsanalysen og Monte Carlo simuleringen viste tydelig at små endringer i nøkkelvariabler, som netto rentemargin og betaverdien, kan gi store utslag på verdsettelsesestimatet. Det er derfor knyttet relativt stor usikkerhet til det endelige resultat av den fundamentale verdsettelsen. Alle estimatene er gjort etter beste evne og har blitt argumentert for med utgangspunkt i den strategiske analysen, regnskapsanalysen og relevant litteratur. Aksjeprisen på 67,32 kroner representerer vårt beste estimat på den virkelige verdien av SpareBank 1 SR-Bank per 31.12.2013.

13.0 Litteraturliste

13.1 Litteratur

Bøhren, Ø. og Gjørnum, P.I., (2009). Prosjektanalyse. 2.utg. Bergen: Fagbokforlaget AS.

Bøhren, Ø. og Michalsen, D., (2006). Finansiell økonomi. 3.utg. Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS.

Dahl, G.A., Hansen, T., Hoff, R. og Kinserdal, A., (1997). *Verdsettelse i teori og praksis*. 1.utg. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.

Damodaran, A., (2012). *Investment Valuation*. 3rd ed. New York: John Wiley & Sons, inc.

Gipsrud, G., Olsson, U.H. og Silkoset, R., (2010). *Metode og dataanalyse*. 2.utg. Høyskoleforlaget AS.

Gjesdal, F. og Johnsen, T. (1999)., *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og*

Johannessen, A., Kristoffersen, L. og Tufte, P.A., (2004). *Forskningsmetode for økonomisk- administrative fag*. 2. utg. Oslo: Abstrakt forlag.

Koller, T., Goedhart, M. og Wessels., D., (2010). *Valuation*. 5rd ed. New Jersey: John Wiley & Sons, inc.

Kristoffersen, T., (2005). *Årsregnskapet- en grunnleggende innføring*. 2.utgave, Bergen: Fagbokforlaget.

Løwendahl, B. og Wenstøp, F., (2010). *Grunnbok i strategi*. 3.utg. Oslo: Cappelen akademiske Forlag AS.

Møller, B. og Kaldestad, Y., (2011). *Verdivurdering: Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Oslo: DnR Kompetanse AS.

Porter, M.E., 1980. *Competitive Strategy*. New York: Free Press (1980).

Soffer, L. og Soffer, R., (2003). *Financial statement Analysis*. Upper Saddle river, New Jersey: Prentice Hall

13.2 Artikler

Bachmann, H. og Hanstad, T., (2013). *Lønnsomhet i norske sparebanker: en studie av forklaringer til lønnsomhetsvariasjon*. Norges Handelshøgskole, Bergen

Damodaran, A., (1999). *Estimating Risk Parameters*. Stern School of Business, New York.

Damodaran, A., (2002). *Valuing Financial Firms*. Stern School of Business, New York.

Damodaran, A., (2009). *Valuing Financial Service Firms*. Stern School of Business, New York.

Fernandez, P., Aguirreamalloa, J. and Linares, P., *Market Risk Premium and Risk Free Rate used for 51 countries in 2013: a survey with 6,237 answers*. IESE Business School, Madrid

Gjedrem, S., (2009). *Erfaringer fra finanskrisen*. Centre for monetary economics, Oslo

Olsen, Ø., (2011). *Hvordan sikre finansiell stabilitet i en turbulent tid*. Norges Bank, Oslo

13.3 Rapporter

Finansdepartementet: Finansforetakenes virksomhet, (2001).

http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/nouer/2001/nou_2001-23/7.html?id=117818%20Gjedrem,%20Svein.%202009.%20Erfaringer%20fra%20finanskrisen

Finanstilsynet: Beregningsmodell for Finanstilsynets likviditetsindikator 1 og 2, (2009)

<http://www.finanstilsynet.no/Global/Bank%20og%20Finans/Banker/Tilsyn%20og%20overv%C3%A5king/Tilsyn/Beregningsmodell%20for%20Finanstilsynets%20likviditetsindikatorer%201.desember%202009b.pdf>

Finanstilsynet: Finansielt utsyn, (2013).

http://www.finanstilsynet.no/Global/Venstremeny/Rapport/2013/Finansielt_utsyn_2013.pdf?epslanguage=no

Finanstilsynet: Modul for likviditetsrisiko, (2009).

http://www.finanstilsynet.no/Global/Bank%20og%20Finans/Banker/Tilsyn%20og%20overv%C3%A5king/Tilsyn/Likviditetsrisikomodulen_veiledning_for_evaluering_av_risikoniva.pdf

Norges Bank: Finansiell stabilitet, (2/2011).

http://www.norges-bank.no/pages/87394/FinStab_2-11.pdf

Norges Bank: Finansiell stabilitet, (2013).

http://www.norges-bank.no/pages/98610/finansiell_stabilitet_rapport_2013.pdf

Års- og kvartalsrapport DNB, 2007-2013

<https://www.dnb.no/om-oss/investor-relations/rapporter.html>

Års- og kvartalsrapport SpareBank 1 SR-Bank, 2007-2013

<https://www.sparebank1.no/sr-bank/hovedside-om-oss-ir/investor-relations/>

Års- og kvartalsrapport SpareBank 1 Midt-Norge, 2007-2013

<http://www.aarsrapport.smn.no/2013/tidligere-rapporter/>

Års- og kvartalsrapport SpareBank 1 Nord-Norge, 2009-2013

https://www.sparebank1.no/nord-norge/finansiell_informasjon/ia1268429857406?refId=1233149354289

Års- og kvartalsrapport Sparebanken Vest, 2007-2013

https://www.spv.no/om-oss/investor-relations/aars_og_delarsrapporter/

13.4 Internettkilder

Aftenposten.no

<http://www.aftenposten.no/okonomi/Handelsbanken-utvider---resten-legger-ned-7113596.html#.UzBdBk1OWUk>

[Lastet ned: 19.04.2014]

Dinpenge.no

<http://www.dinpenge.no/spare/bankene-haaver-inn-paa-dine-rentekroner/22748671>

[Lastet ned: 14.05.2014]

<http://www.dinpenge.no/spare/du-maa-taale-renteoppgang-paa-5-prosentpoeng/20287173>

[Lastet ned: 14.05.2014]

<http://www.dinpenge.no/spare/slik-blir-du-en-aksje-vinner/22788081>

[Lastet ned: 16.05.2014]

Dinside.no

<http://www.dinside.no/909796/mobilbetaling-skyter-fart-i-2013>

[Lastet ned: 16.05.2014]

Dn.no

<http://www.dn.no/nyheter/2014/03/21/Politikk/startlan-strammes-inn>

[Lastet ned: 14.05.2014]

<http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2013/10/28/staten-stjeler-lanekunder-foran-nesen-pa-dnb>

[Lastet ned: 14.05.2014]

<http://www.dn.no/privat/eiendom/2013/02/25/laquovanskeligstilteraquo-tjener-stadig-mer>

[Lastet ned: 13.05.2014]

<http://www.dn.no/privat/eiendom/2013/02/26/hadde-millionlonn-fikk-startlan>

[Lastet ned: 14.05.2014]

<http://www.dn.no/privat/investor/2014/03/31/Teknisk-analyse/rekord-p-oslo-brs>

[Lastet ned: 19.04.2014]

<http://www.dn.no/privat/privatokonomi/2011/12/01/na-kommer-de-strengere-boliglanskravene?service=print>

[Lastet ned: 05.05.2014]

www.dn.no/forsiden/borsMarked/article2620215.ece

[Lastet ned: 19.04.2014]

Espen Sirnes: Risikopremien for Oslo Børs 1915-2009 (2010)

<http://espensirnes.blogspot.no/2010/05/risikopremien-for-oslo-brs-1915-2009.html>

[Lastet ned: 03.05.2014]

Finans Norge (FNO): Hvordan fastsetter bankene sine utlånsrenter? (2012)

<http://www.fno.no/Hoved/Fakta/Bank/Bank-A-A/Hvordan-fastsetter-bankene-sine-utlansrenter/>

[Lastet ned: 09.05.2014]

Finans Norge (FNO): Nibor - Norwegian Interbank Offered Rate

<http://www.fno.no/hoved/fakta/verdipapirer-og-kapitalforvaltning/faktaark-verdipapirer-og-kapitalforvaltning-a---a/pengetmarkedetsrenter/nibor/>

[Lastet ned: 18.04.2014]

Finans Norge (FNO): Over bekken etter vann? (2011)

<http://www.fno.no/PageFiles/23862/Jellum%20%20Samfunns%c3%b8konomen%20%202011.pdf>

[Lastet ned: 27.05.2014]

Finansdepartementet: Brev til Finanstilsynet om retningslinjer for boliglån (2014)

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/pressesenter/pressemeldinger/2014/brev-til-finanstilsynet-om-retningslinje.html?id=750464>

[Lastet ned: 20.05.2014]

Finansdepartementet: Endringer i finansieringsvirksomhetsloven og verdipapirhandelloven (nye kapitalkrav mv.) (2013)

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/regpubl/prop/2012-2013/prop-96-l-20122013/3/3/4.html?id=719272>

[Lastet ned: 12.05.2014]

Finansdepartementet: Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2009 (2009-2010)

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/regpubl/stmeld/2009-2010/Meld-St-10-2009-2010/16.html?id=599238>

[Lastet ned: 19.04.2014]

Finansdepartementet: Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2011 (2011-2012)

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/regpubl/stmeld/2011-2012/meld-st-17-20112012/2/7/2.html?id=676440>

[Lastet ned: 25.04.2014]

Finansdepartementet: Kapital- og organisasjonsformer i sparebanksektoren mv (2009)

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/nouer/2009/nou-2009-02/5/1.html?id=543339>

[Lastet ned: 04.03.2014]

Finansdepartementet: Nasjonalbudsjettet 2010 (2009-2010)

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/regpubl/stmeld/2009-2010/meld-st-1-2009-2010/3/4/3.html?id=579792>

[Lastet ned: 02.05.2014]

Finansdepartementet: Ny finanslovgivning (2011)

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/nouer/2011/nou-2011-8/7/1/8.html?id=644258>

[Lastet ned: 07.03.2014]

Finanstilsynet: Basel III / CRD IV (2013)

<http://www.finanstilsynet.no/no/Verdipapromradet/Verdipapirforetak/Tema/Basel-III--CRD-IV/>

[Lastet ned: 16.04.2014]

Finanstilsynet: Gjennomføring og virkninger av retningslinjer for forsvarlig utlånspraksis for lån til boligformål (2014)

http://www.finanstilsynet.no/PageFiles/40575/Gjennomforing_og_virkninger_av_retningslinjer_for_forsvarlig_utlanspraksis_for_lan_til_boligformal.pdf

[Lastet ned: 28.04.2014]

Finanstilsynet: Nye retningslinjer for forsvarlig utlånspraksis for lån til boligformål fastsatt (2011)

http://www.finanstilsynet.no/no/Artikkelarkiv/Pressemeldinger/2011/4_kvartal/Nye-retningslinjer-for-forsvarlig-utlanspraksis-for-lan-til-boligformal-fastsatt/

[Lastet ned: 05.05.2014]

Hegnar.no

<http://www.hegnar.no/okonomi/article726136.ece>

Lastet ned: [07.05.2014]

Huseiernes landsforbund: Oppfølging av borgerlig boligpolitikk 2014-2017 (2013)

http://www.huseierne.no/PageFiles/5081/Rapport%204_2013_Borgerlig%20boligpolitikk_9oktober%202013.pdf

Lastet ned: [14.05.2014]

Magma.no

<http://www.magma.no/styring-av-markedsrisiko-i-finansielle-organisasjoner>

[Lastet ned: 18.05.2014]

Nordea: Ordliste

<http://www.nordea.com/Investor+Relations/Finansielle+rappporter/%C3%85rsberetninger/Ordliste/56172.html>

[Lastet ned: 23.04.2014]

Nordisk institutt for studier av innovasjon, forskning og utdanning (NIFU):

Rekordhøyt søkertall til høyere utdanning (2013)

<http://www.nifu.no/news/rekordhoyt-sokertall-til-hoyere-utdanning/>

[Lastet ned: 15.05.2014]

Norges Bank: Rentestatistikk

<http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/#statsobligasjoner>

[Lastet ned: 26.04.2014]

Norsk regnskapsstiftelse: Pensjonsforutsetninger pr 31.12.2013

<http://www.regnskapsstiftelsen.no/d9638582/oppdatert-veiledning-pensjonsforutsetninger-pr-31122013>

[Lastet ned: 02.02.2014]

Oslo Børs: Statistikk NIBOR (2014)

<http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Statistikk/Nibor>

Lastet ned: [07.05.2014]

PWC: Risikopremien i det norske markedet 2013 og 2014 (2013-2014)

<http://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/risikopremien-2013-2014.jhtml>

[Lastet ned: 03.05.2014]

Skatteetaten (2014)

<http://www.skatteetaten.no/no/Radgiver/Skatt-person/-Kapitalinntekt/>

[Lastet ned: 27.04.2014]

Sparebankforeningen: Antall sparebanker (2014)

<http://www.sparebankforeningen.no/id/16941>

[Lastet ned: 10.05.2014]

Statens Pensjonskasse (SPK) og Husbanken: Om Oss (2014)

<https://www.spk.no/om-oss/>

Lastet ned: [14.05.2014]

Statistisk Sentralbyrå: Befolkningsframskrivingene (2014)

<http://www.ssb.no/befolkning/artikler-og-publikasjoner/befolkningsframskrivingene>

[Lastet ned: 19.03.2014]

Statistisk Sentralbyrå: Makroøkonomiske hovedstørrelser 2003-2017 (2014)

<http://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/svak-konjunkturutvikling?tabell=167668>

[Lastet ned: 01.05.2014]

Statistisk Sentralbyrå: Økonomiske nøkkeltall (2014)

<http://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/nokkeltall/okonomiske-nokkeltall>

[Lastet ned: 06.05.2014]

Storebrand: Ord og uttrykk

http://aarsrapport.storebrand.no/Innhold/Ord_og_uttrykk/

[Lastet ned: 23.04.2014]

VISA (2013)

<http://www.visa.no/media/pdf/11046.pdf>

[Lastet ned: 02.05.2014]

13.5 Forelesninger

Kinserdal (2013): Forelesning ved Finn Kinserdal i faget BUS 425 Verdsettelse. NHH våren 2013.

Kinserdal, F., 2013. Forelesning nr. 2 - Finansregnskap og litt GRS komponenter og omgruppering. Bergen: NHH

Kinserdal, F., 2013. Forelesning nr. 3A - EK, total kapital og residual income-modeller. Bergen: NHH

Kinserdal, F., 2013. Forelesning nr. 3B - Justering til normalisert resultat pga GRS. Bergen: NHH

Kinserdal, F., 2013. Forelesning nr. 4A - Normalisering av historiske resultater. Bergen: NHH

Kinserdal, F., 2013. Forelesning nr. 5 - Regnskapsanalyse og nøkkeltall. Bergen: NHH

Kinserdal, F., 2013. Forelesning nr. 11B - Sensitivitet og peer reviews. Bergen: NHH

Kinserdal, F., 2013. Forelesning nr. 12 - Likviditetsrisiko og konkurrisisiko, gearing. Bergen: NHH

Knivsflå, K. H., 2012. Forelesning nr. 18 – Uvisse i verdiestimatet og «some topics in valuation». Bergen: NHH

14.0 Vedlegg

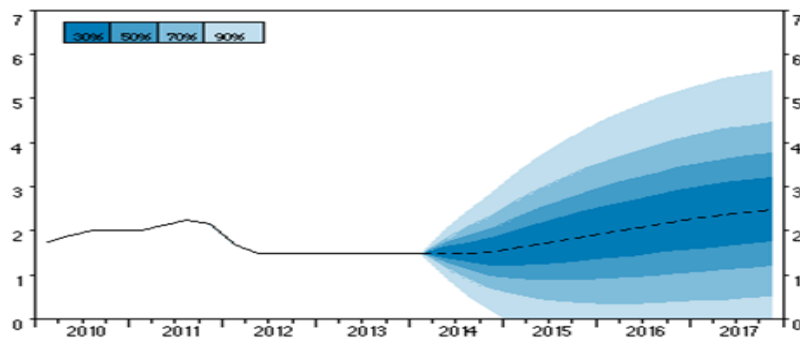
1. Tabeller

Tabell 1 Fri kontantstrøm til egenkapitalen / totalkapitalen.....	13
Tabell 2 Substansverdimodellen.....	18
Tabell 3 SR-Banks konkurransefortrinn.....	41
Tabell 4 Oppsummering av SVIMA analysen	45
Tabell 5 Sammenligning av komparative sparebanker	49
Tabell 6 Justering av netto inntekter fra finansielle instrumenter	52
Tabell 7 Valutagevinst/tap.....	53
Tabell 8 Justering av pensjon	53
Tabell 9 Pensjons forutsetninger	54
Tabell 10 Justering av engangsposter.....	55
Tabell 11 Unormale tap på utlån	56
Tabell 12 Justering av unormalt tap på utlån.....	57
Tabell 13 Normaliserte resultater	57
Tabell 14 Utviklingen i innskudd fra kunder og brutto utlån	60
Tabell 15 Intervaller for risikoklassifisering	60
Tabell 16 SR-Banks utlånsportefølje.....	65
Tabell 17 Intern kredittkvalitet	67
Tabell 18 Egenkapitalandel	68
Tabell 19 Resultat av regresjonsanalysen.....	84
Tabell 20 Utvikling i egenkapitalen	89
Tabell 21 Utvikling i brutto utlån og forvaltningskapital.....	89
Tabell 22 Makroøkonomiske nøkkeltall fra SSB	90
Tabell 23 Utvikling i lønnskostnader	95
Tabell 24 Utvikling i skattesatsen	99
Tabell 25 SR-Banks fremtidsregnskap	101
Tabell 26 Beregning av ren kjernekapital.....	103
Tabell 27 Beregning av fremtidig egenkapital og kontantstrøm	105
Tabell 28 Beregning av nåverdi.....	106
Tabell 29 Verdiestimat SR-Bank.....	106
Tabell 30 Dividendemodellen	107
Tabell 31 P/E- multiplikatorer ulike sparebanker.....	108
Tabell 32 Verdiestimat ved bruk av P/E multiplikatoren	109
Tabell 33 Verdiestimat ved bruk av P/B multiplikatoren.....	110
Tabell 34 Sammenligning av de ulike verdsettelsesmetodene	111
Tabell 35 Sensitivitetsanalyse av egenkapitalkravet og vekstfaktoren	115
Tabell 36 Sannsynlighetsegenskapene til de ulike stokastiske variablene	118
Tabell 37 Resultat av Monte Carlo simulering.....	119

2. Figurer

Figur 1 Makroøkonomiske faktorer (del 1) (SSB.no)	24
Figur 2 Makroøkonomiske faktorer (del 2) (SSB.no)	24
Figur 3 Femkraftmodellen (Regjeringen.no, kulturdepartementet).....	28
Figur 4 SWOT analyse	47
Figur 5 Omgruppering av balansen (Kinserdal, 2013)	51
Figur 6 Innskuddsdekningsgrad	59
Figur 7 Likviditetsindikator 1	61
Figur 8 Kapitaldekning	63
Figur 9 Kjernekapitaldekning	64
Figur 10 Netto tapsnivå	66
Figur 11 Egenkapitalrentabilitet	68
Figur 12 Oversikt over Rentenetto	69
Figur 13 utlåns – og innskuddsmarginen bedriftsmarkedet.....	70
Figur 14 utlåns – og innskuddsmarginen Personmarkedet	71
Figur 15 Provisjons- og andre inntekter i % av forvaltningskapitalen	72
Figur 16 Kostnad pr. inntektskrone	72
Figur 17 Illustrasjon av regresjonsanalysen	83
Figur 18 Utvikling i Rentemarginen.....	92
Figur 19 Utvikling i årlig vekst i ulike inntekter (del 1)	93
Figur 20 Utvikling i årlig vekst i ulike inntekter (del 2)	93
Figur 21 Utvikling i netto inntekter fra finansielle investeringer	94
Figur 22 Utvikling i komponentene til netto finansielle investeringer.....	94
Figur 23 Utvikling i andre driftskostnader	96
Figur 24 Utvikling i tap på utlån	98
Figur 25 Utvikling i utbytte	99
Figur 26 Sensitivitetsanalyse av risikofrirente	113
Figur 27 Sensitivitetsanalyse av beta.....	113
Figur 28 Sensitivitetsanalyse av markedets risikopremie.....	114
Figur 29 Sensitivitetsanalyse av vekstfaktoren	115
Figur 30 Sensitivitetsanalyse av netto rentemargin	116
Figur 31 Sensitivitetsanalyse av netto tap på utlån.....	117
Figur 32 Verdiestimat med 100% sannsynlighet.....	119
Figur 33 Verdiestimat med 75% sannsynlighet.....	119
Figur 34 Oppsidepotensialet ved Monte Carlo simulering.....	120
Figur 35 Nedsiderisiko ved Monte Carlo simulering	121

3. Styringsrenten



4. Likviditetens daglige utvikling over en fire års periode

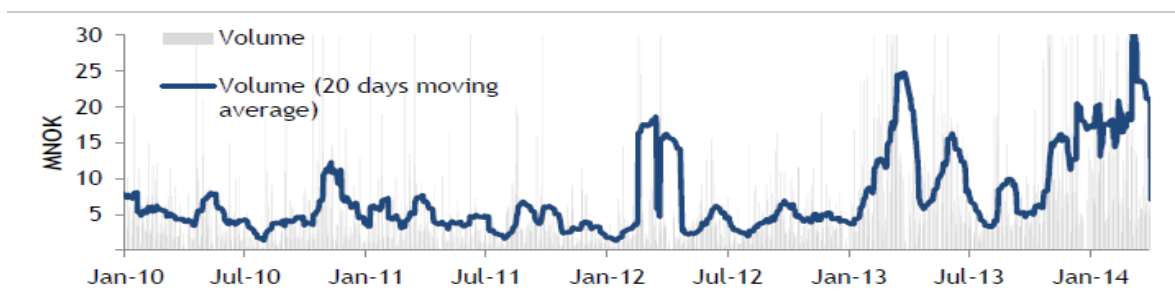
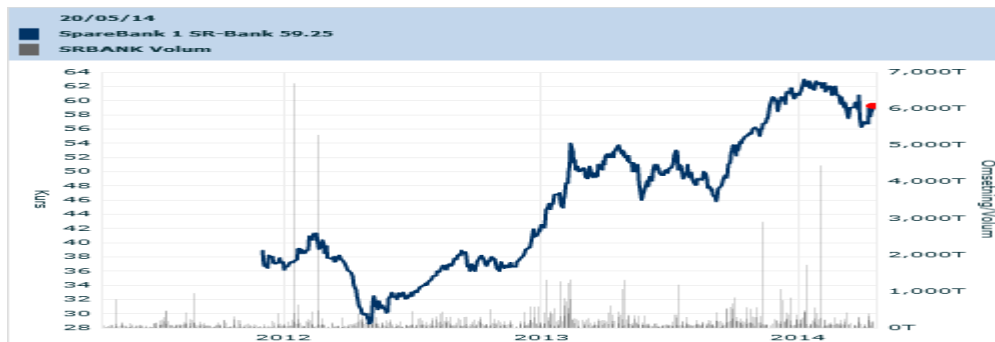


Figure 1.3.2 Development in liquidity; SRBANK 1.1.2010 – 31.03.2014

5. Omsetning/volum SR-Bank hentet fra Oslo børs.



6. 5 års kursutvikling NIBOR

