



Fundamental verdsettelse av Sparebanken Vest

Skjalg Solhaug & Sindre Dolvik Hansen

Veileder: Frode Sættem

Masterutredning, Finansiell Økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Sammendrag

Hensikten med denne masterutredningen er å estimere verdien av egenkapitalbevisene til Sparebanken Vest. Det er i oppgaven blitt benyttet en fundamental verdsettelse, slik at verdierestimaten er basert på strategiske og regnskapsbaserte analyser. Videre er det også blitt gjennomført en komparativ verdsettelse for å underbygge den fundamentale verdsettelsen.

Innledningsvis presenterte vi Sparebanken Vest og næringen de operer i, før vi vurderte hvilken verdsettelsesmetode vi skulle benytte. Vi kom da frem til tre utfordringer som kompliserer verdsettelsen av Sparebanken. Ved verdsettelsen er det vanskelig å klassifisere hvilke poster som er operasjonelle eller finansielle. Videre er næringen strengt regulert av myndigheter. Den siste utfordringen er at regnskapsreglene for finansielle selskaper er forskjellig fra tradisjonelle selskaper. På bakgrunn av de tre utfordringene falt valget på fri kontantstrøm til egenkapitalen, med en alternativ metode å estimere reinvesteringer og derav FCFE.

Videre ble det gjennomført en strategisk analyse ved å benytte PESTEL, Porters femkraftsmodell og VRIO for å få innsyn i bedriftens interne og eksterne faktorer. Den eksterne analysen indikerer at bransjen kan forvente høyere tap og redusert vekst i fremtiden. Fra Porter analysen er det mye som tyder på at konkurransen er sterk, og det er vanskelig å vinne markedsandeler. I tillegg er næringen svært lønnsom og har vært det gjennom noen historisk gode år. I regnskapsanalysene ble det gjennomført en normalisering av regnskapene til Sparebanken Vest og en nøkkeltallsanalyse som bekreftet at banken har god lønnsomhet, likviditet og oppfyller alle regulatoriske krav. Dette bidrar imidlertid ikke til et konkurransefortrinn, da samtlige komparative sparebanker også har levert gode resultater.

Vi utarbeidet så prognoser og et fremtidsbudsjett med bakgrunn i den strategiske analysen og regnskapsanalysen. Fremtidsbudsjettet ble så brukt sammen med den alternative metoden for å estimere reinvestering til å finne den frie kontantstrømmen.

For å diskontere kontantstrømmen, ble det nødvendig å estimere et avkastningskrav til egenkapitalen. Dette ble basert på diskusjon rundt valg av den risikofrie renten, markedets risikopremie, likviditetspremie og en regresjonsanalyse for å finne betaverdien. Den fundamentale verdsettelsen kom frem til at verdien på egenkapitalbevisene var 63,44 kroner.

Den komparative verdsettelsen basert på multippelen P/B 52,58 kroner og P/E 58,3 kroner, noe som tilsier at verdiestimatet kan tenkes å være litt høyt. Til slutt gjennomførte vi en sensitivitetsanalyse og Monte Carlo-simulering for å tydeliggjøre at små endringer i ulike variabler gir store utslag i verdiestimatet.

Forord

Avhandlingen er skrevet våren 2019 som en del av masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole.

På bakgrunn av interessen for banknæringen, samt at vi skal arbeide på Vestlandet ønsket vi å fordype oss i en lokal sparebank. Næringen er i en spennende brytningstid hvor teknologisk utvikling i vesentlig grad påvirker bransjen. Sparebanken Vest er i den forbindelse et spennende konsern å verdsette. I tillegg bidrar selskapet aktivt med støtte til lokalsamfunnet på Vestlandet.

I arbeidet som er utført har vi anvendt og testet kunnskapen vi har tilegnet oss i studietiden på Norges Handelshøyskole. Prosessen har vært utfordrende, men også meget givende.

Vi ønsker å takke Frode Sættem's raske tilbakemeldinger i arbeidet med masteroppgaven.

Innholdsfortegnelse

1.0 Innledning	7
1.1 Problemstilling	7
1.2 Avgrensninger	7
1.3 Struktur og oppbygging	8
2.0 Presentasjon av bransjen og Sparebanken Vest	8
2.1. Introduksjon av bransjen	9
2.1.2 Presentasjon av Sparebankenes historie	10
2.1.3 Sparebankenes struktur og organisering	12
2.1.4 Egenkapitalbevis	13
2.1.5 Bankspesifikke reguleringer	14
2.2 Sparebanken Vest	17
2.2.1 Bankens historie	17
2.2.2 Organisering	17
2.2.3 Visjon, formål og strategi	18
2.2.4 Konsernstruktur:	18
2.2.5 Økonomiske forhold	20
3.0 Verdivurderingsteknikker	21
3.1 Verdsettelse av en finansinstitusjon	21
3.2 Hovedteknikker for verdsettelse	22
3.2.1 Komparativ verdsettelse	23
3.2.2 Opsjonsbasert verdsettelse	24
3.3 Valg av verdsettelses teknikk	31
3.4 Rammeverk fundamental verdivurdering	32
4.0 Strategisk analyse	33
4.1 PESTEL - Makroøkonomisk analyse	35
4.1.1 Politiske og legale forhold	37
4.1.2 Økonomiske forhold	39
4.1.3 Sosiokulturelle forhold	43
4.1.4 Teknologiske forhold	45
4.1.5 Miljømessige forhold	47
4.1.6 Oppsummering	49
4.2 Porters fem krefter	49
4.2.1Kundens forhandlingsmakt	52
4.2.2Leverandørens forhandlingsmakt	54
4.2.3 Trusler fra inntrengere	56
4.2.4Trussel fra Substitutter	58
4.3 Intern analyse	60
4.3.1 VRIO-analyse	60
5.0 Regnskapsanalyse	70
5.1Rammeverk	70
5.1.1 Tidsperiode	70
5.1.2 Komparative selskaper	71
5.1.3 Tallmateriale	72
5.2 Omgruppering av balansen	74
5.3 Normalisering av regnskapet	75
5.3.1 Finansielle instrumenter	75
5.3.2 Valuta	76

5.3.3 Unormale tap på utlån.....	77
5.3.4 Pensjon	79
5.3.5 Engangsposter	79
5.3.6 Presentasjon av normalisert resultat.....	81
5.4 Nøkkeltallsanalyse.....	81
5.4.1 Analyse av likviditet	83
5.4.2 Soliditet.....	89
5.4.3 Kredittkvalitet	93
5.4.4 Oppsummering likviditet og soliditet	99
5.4.5 Lønnsomhet.....	100
5.6 Syntetisk rating.....	109
6.0 Avkastningskrav	110
6.1 Kapitalverdimodellen (CAPM).....	110
6.2 Risikofri rente.....	112
6.3 Beta.....	114
6.4 Markedets risikopremie.....	117
6.5 Likviditetspremie.....	118
6.6 Avkastningskrav	119
7.0 Prognoser/Fremtidsregnskap.....	120
7.1 Tidshorison for fremtidsregnskap og steady state	120
7.2 Budsjettering.....	121
7.3 Resultatvekstanalyse.....	123
7.4 Vekst i balansestørrelser	123
7.4.1 Egenkapitalvekst.....	123
7.4.2 Vekst i brutto utlån og forvaltningskapital	124
7.4.3 Vekst i innskudd.....	126
7.5 Vekst i resultatposter	127
7.5.1 Vekst i nettorenteinntekt og rentemargin.....	127
7.5.2 Vekst i netto provisjonsinntekter og andre driftsinntekter	128
7.5.2 Lønns og administrasjonskostnader	129
7.5.3 Avskrivninger og andre driftskostnader	130
7.5.4 Tap utlån	130
7.5.5 Utbytteandel.....	130
7.5.6 Skatt.....	131
8.0 Fundamental verdsettelse	132
8.1 utfordringer ved å verdsette bank.....	132
9.0 Komparativ verdsettelse.....	135
9.1 Valg av multiplikatorer	136
9.2 Pris/Bok.....	137
9.3 Pris/Fortjeneste.....	139
9.4 Oppsummering av komparativ verdivurdering.....	140
10.0 Sensitivitetsanalyse	141
10.1 Risikofri rente	141
10.2 Beta	142
10.3 Markedsrisikopremie.....	142
10.4 Likviditetspremie	143
10.5 Netto rente- og kredittinntekter	143
10.6 Tap utlån	144
10.7 Oppsummering sensitivitets analyse.....	144

11.0 Monte Carlo-simulering	144
11.1 Oppsummering Monte Carlo-simulering	150
12.0 Konklusjon og handlingsstrategi	150
13.0 Kilder	151

1.0 Innledning

Vi ønsker å bruke det første kapittelet i masterutredningen vår til å fortelle om vår motivasjon og bakgrunnen for valg av tema. I kapittelet presenteres også oppgavens problemstilling, avgrensning og struktur. Masteroppgaven skrives i det siste semesteret vårt på Norges Handelshøyskole, og blir følgelig det siste vi foretar oss i studieløpet på vei mot arbeidslivet som siviløkonomer.

Utgangspunktet for vår masteroppgave har vært at vi begge ønsker å fordype oss i et tema som vi er interessert i og som vi kan relatere oss til. Vi har derfor valgt å verdsette Sparebanken Vest. På bakgrunn av at selskapet operer i et markedet som er i kontinuerlig utvikling og fordi verdivurdering av en sparebank skiller seg fra en tradisjonell verdsettelse av et ”ordinært” selskap, mener vi arbeidet vil være utfordrende og spennende.

En fundamental verdsettelse gjør oss i stand til å anvende teoretiske kompetanse i praksis. I arbeidet med å verdsette Sparebanken Vest vil vi bruke vår kunnskap innenfor strategi, finans og regnskap. En motiverende faktor har vært at det er begrenset litteratur og med få tidligere verdsettelsesoppgaver rundt temaet.

1.1 Problemstilling

Oppgavens problemstilling er følgende:

Hva er markedsverdien til Sparebank Vest sine egenkapitalbevis per 31.12.2018?

1.2 Avgrensninger

Avhandlingen gjennomføres ved hjelp av fundamentale og komparative verdsettelsesteknikker. Vi har verdsatt Sparebanken Vest med et eksternt investorperspektiv og benytter oss derfor utelukkende av offentlig tilgjengelig informasjon. Det er også tatt subjektive og skjønnsmessige vurderinger i henhold til estimater av fremtidsregnskap og beregning av avkastningskrav.

1.3 Struktur og oppbygging

Strukturen i den fundamentale verdsettelsen er kronologisk og følger en naturlig rekkefølge.

Dette bidrar til at leseren enkelt kan forholde seg til de ulike stegene i verdivurderingen.

Etter dette kapittelet vil vi i det andre kapittelet presentere bransjen, sparebanksektorens historie, hva det innebærer å være en sparebank, Sparebanken Vest konsernet og sammenlignbare konkurrenter. Dette gjøres for å gi leseren en bedre forståelse av oppgaven.

I kapittel tre vurderes ulike verdsettelsesmetoder og mulige ulemper ved å benytte dem.

Videre fastsettes hvilken verdsettelsesmetode som skal benyttes i avhandlingen.

Den strategiske analysen presenteres i kapittel fire. Her vurderes både eksterne og interne faktorer som påvirker banken. Videre analyseres Sparebanken Vest sine styrker og svakheter, konkurransearenaer og økonomiske trender som er relevant for oppgaven.

I det femte kapittelet gjennomføres det en normalisering av resultatregnskapet og en nøkkeltallsanalyse med fokus på likviditet, soliditet, kredittkvalitet og lønnsomhet.

Beregningene av avkastningskravet til Sparebanken Vest blir grundig gjennom i kapittel seks.

I kapittel syv lages det prognoser basert på de overnevnte kapitlene.

Kapittel åtte og ni inneholder den fundamentale og komparative verdsettelsen av selskapet.

Deretter gjennomføres det en sensitivitetsanalyse og Monte Carlo simulering i kapittel ti og elleve, som belyser hvordan marginale endringer i ulike faktorer påvirker verdiestimatet.

Avhandlingens konklusjon fremgår av kapittel tolv og siste kapittel benyttes til kildehenvisning.

2.0 Presentasjon av bransjen og Sparebanken Vest

Innledningsvis i kapittel 2 presenteres en kort beskrivelse av markedsforhold i banksektoren for å gi leseren en generell forståelse av bransjen og hvilke faktorer som er påvirket.

Sparebanken Vest opererer i all hovedsak i det norske markedet og vi konsentrerer oss derfor utelukkende om dette markedsområdet.

Ettersom Sparebanken Vest er en av de eldste sparebankene i Norge mener vi det er viktig å presenteres sparebankenes historie. I den videre utredningen presenteres derfor

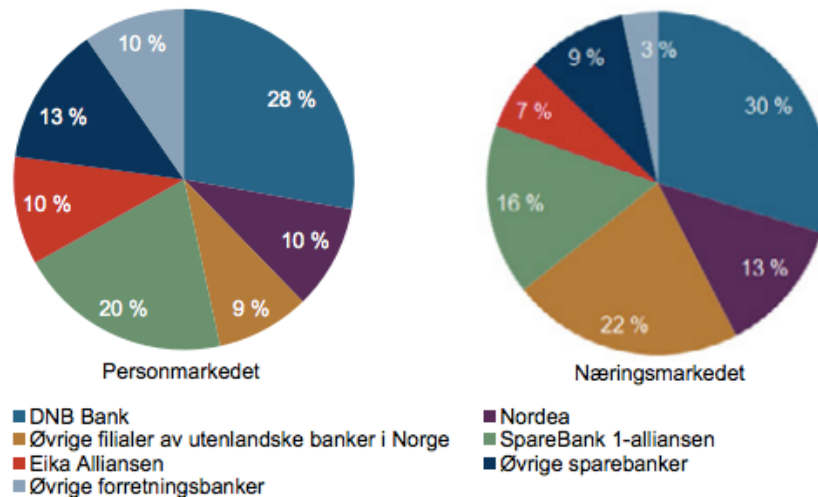
Sparebankenes historie og deretter Sparebanken Vests historie, organisasjonsstruktur og finansielle situasjon. Avslutningsvis presenteres selskaper vi mener er sammenlignbare.

2.1. Introduksjon av bransjen

En bank er definert som ”et økonomisk foretak som har til hovedoppgave å motta og yte kreditt gjennom innlån og utlån” (Store Norske Leksikon). Banksektoren har siden Christiania Sparebank ble opprettet i 1822 hatt en sentral rolle i samfunnsøkonomien i Norge. Bransjen leverer samfunnskritisk infrastruktur til privat- og næringsliv. Noe av det som skiller banker fra andre institusjoner er at de tar betalt for innskudd og utlån. Bankenes hovedformål i markedet er å omdanne korte innskudd til langsiktige investeringer både i privat- og bedriftsmarkedet, såkalt løpetidstransformasjon, og å bistå med betalingsformidling (Hoff, 2011). Med andre ord fremstår bankene som et bindelegg mellom kunder som ønsker å gjøre innskudd og å ta opp lån. Corrigan (1983) har beskrevet tre aktiviteter han mener er spesielle for banknæringen i forhold til andre finansielle institusjoner;

- Bankene tilbyr transaksjoner
- Bankene tilbyr likviditet til andre institusjoner
- Bankene er et virkemiddel for pengepolitikk

Den norske bankbransjen er preget av store landsdekkende forretningsbanker, små og mellomstore regionale sparebanker og nyetablerte heldigitale banker. Markedet i Norge er stabilt og vi mener konkurransen kan beskrives som sunn (Norges Bank, 2019). Aktørene er avhengig av å drive effektivt og å opprettholde en kontinuerlig utvikling for å beholde markedsandelen og kapre nye kunder. Figuren nedenfor viser fordelingen av markedsandeler i personmarkedet og bedriftsmarkedet i Norge. Ikke overraskende er DNB den største aktøren med omtrent 30 prosent av totalmarkedet. Videre utgjør Sparebank 1-alliansen og Nordea en betydelig del med henholdsvis 20- og 10 prosent av privatmarkedet og 16- og 13 prosent av bedriftsmarkedet. Utenlandske banker står for 9- og 22 prosent av utlånene i Norge. En annen etablert markedsaktør er Eika-alliansen. Eika alliansen er et samarbeid mellom Eika og 67 andre sparebanker som tilsammen besitter 10 prosent av privatmarkedet og 7 prosent av bedriftsmarkedet. Under øvrige sparebanker finner vi Sparebanken Vest. Denne gruppen utgjør 13 prosent av privatmarkedet og 9 prosent av bedriftsmarkedet.



Figur 1: Markedsandeler Utlån (Norges Bank 2018)

Sparebanken Vest sin konserndirektør for innovasjon og kundeopplevelse uttalte følgende til E24.no; - *Digitalisering i seg selv gjør at konkurransen i finansbransjen øker, og jeg opplever at alle norske banker har digitalisering høyt på agendaen. Hele konkurransebildet er i endring, og konkurransen kommer også fra andre aktører og oppstartselskaper, sier Eknes* (E24.no, 2018). Nye regler samt økt digitalisering endrer markedet og øker konkurransen i bransjen. Kundens forventninger endres i takt med bransjens teknologiske utvikling. Vi mener derfor tilfredsstillende digitale løsninger i henhold til kundenes preferanser er en forutsetning for å lykkes fremtiden. Økt konkurranse, reduserte byttekostnader, og et deregulert marked gjør at kundeopplevelse og kundetilfredshet trolig blir meget viktig for å kapre og beholde markedsandeler i fremtiden.

2.1.2 Presentasjon av Sparebankenes historie

Historien om sparebankene i Norge er basert på informasjon som er hentet fra sparebankforeningens hjemmeside.

Ettersom Sparebanken Vest er en av Norges største sparebanker mener vi det er naturlig å ha med sparebankenes historie i avhandlingen. Norsk banknæring vokste frem som et resultat av løsrivelsen fra Danmark i 1814. Det oppstod da et behov for et selvstendig norsk bankvesen. Formålet var å gi befolkningen en mulighet til å spare til nye nedgangstider og til man ble eldre. I 1816, to år etter løsrivelsen fra Danmark ble den første banken i Norge stiftet. Norges

Bank. I lys av dette, men noen år senere, ble den første norske privatbanken Christiania Sparebank opprettet i 1822. Formålet med banken var å gi befolkningen en institusjon hvor de kunne sette inn sparepenger og ta opp lån til bolig eller driftsmidler i sin næringsvirksomhet. Dette dannet grunnlaget for sparebankenes hovedinntektskilde, som var å omdanne overskuddslikviditet fra kunder og videreformidle dette til andre kunder som trengte kapital.

Sparebankene spredte seg raskt i Norge og i løpet av få år ble det stiftet sparebanker i alle de største byene i landet. Det var da den tradisjonsrike givertradisjonen til sparebankene ble etablert. Etersom sparebankene på den tiden var eierløse var det ikke noe mulighet for å betale ut utbytte. Overskuddslikviditeten fra driften gikk derfor direkte til allmenntilgode formål. Slik ble sparebankene svært populære blant befolkningen i landet og tradisjonen har siden den gang vært viktig for sparebankens posisjon i banksektoren.

Fra 1822-1922 ble det etablert mer enn 600 sparebanker. I 1929 var antallet rekordhøyt med 638 sparebanker på landsbasis. Sparebankene hadde den gang et mer desentralisert og lokalt preg. Fra 1960-tallet til begynnelsen på 1990 var det en dramatisk reduksjon i antall sparebanker. Grunnen til reduksjonen kan i følge Sparebankforeningen sees i sammenheng med at de små sparebankene hadde sterke begrensninger i sin utlånsvirksomhet. Videre hadde de små bankene mindre muligheter til risikoutjevning, og de måtte som følger holde større andel av sin forvaltningskapital likvid. Størrelsen på sparebankene gjorde også at de var vanskelig å skaffe medarbeidere med kvalifisert kompetanse (Sparebankforeningen 1960).

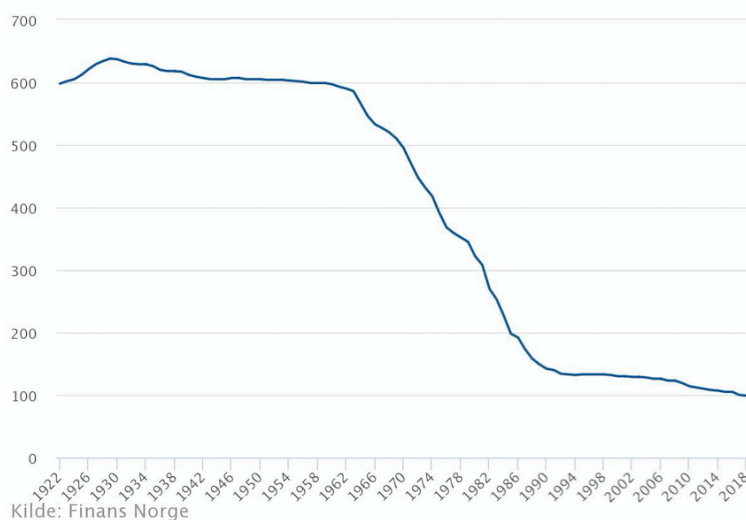
Fra 1990-tallet til i dag har vi sett en reduksjon i antall sparebanker fra omtrent 130 til 100. Reduksjonen de siste 30 årene har i hovedsak oppstått fordi de lokale sparebankene har fusjonert med hverandre.

Sparebankens visjon har hele tiden vært å støtte opp under lokalsamfunnet, og å være en drivkraft i lokaløkonomien. I 1914 ble Sparebankforeningen opprettet for å sikre et godt samarbeid på tvers av sparebankene, og for å samarbeide om deres interesseområde. Samfunnsengasjement og bistand i form av allmenntilgode formål er eksempler på felles interesser som den gang stod, og fortsatt står sentralt for sparebankene i Norge.

Sparebankene skiller seg fra forretningsbanken blant annet ved at de har en egen organisasjonsform. Tradisjonelt er de organisert som selveiende stiftelser, noe som tilsier at ingen eier formuesmassen som sparebankene representerer (Sparebankforeningen, 1960). Til forskjell fra en forretningsbank, som er organisert som et aksjeselskap, er det opprinnelig bare stifterne i en sparebank som sitter som aksjonærer. Dette har imidlertid endret seg. I 1987 kom reglen om at sparebankene kunne utstede grunnfondsbevis og dermed hente kapital i markedet.

Antall sparebanker i Norge

Antall sparebanker fra 1922 til 2018



Figur 2: Antall sparebanker (Sparebankforeningen)

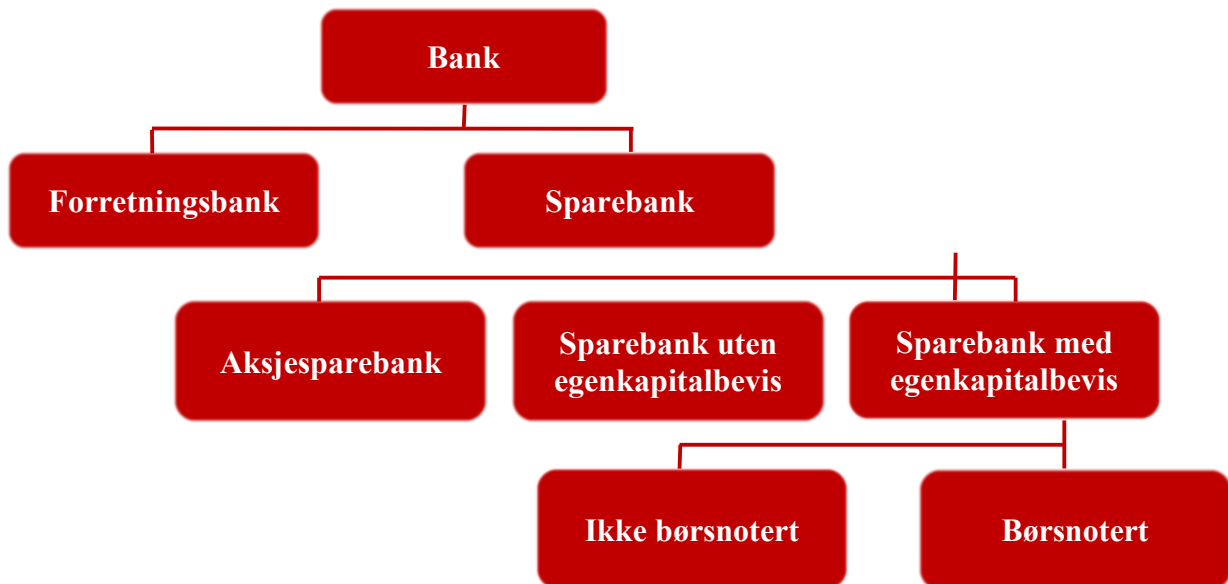
Figur to viser som beskrevet over utviklingen i antall sparebanker i Norge. Fra et rekordhøyt nivå i 1929 har antall sparebanker sakte men sikkert blitt redusert som følger av blant annet den store depresjonen, strukturelle endringer, bankkrisen og lovendringer.

2.1.3 Sparebankenes struktur og organisering

Som beskrevet tidligere skiller vi mellom sparebanker og forretningsbanker. Bankene har flere likhetstrekk men også vesentlige forskjeller. En av de mest vesentlige forskjellene er at sparebankene i hovedsak drives av selvstendige stiftelser uten eiere, mens forretningsbankene drives som et aksjeselskap. Sparebankene har med andre ord et samfunnsøkonomisk fokus og konsentrerer seg ikke bare om å maksimere utbytte til eierne. En del av sparebankenes forretningsstrategi er med andre ord å gi gaver og støtte til lokalsamfunnet.

Sparebankene kan deles inn i tre ulike grupper: aksjesparebanker, sparebanker som utsteder egenkapitalbevis og sparebanker som ikke utsteder egenkapitalbevis.

Strukturen i Norges bankbransje vises nedenfor:



Figur 3: Strukturoversikt med fokus på sparebanker

2.1.4 Egenkapitalbevis

Avsnittet under er basert på informasjon hentet fra sparebankforeningens hjemmesider.

Egenkapitalbevis eller grunnfondsbevis har klare likhetstrekk med aksjer og ble utviklet for sparebankene. Ifølge Pareto Securities er egenkapitalbevis sparebankenes aksjer, det vil si et egenkapitalinstrument med omtrent de samme egenskapene med hensyn til risiko og avkastning som aksjer (Strøm, 2017). Verdipapirene er registrert hos Verdipapirsentralen og kan omsettes på Oslo Børs. Det er verdipapirlovgivningen som regulerer omsetningen av egenkapitalbevis. Med andre ord er det de samme paragrafene i verdipapirloven som gjelder for kjøp og salg av egenkapitalbevis som gjelder for aksjer.

Sparebankenes selskapsform er noe annerledes enn vanlige aksjeselskap. Dette gjør at egenkapitalbevisene har andre egenskaper enn tradisjonelle aksjer. Forskjellen er

hovedsakelig knyttet til hvem som har eierrett til selskapsformuen og innflytelse i selskapet. Kapitalen sparebankene henter inn via egenkapitalbevisene teller som kjernekapital i bestemmelsene for bankenes kapitaldekning. Sparebankstiftelsen Hardanger og Sparebankstiftelsen Sauda eier, per 1. Februar 2019 henholdsvis 19,83 prosent og 6,14 prosent av egenkapitalbevisene i Sparebanken Vest. I dag er det 35 sparebanker som har utstedt egenkapitalbevis, hvorav 19 av dem er børsnoterte.

2.1.5 Bankspesifikke reguleringer

Ettersom finansinstitusjonene har en meget sentral rolle i samfunnet er det naturlig at disse foretakene er strengere regulert enn tradisjonelle selskaper. Bankene skiller seg blant annet fra tradisjonelle foretak ved at de har spesifikke krav til hvilken risiko som kan bæres og hvilken kapital som må holdes. For å opprettholde den finansielle stabiliteten, og for å unngå at bankene forsterker konjunktursyklusene ble det i 1980-årene opprettet et europeisk banktilsyn, Baselkomiteen.

For at leseren skal få en forståelse av de ulike reguleringene og begrepene gis det en introduksjon av Basel-reguleringene under. Regelverket er komplisert, omfattende og har betydelig innvirkning på Sparebanken Vest sin tilpasning i markedet ettersom regelverket i vesentlig grad har vært bestemmende for bankens utlånskapasitet. Vi velger derfor å gi en overordnet introduksjon nedenfor.

En krise i banksektoren kan få betydelige konsekvenser og negative ringvirkninger for økonomien. Det jobbes derfor både nasjonalt og internasjonalt for å sikre en stabil og velfungerende økonomi. Som en konsekvens av kollapsen i Bretton Woodssystemet la Baselkomiteen i 1988 frem Basel I-rammeverket. Formålet med Basel I var å sikre at bankene hadde tilstrekkelig kapital (King og Tarbert, 2011). Ettersom finanssystemet i ettertid har utviklet seg var det behov for ytterligere reguleringer. Komiteen har derfor endret regelverket og publisert Basel II-, Basel III- og Basel IV-rammeverket.

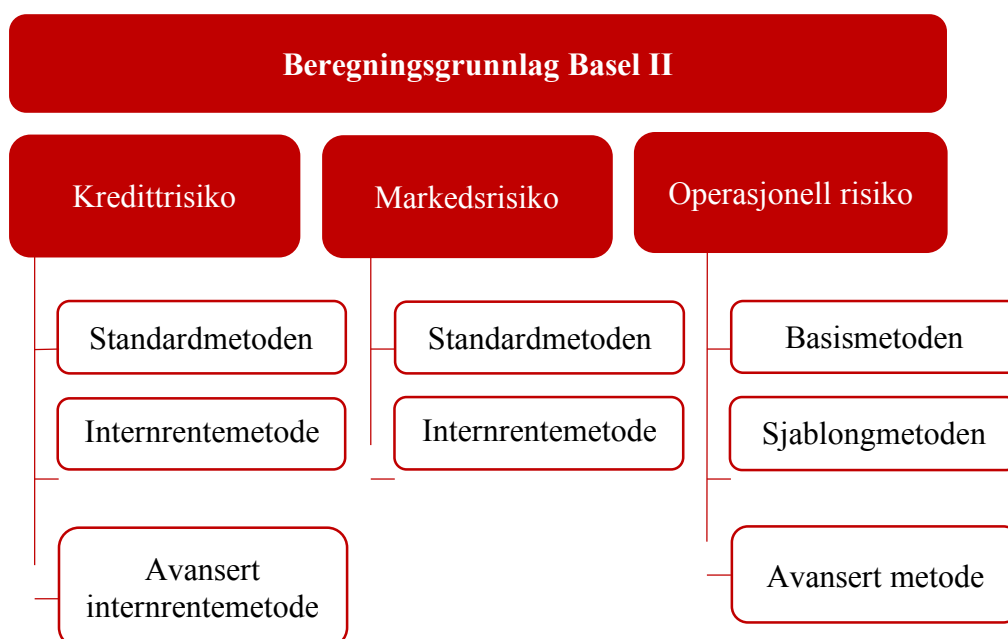
Baselregelverket er et globalt og frivillig bankreguleringsrammeverk med fokus på kapitaldekning. Formålet med rammeverket er i hovedsak å sikre at finansforetakene har nok kapital til å møte sine forpliktelser og motstå uventede tapshendelser (Finanstilsynet, 2016). Vi har valgt å fokusere på Base II og Basel III da dette er mest relevant i dagens markedsituasjon, og som følge av at Basel IV ikke er implementert enda.

Som nevnt over omhandlet det første Basel-regelverket et krav til kapitaldekning.

Myndighetene og Baselkomiteen stilte et minimumskrav til kapitalbeholdning ut fra hvilken risiko bankene var eksponert for. Kravet var 8 prosent i ansvarlig kapital som bankene måtte ha for å imøtekomme urolige tider i finansmarkedene. Av denne kapitalen måtte minst 4 prosent være ren kjernekapital. Beregningsgrunnlaget var basert på risikovekter fra 0-100 prosent, der for eksempel kontanter ble vektet med 0 prosent. Videre ble det i Basel I lagt betydelig vekt på bankens kredittrisiko.

Etter at Basen I ble innført var det i ettertid betydelige endringer i bransjen noe som førte til at Baselkomiteen bestemte seg for å tilpasse regelverket. Baselkomiteen kom derfor i 2004 med en ferdigstillelse av Basel II regelverket, som skulle tre i kraft i 2007. Rammeverket bestod hovedsakelig av tre pilarer, som var ment å balansere forholdet mellom kapitaldekning og risiko på en bedre måte enn hva Basel I gjorde.

Pilar 1 omhandler hvilke målemetoder finansforetakene skal bruke ved beregning av risikovektet volum og stiller krav til selskapenes kapital. I korte trekk omhandler reguleringene krav til ansvarligkapital, kapitalbuffer, uvektet kjernekapitaldekning og likviditet. Forskjellen fra det gamle rammeverket er blant annet at Basel II tar hensyn til både kredittrisiko, markedsrisiko og operasjonell risiko, som illustrert under:



Figur 4: Beregningsgrunnlag Basel II (Basel Committee on Banking Supervision, 2004).

Pilar 2 omhandler virksomhetens ansvar for å holde kapital med andre risikoer enn hva som inngår i den første pilaren, og baserer seg i følge regjeringen på fire hovedprinsipper (Finansdepartementet, 2005-2006):

1. Institusjonen skal ha en prosess for å vurdere samlet kapitalbehov i forhold til risikoprofil, og en strategi for å opprettholde sitt kapitalnivå.
2. Tilsynsmyndigheten skal evaluere institusjonens bedømming av kapitalbehovet og dens interne kapitalvurderingsprosess og treffe tiltak om nødvendig
3. Tilsynsmyndighetene skal legge til grunn at institusjonene har en kapitaldekningsgrad som ligger over minimumskravet til kapitaldekning.
4. Tilsynsmyndigheten skal gripe inn på et tidlig stadium for å forhindre at kapitalen faller under et minimumsnivå som tilsynsmyndighetene mener kreves for å ivareta institusjonens risikoeksponering, og treffe tiltak dersom nivået på ansvarlig kapital ikke opprettholdes.

Pilar 3 stiller krav til foretakenes offentliggjøring av informasjon om kapital og risikoforhold (Finanstilsynet, 2016). Dette kravet gjør at interessentene bedre enn før har mulighet til å vurdere bankenes kapitalstyring og risikoprofil i markedet.

Implementeringen har ifølge finanstilsynet skjedd gradvis i perioden fra 2013 – 2019.

Som konsekvensene av finanskrisen i 2009 og at bankene holdt mindre kjernekapital enn hva som var tiltenkt i det gamle regelverket, publiserte Baselkomiteen et nytt regelverk i 2010. Hensikten med det Basel III var å bedre risikostyringen til bankene og å styrke den finansielle stabiliteten (Finansdepartementet, 2016). Regelverket har beholdt de tre pilarene fra Basel II men hevet kravene til ansvarlig kapital. I tillegg er det innført nye krav til måling av likviditet. Liquidity Coverage Ratio (LCR) er det kortsiktige likviditetskravet, mens Net Stable Funding Ratio (NSF) er det langsiktige likviditetsverktøyet. Videre er det også et krav til en motsyklisk kapitalbuffer for å unngå at bankene er prosykliske i sin atferd.

Basel III regelverket er meget komplisert og vi avgrenser derfor innføringen til det ovennevnte. Regelverket og de ulike kravene har hatt betydelig innvirkning på Sparebanken Vest sin tilpasning i markedet.

2.2 Sparebanken Vest

Nedenfor gis en innføring i Sparebanken Vest sin historie, organisering og konsernstruktur.

2.2.1 Bankens historie

Sparebanken Vest er landets tredje største sparebank og den nest eldste sparebanken i Norge. Banken er en selvstendig og regional sparebank med lang tradisjon og historie på Vestlandet. Selskapet består av en sammenslutning av mange banker i Hordaland, Rogaland og Sogn og Fjordane. Virksomheten har en lokal tilhørighet og betjener privatmarked, næringsliv og offentlig sektor.

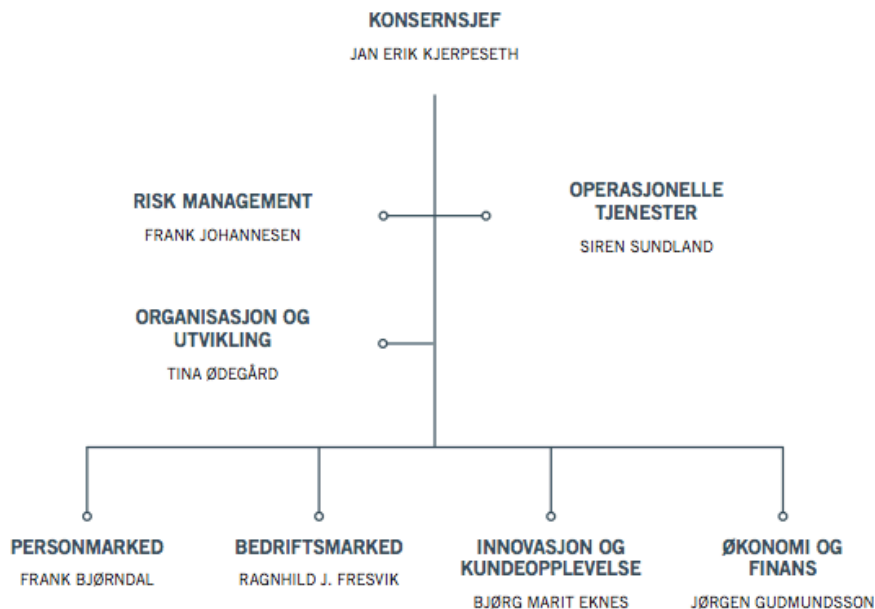
Sparebanken Vest sitt første foretak, Bergens Sparebank, så dagens lys i 1823. Banken ble etablert av Bergens borgerskap ”-*Det nyttige selskab*”- med hensikt å forbedre de fattiges levekår. Selskapet ble stiftet i en tid hvor fattigdomsproblemet var stort og opprettelse av banker for de fattige var nødvendig for å få orden på den enkeltes, og landets økonomi. (Sparebanken Vest, 2019) Målet og strategien at virksomheten skulle tjene penger, men at deler av fortjenesten skulle tilbakeføres til samfunnet.

Fra 1832 og frem mot andre halvdel av 1900-tallet fusjonerte Bergens Sparebank med en rekke sparebanker i Hordaland, og i 1982 endret banken navn til Sparebanken Vest. Som en sammenslutning av mange banker på Vestlandet har Sparebanken Vest vært med på en historisk reise gjennom regionens utvikling i nesten 200 år. Finansinstitusjonen har vært en aktiv samfunnsaktør med formål om å gjøre livet på Vestlandet enda litt bedre. Banken ble børsnotert i 1995, og selskapet er i dag et frittstående finanskonsern som driver bank,- forsikrings,- og finansieringsvirksomhet. Konsernet har utviklet seg i takt med endringene i næringslivet, og er en viktig bidragsyter for verdiskapningen på Vestlandet.

2.2.2 Organisering

Hovedkontoret til Sparebanken Vest er lokalisert i Jonsvollsgaten 2. Banken har i dag 270.000 privatkunder og 12.000 bedriftskunder. Av årsrapporten for 2018 fremgår det at konsernet har 701 ansatte som er fordelt fra sør i Rogaland til nord i Sogn og Fjordane (Sparebanken Vest, Årsrapport 2018)

Selskapet er organisert i ulike divisjoner og vi ønsker å gi leseren innsikt i hvordan virksomheten er organisert på nåværende tidspunkt. Nedenfor vises organisasjonsstrukturen til selskapet.



Figur 5: Organisasjonskart (Sparebanken Vest, Årsrapport 2018).

2.2.3 Visjon, formål og strategi

Sparebanken Vest sin visjon er: "Alt vi gjør, gjør vi for å bidra til at livet på Vestlandet skal bli enda litt bedre". Selskapets ambisjon er å bli Norges beste sparebank. Dette skal konsernet lykkes med, gjennom overgang fra en tradisjonell bank som er digitalisert til en digital bank med tradisjonell drahjelp og personlig signatur (Sparebanken Vest, Årsrapport 2018). Den strategiske ambisjonen deres er å styrke og befeste markedsposisjonen på Vestlandet, skape lønnsom vekst og være en av de enkleste og mest fremtidsrettede bankene å være kunde i.

2.2.4 Konsernstruktur

Sparebanken Vest konsernet er et komplett finanshus som driver bank-, forsikring- og finansieringsvirksomhet i Hordaland, Rogaland og Sogn og Fjordane. Konsernet består av en rekke datterselskaper som sammen har som målsetning å være en solid finansieringspartner for både privat- og bedriftsmarkedet.

Nedenfor følger en kort beskrivelse av datterselskapene. Informasjonen er hentet fra årsrapporten 2018.

Frende Forsikring er et etablert forsikringselskap som består av søsterselskapene Frende Livsforsikring og Frende Skadeforsikring. Selskapet tilbyr privat og bedriftsforsikringer i hele Norge. Sparebanken Vest eier 39,7 prosent av aksjene i morselskapet Frende Holding AS. Ifølge Sparebanken Vest sin årsrapport for 2018 oppnådde selskapet et resultat før skatt på 85 millioner kroner. Sparebanken Vest sin resultatandel ble 22 millioner kroner.

Norne Securities AS tilbyr investeringstjenester til bedrifts- og privatmarkedet. Selskapet har hovedsakelig to forretningsområder, aksjehandel og Corporate Finance- og Investeringsrådgivning. Sparebanken Vest eier 47,58 prosent av selskapet. For 2018 utgjorde Sparebanken Vest sin resultatandel 1,7 millioner kroner.

Brage Finans AS er et finansieringsselskap som tilbyr skreddersydde finansieringsprodukter med hovedfokus på leasing av alle typer driftsmidler, samt salgspantlån. Selskapet tilbyr sine tjenester til både bedrifts- og primatmarkedet. Sparebanken Vest eier 49,9 prosent av selskapet. I 2018 oppnådde selskapet et resultat før skatt på 93,9 millioner kroner. Resultatbidraget for Sparebanken Vest ble 35,9 millioner kroner.

Sparebanken Vest Boligkreditt (100%) er et heleid datterskap som ble etablert 22. Mai 2008. Selskapets formål er drive boligkredittfinansiering via utstedelse av obligasjoner med fortrinnsrett. Selskapet forvalter boliglån for 84,2 milliarder kroner.

Eiendomsmegler Vest (100%) er bankens heleide eiendomsmeglerforetak. Selskapet tilbyr eiendomsmegling i Hordaland, Rogaland og Sogn og Fjordane. Selskapet er et fullverdig eiendomsmeglerforetak som tilbyr salg av alle typer eiendommer som bolig, tomter, hytter, nybygg og næring. Ifølge Sparebanken Vest sin årsrapport for 2018 leverte Eiendomsmegler Vest samlede inntekter på 216,5 millioner kroner, og et resultat før skatt på 5,2 millioner kroner. Selskapet er største eiendomsmegler i Hordaland med 21 prosent av markedsandelene.

Balder Betaling AS er et selskap som blant annet utøver eierskap i mobiløsningen Vipps.

Sparebanken Vest er den største eieren av Balder Betaling AS med 36 prosent av aksjene, mens Balder eier 10,5 prosent av Vipps. For året 2018 ble resultatbidraget til Sparebanken Vest 25,8 millioner kroner.

Bulder Bank (100%) er Sparebanken Vest sin nye satsning. Dette er en mobilbank som skal levere banktjenester. Med dette produktet skal konsernet i større grad ha mulighet til å henvende seg til kunder over hele landet.

2.2.5 Økonomiske forhold

I dette delkapittelet redegjøres det for selskapets økonomiske situasjon. Sparebanken Vest har i løpet av 2018 styrket sin posisjon som en av landets ledende sparebanker. Fra årsrapporten 2018 fremgår det at konsernet oppnådde et resultat før skatt på 2153 millioner kroner sammenlignet med 1844 året før. Etter skatt endte resultatet 1660 millioner kroner mot 1416 millioner kroner i 2017. Dette er historisk høyt for banken og viser at de er godt posisjonert i markedet.

Bankens kurs per egenkapitalbevis var NOK 53,00 per 28.12.2019. Totalt antall utestående egenkapitalbevis er 60,274,630. Dette gir en egenkapitalverdi på omtrent 3,2 milliarder. Figuren under viser bankens historiske kursutvikling i tidsperioden 2014-2019. (*Oslo børs 2019a*).



Figur 6: Kursutvikling SVEG (Oslo børs, 2019)

3.0 Verdivurderingsteknikker

Formålet med kapittelet er å introdusere ulike verdivurderingsmetoder, og begrunne hvilke teknikker vi mener er best egnet til å vurdere verdien av egenkapitalen til Sparebanken Vest.

3.1 Verdsettelse av en finansinstitusjon

Før vi bestemmer oss for hvilke verdsettelsesteknikker vi ønsker å benytte vil vi belyse noen utfordringer knyttet til verdsettelse av en bankvirksomhet. I motsetning til verdivurdering av en ordinær industribedrift kan det være utfordrende å utføre en verdivurdering av en bankinstitusjon fordi resultatregnskapet og balansen har en annen oppbygging. I en tradisjonell bedrift foregår driften på venstresiden av balansen, mens finansieringen befinner seg på høyre siden. I en bankinstitusjon er det annerledes ettersom verdiskapningen til foretaket genereres på begge sider av balansen.

Damodaran nevner i sin artikkel ”Valuing Financial Service Firms” fra 2009 at det er tre hovedgrunner til at verdsettelse av en finansiell institusjon er utfordrende. Den første grunnen er at det er vanskelig å definere gjeld og reinvestering. Den andre årsaken er at reguleringene av næringen har stor effekt på verdien, mens den tredje årsaken er at regnskapsreglene for bankinstitusjonene er ulik tradisjonelle bedrifter. Nedenfor utdypes utfordringene ytterligere.

Gjeld og reinvestering

Egenkapital og gjeld er for en tradisjonell bedrift finansiering. Det er disse kapitalkildene som finansierer driften og verdiskapningen til et selskap. Finansieringen hentes tradisjonelt fra investorer eller lånes i kapitalmarkedet. For en bank har gjelden en annen betydning. Ifølge Damodaran kan gjeld sees på som en kilde til kapital, men også som et råmateriale. Følgelig oppstår det problemer med å definere hva som er rentebærende gjeld. Problemstillinger om hvorvidt innskudd fra kunder skal defineres som en eiendel eller en gjeldspost er et eksempel. Dette gjør at bankene ofte har betraktelig høyere gjeldsgrad enn tradisjonelle foretak. Resultatet blir dermed at finansielle institusjoner har vanskeligheter med å skille mellom finansiering og drift i regnskapene.

En industribedrift reinvestere med jevne mellomrom i anleggsmidler og arbeidskapital for å opprettholde driften og vokse i markedet. For en bank er reinvesteringene problematiske. En

finansinstitusjon investere for det meste i immaterielle eiendeler som merkevare og humankapital. Dette gjør at investeringene til banken blir sett på som en driftskostnad i resultatet. Det kan dermed være vanskelig å identifisere bankenes reinvesteringer for fremtidig vekst, noe som vanskeliggjør estimeringen av fremtidige kontantstrømmer (Damodaran, 2009).

Reguleringer

Gjennom Baselkomiteens kapitalkrav og Finanstilsynets reguleringer må bankene følge strenge reguleringer noe som kan gjøre det vanskeligere å estimere fremtidige resultater. Som bank er man for eksempel pålagt å følge minstekravet for ansvarlig kapital.

Reguleringene gjør at det knyttes usikkerhet til estimerer for utbytte noe som følgelig vil påvirke selskapets kontantstrøm.

Et eksempel på en regulering som kan bli aktuelle for Sparebanken Vest i fremtiden er regler knyttet til å være systemviktige foretak. Dersom banken i fremtiden blir definert som en systemviktig institusjon krever finanstilsynet blant annet en ekstra kapitalbuffer på 2 prosent av beregningsgrunnlaget. Temaet kommer vi tilbake til senere i avhandlingen.

Ulike regnskapsregler

De finansielle institusjonenes eiendeler inneholder ofte finansielle instrumenter som er bokført til virkelig verdi i balansen, mens eiendelene i et tradisjonelt foretak normalt verdsettes til anskaffelseskost. Det er også knyttet usikkerhet til hvordan banker bokfører sine tap. Bankene har en egen post i regnskapet, ”avsetninger til tap”, hvor de sikrer seg mot fremtidige tap. Hvordan og hvilke forutsetninger hver enkelt bank bruker når de avsetter til tap har innvirkning på det årlige driftsresultatet. Deres interne modeller og skjønnsmessige vurderinger av utlånsporteføljen vil derfor ha innvirkning på deres endelige bokførte tap.

3.2 Hovedteknikker for verdsettelse

Det finnes flere ulike verdsettelsesteknikker. Likevel skilles det mellom tre hovedgrupper (Damodaran, 2012).

- Komparativ verdsettelse
- Opsjonsbasert verdsettelse
- Fundamental verdsettelse

Det er fordeler og ulemper med de ulike verdsettelsesteknikkene. Dette gjør at det er vanlig å benytte flere, og i enkelte tilfeller alle teknikkene for å komme frem til et godt estimat på den underliggende verdien til selskapet. For å finne teknikken som er best egnet er det viktig å konstatere hvor i livssyklusene bedriften befinner seg, og hvilken bransje bedriften opererer i. Et siste viktig moment er om bedriften fortsatt skal eksistere, altså spørsmålet om fortsatt drift. Videre er det en forutsetning for de ulike verdivurderingsteknikkene at man har tilgang på tilstrekkelig data og informasjon.

3.2.1 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdivurdering er en verdsettelsesteknikk som baserer seg på prisingen av sammenlignbare selskaper. Metoden blir ofte betegnet som markedsbasert og anvendes hyppig i praksis. Vi deler gjerne komparativ verdsettelse i to hovedmodeller, multiplikatormodeller og substansverdimodellen.

Multiplikatormodellen

I multiplikatormodellen blir verdien av Sparebanken Vest estimert ved å sammenligne prisingen til komparative selskaper i bransjen. Et komparativt selskap kan defineres som et selskap med lik risiko, vekstpotensial og lik kontantstrøm (Damodaran, 2012). Det er ofte en krevende oppgave å avgjøre om et selskap kan karakteriseres som komparativt, og ofte brukes det mye skjønnsmessige vurderinger.

En skiller hovedsakelig mellom tre ulike multiplermetoder, og eksempler på disse er som følger:

- **Resultat og kontantstrøms orienterte multipler**

$$\frac{EV}{Salg} = \frac{\text{Markedsverdi EK+netto renteværende gjeld}}{Salg}$$

$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{\text{Markedsverdi EK+netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat}}$$

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Markedsverdi EK+netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat før avskrivninger}}$$

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Markedsverdi EK}}{\text{Resultat etter skatt}}$$

- **Balanseorienterte**

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Bok}} = \frac{\text{Markedsverdi av EK}}{\text{Bokført verdi av EK}}$$

- **Ikke-finansielle**

$$\frac{\text{EV}}{\text{Antall kunder}} = \frac{\text{Markedsverdi EK} + \text{netto rentebærende gjeld}}{\text{Antall kunder}}$$

Som nevnt tidligere kan det være vanskelig å finne selskaper som har tilsvarende risiko, vekstpotensial og kontantstrøm. Det kan oppstå problemer knyttet til hvordan markedet priser de komparative selskapene. En over- eller underestimering av disse selskapene vil føre til at verdien ved bruk av multiplikatorer kan bli feil. En metode som kan brukes for å redusere feilestimater er å sammenligne flere komparative selskaper, og bruke gjennomsnittet av disse.

Substansverdimodellen

Substansverdimodellen er en indirekte metode som verdsetter selskapet på bakgrunn av markedsverdien til eiendelene. Formelen som benyttes ved metoden er (Kaldestad og Møller 2016):

$$\text{Selskapets verdi} = \text{Markedsverdien av eiendelene} - \text{rentebærende gjeld} - \text{latent skatt}$$

Verdien til selskapet ved bruk av substansverdimodellen beregnes på bakgrunn av markedsverdien til eiendelene og ikke fremtidig bruksverdi som er utgangspunktet i den fundamentale metoden. Ved bruk av substansverdimetoden forutsettes det at selskapet har eiendeler som kan selges og kjøpes på markedet. Av den grunn er metoden best egnet i bransjer som shipping og eiendom der eiendeler kan selges fritt. Metodene er lite egnet for verdsettelse av virksomheter der majoriteten av eiendeler er immaterielle, som ikke direkte kan selges i et marked. På bakgrunn av at Sparebanken Vest har en betydelig del av sine verdier i immaterielle eiendeler som humankapital, strukturkapital og relasjonskapital mener vi metoden er lite hensiktsmessig bruke.

3.2.2 Opsjonsbasert verdsettelse

En metode som har vært med på å revolusjonere utviklingen innenfor verdivurdering er opsjonsbasert verdsettelse. Metoden baserer seg på at fremtidige kontantstrømmer ikke

nødvendigvis reflekterer hele verdien til selskapet. Dette kommer av at bedrifter både kan ha finansielle opsjoner og realopsjoner som gir dem fleksibilitet. Verdien av fleksibiliteten estimeres ved å benytte opsjonsprising mens verdien av den statiske driften estimeres fra fremtidige kontantstrømmer. Realopsjoner for et selskap omhandler muligheten til å utsette, utvide eller avslutte et prosjekt eller investering. Det er med andre ord fleksibiliteten man prøver å estimere verdien av ved en opsjonsbasert verdsettelse.

(Kaldestad og Møller, 2016)

$$\text{Verdien av selskapet} = \text{Verdi as is} + \text{verdien av fleksibilitet}$$

Banker har tradisjonelt investert mye i immaterielle eiendeler og opsjonsbasert verdsettelse mister følgelig mye av sin relevans. I nyere tid har banker begynt å investere mer i teknologi og software. Denne type investeringer har som oftest et binomisk utfall. Enten blir det en suksess eller en fiasko. Både Vipps, mCASH og Bulder Bank er eksempler på investeringer med et binomisk utfall. Opsjonsbasert verdsettelse kan gi nyttig informasjon om verdien av fleksibiliteten, men siden denne typen analyser krever betydelig innsikt i produktet som skal estimeres velger vi som eksterne analytikere å ikke benytte denne metoden.

3.2.3 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse omtales ofte som en inntjeningsbasert verdivurdering, her analyseres de underliggende økonomiske forholdene basert på offentlig regnskapsinformasjon. Dette regnes som den mest omfattende og grundige teknikken, der en må ha kunnskap om strategi, finans og regnskap. Teknikkens fundament er at verdien av selskapet er lik fremtidige diskonterte kontantstrømmer (Kaldestad og Møller, 2016).

Innenfor fundamental verdsettelse skilles det mellom to metoder: totalkapitalmetoden og egenkapitalmetoden. Likheten mellom disse teknikkene er at de baserer seg på fremtidige kontantstrømmer diskontert med et gitt avkastningskrav. For at det skal regnes som hensiktsmessig å foreta en fundamental verdivurdering må selskapet ha positiv kontantstrøm, forutsigbar fremtid og at det er mulig å måle risikoen (Kaldestad og Møller, 2016).

Egenkapital

Egenkapitalmetoden har som mål å verdsette egenkapitalen til selskapet direkte. For å verdsette egenkapitalen kan en ta i bruk tre ulike metoder: frikontantstrøm-, dividende- og superprofittmetoden.

1. Frikontantstrøm

Frikontantstrømteknikken gir oss en verdi på egenkapitalen til et selskap ved å ta utgangspunkt i kontantstrømmen som går til eierne. Det vil si den kontantstrømmen selskapet står igjen med etter at de har imøtekommet alle kostnader, reinvesteringer, skatter, gjeldskostnader og lignende. En kan dermed utrykke egenkapitalens frikontantstrøm slik: $FCFE = \text{Årsresultat} - \text{netto kapitalutgifter} - \text{endringer i ikke-kontant arbeidskapital} - (\text{nedbetalt gjeld} - \text{ny gjeld})$.

Det naturlige er å estimere de frie kontantstrømmene for en gitt periode fremover, ofte kalt budsjettperiode. Videre neddiskonteres kontantstrømmene mot en kapitalkostnad til eierne.

$$V_0 = \sum_{t=1}^t \frac{FCFE_t}{(1 + Ke)^t}$$

- FCFE = Fri kontantstrøm til egenkapital
- Ke = Avkastningskrav til egenkapital

Etter den estimerte budsjettperioden benyttes Gordons vekstformel for å beregne en terminalverdi, dette for å ikke behøve å estimere nåverdi av en uendelig sum av kontantstrømmer. En antar at kontantstrømmene nå er stabile og at de vokser med konstant vekstrate.

$$T_t = \frac{FCFE_{t+1}}{Ke - g}$$

- T = terminalverdi
- G = konstant vekstrate

Dette gir oss følgende uttrykk for å vise verdien av egenkapitalen:

$$V_0 = \sum_{t=1}^t \frac{FCFE_t}{(1 + K_e)^t} + \frac{T_t}{(1 + K_e)^t}$$

Formelen for beregning av FCFE møter på noen utfordringer når en skal verdsette en bank. Dette fordi den er laget for selskaper som klarer å skille mellom kapitalutgifter, arbeidskapital og gjeld. Dermed utelukkes denne tradisjonelle metoden for å finne den frie kontantstrømmen til Sparebanken Vest. Dermed kan en alternativ metode være mer hensiktsmessig for å finne FCFE til Sparebanken Vest.

Alternativ metode for å finne FCFE for Sparebanken Vest:

For å kunne benytte seg av fri kontantstrøm til egenkapitalen, trenger vi å finne en metode å beregne reinvesteringer for fremtidig vekst. Den alternative metoden tar hensyn til endringer i egenkapitalen som reinvesteringer og denne formen for investeringer er mulig å analysere seg frem til. Egenkapitalinvesteringer for å møte regulatoriske regler er noe vi kan definere uten å måtte skille mellom finansielle- eller driftsaktiviteter, derfor kan egenkapitalveksten være et mål på reinvesteringer i banksektoren (Massari et al., 2014). Dermed vil formelen for å finne frem til fri egenkapitalene for Sparebanken Vest være slik:

FCFE= Årsresultat +/- egenkapitalinvesteringer for å møte regulatoriske krav +/- planlagte endringer i egenkapitalen.

Vi starter, i likhet med tradisjonelle foretak, med årsresultatet for å finne den frie kontantstrømmen. Videre trekkes eller legges det til endringer i egenkapitalveksten med tanke på regulatoriske krav. Dermed er det essensielt å beregne egenkapitalinvesteringen når man skal komme frem til verdien av en bank.

Massari et al., 2014 anbefaler at man baserer estimatene på kravet til ren kjernekapital og forventningene til risikovektede eiendeler. Videre legges det til planlagte økninger eller reduksjoner i egenkapitalen. De planlagte endringene i egenkapitalen kommer utenom egenkapitalinvesteringer for å møte krav, og tas kun med dersom bankens ledelse har gitt retningslinjer for dette. Vi har nå en metode for å estimere FCFE for Sparebanken Vest, videre blir det å diskontere kontantstrømmen med metoden nevnt ovenfor.

2. Dividendemodellen

Siden dividenden er den eneste kontantstrømmen en eier kan forvente å få utbetalt, foruten om salg av aksjen vil verdien av egenkapitalen være nåverdien av fremtidige utbytter. Metoden verdsetter altså verdien av egenkapitalen basert på estimerte fremtidige utbytter og neddiskontere disse med egenkapitalkostnaden. Hvis selskapet ikke har noen rentebærende gjeld eller finansielle eiendeler vil det ikke være noe forskjell mellom dividendemodellen og kontantstrømmodellen (Kaldestad og Møller, 2016).

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Div_t}{(1 + K_e)^t}$$

- P_0 = Verdi på aksjen
- Div_t = Utbytte/dividene
- K_e = Avkastningskrav til egenkapital

Antar vi at utbyttet fra første periode vil vokse med konstant vekstrate kan vi enkelt benytte Gordons vekstformel.

$$P_0 = \frac{Div_1}{(K_e - g)}$$

- Div_1 = Dividende første året
- g = Forvente konstant vekstrate

3. Residualinntekt/ superprofittmetoden

Teknikken ser på om et selskap har skapt kapitalavkastning som er større en avkastningskravet. Dersom selskapet har skapt avkastning over avkastningskravet er det skapt superprofitt. Superprofittmodellen er splittet opp i tre komponenter: bokført verdi på verdsettelsestidspunktet + nåverdien av superprofitten i den eksplisitte perioden + terminalverdien av superprofitt (Gjesdal, 2012).

$$V_0 = BV_0 + \sum_{t=1}^t \frac{RI_t}{(1 + K_e)^t} + \frac{T_t}{(1 + K_e)^t}$$

hvor, $T_t = \frac{RI_t}{K_e - g}$ og $RI_t = E_t - K_e * BV_0$

- V_0 = verdien av egenkapitalen
- BV_0 = Bokført verdi av egenkapitalen periode 1
- RI_t = Superprofitt
- K_e = Avkastningskrav til egenkapital
- E_t = Resultat etter skatt.

Totalkapitalmetoden

Totalkapitalmetoden eller selskapsmetoden verdsetter verdien av egenkapitalene på en indirekte måte. Denne metoden baserer seg på frie kontantstrømmer til selskapet, altså den residuale kontantstrømmen etter at driftskostnader, reinvesteringer og skatter er betalt, men før betaling til kreditorer eller eiere. Videre som i egenkapitalmetodene neddiskonterer man den frie kontantstrømmen til selskapet på en veid gjennomsnittlig kapitalkostnad (WACC). (Kaldestad og møller, 2016)

$$V_0^E = \sum_{t=1}^t \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{T_t}{(1+WACC)^t} - V_0^D$$

$FCFF = EBIT (1 - tc) + \text{avskrivninger} - \text{kapitalutvidelser} - \text{endring i netto arbeidskapital}$

Gjennom denne metoden møter vi en tidligere nevnt utfordring ved verdsettelse av bank: kapitalutgifter, endring arbeidskapital og gjeld er ikke klart definert. Ettersom vi ser at formelen baserer seg på endring i netto arbeidskapital er denne metoden ikke velegnet for verdsettelse av bank.

Begrensninger med fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse er basert på forventede fremtidige kontantstrømmer og tilhørende diskonteringsrenter. Denne metoden passer best for foretak som på verdsettelsestidspunktet har positive kontantstrømmer og at det er mulighet å predikere de fremtidige kontantstrømmene med en god grad av sikkerhet. Det er også svært viktig at en har oversikt over risikoen tilknyttet bedriften, dette for å kunne beregne avkastningskravet på en sikker og god måte. For bedrifter som ikke tilfredsstillt disse kravene, vil det være vanskelig å gjennomføre en fundamental verdsettelse. Eksempler på situasjoner som kan gjøre det

problematisk å gjennomføre verdsettelse på fremtidige diskonterte kontantstrømmer er beskrevet under (Damodaran, 2012):

- Bedrifter opererer i markeder som er sykliske og følger konjunktorene i verden. Dette fører til at kontantstrømmene har stor grad av korrelasjon med konjunktorene, altså øker i oppgangstider og reduseres i nedgangskonjunkturer. Dermed vil verdien av selskapet avhenge mye av den skjønsmessige forventningen til hvordan konjunktorene skal utvikle seg.
- Bedrifters resultater og kontantstrømmer kan ofte være negative og de kan forvente å tape kapital i fremtiden. Hvis bedrifters resultater skifter ofte og er negative vil det være vanskeligere å estimere gode fremtidige kontantstrømmer, en for bedrifter med stabile og modne finansielle forhold.
- Fundamentale verdsettelsen basere seg på fremtidige kontantstrømmer, kontantstrømmene basere seg på hvilken verdi eiendelene klarer å generere. Dette fører til at fundamental verdsettelse ikke tar hensyn i de ubenyttede eiendelene til bedriften og dermed kan gi oss en verdi som ikke reflekterer den virkelige verdien til selskapet.. Det kan tenkes at slike ubenyttede eiendeler kan være patenter og lisenser som ikke er tatt i bruk. Dermed bidrar ikke disse eiendelene til kontantstrømmen per dag dato og dermed ikke med i verdivurderingen. Dette til tross for at disse eiendelene kan være svært verdifulle og bidra til kontantstrømmene i fremtiden.
- Bedrifter kan være inni en restruktureringsprosess, dette kan innebære at selskapene selger og kjøper nye eiendeler. Noe som igjen fører til endringer i kapitalstrukturen og dividendepolitikken. Dette skaper dermed usikkerhet og vanskeliggjør estimeringen av de fremtidige kontantstrømmene.
- En siste faktor som kan gjøre det problematisk å verdsette basert på fremtidige kontantstrømmer er at selskapet er involvert i et oppkjøp. Her vil man kunne gå glipp av ulike synergieffekter og det blir viktig å prøve å verdsette disse synergiene. Er selskapet på vei til å bli kjøpt opp, vil endringer i ledelsen kunne påvirke dividendepolitikk og hvilken risiko selskapet har.

Den eneste faktoren vi mener kan komplisere bruken av fundamental verdsettelse for Sparebanken Vest, er momentet som handler om sykliske bedrifter. Banker kan sies å være hovedpulsårene i økonomien og blir ofte omtalt som medsyklisk. Dette vil i korte trekk si at

bankene øker sin aktivitet i høykonjunktur når etterspørselen etter bankens produkter er høy. Dermed er etterspørselen etter bankens produkter mye styrt av hvilken konjunktursituasjon økonomien befinner seg i. Vi mener likevel denne utfordringen ikke umuliggjør en fundamental verdsettelse av verdien til egenkapitalbevisene.

3.3 Valg av verdsettelses teknikk

Ved valg av verdivurderingsteknikk er det viktig å ta hensyn til selskapets livssyklus, bransjeegenskaper, vurdering av fortsatt drift og hvilken data man har tilgjengelig (Knivsflå, 2019). Vi anser Sparebanken Vest som et modent selskap i likhet med resten av banknæringen. Selskapet har hatt sine opp- og nedturer, men regnes som et stabilt selskap innenfor sparebanknæringen med lang driftshistorie. Siden selskapet er på børs finnes det god offentlig informasjon om selskapet.

Som nevnt i kapitlet finnes det tre ulike metoder innenfor fundamental verdsettelse. Disse metodene har alle sine fordeler og ulemper med hensyn til å verdsette Sparebanken Vest. Innenfor fri kontantstrøm kan vi velge mellom egenkapital eller total kapital metoden. Gjennom dette kapitlet har vi drøftet at total kapitalmetoden blir vanskelig å gjennomføre fordi det er vanskelig å definere hva som bankens råmateriale, finansieringskapital og beregning av endringen i arbeidskapital. Dermed faller valget på fri kontantstrøm til egenkapitalen. Som nevnt tidligere vil vi benytte en alternativ løsning på beregning av reinvesteringer.

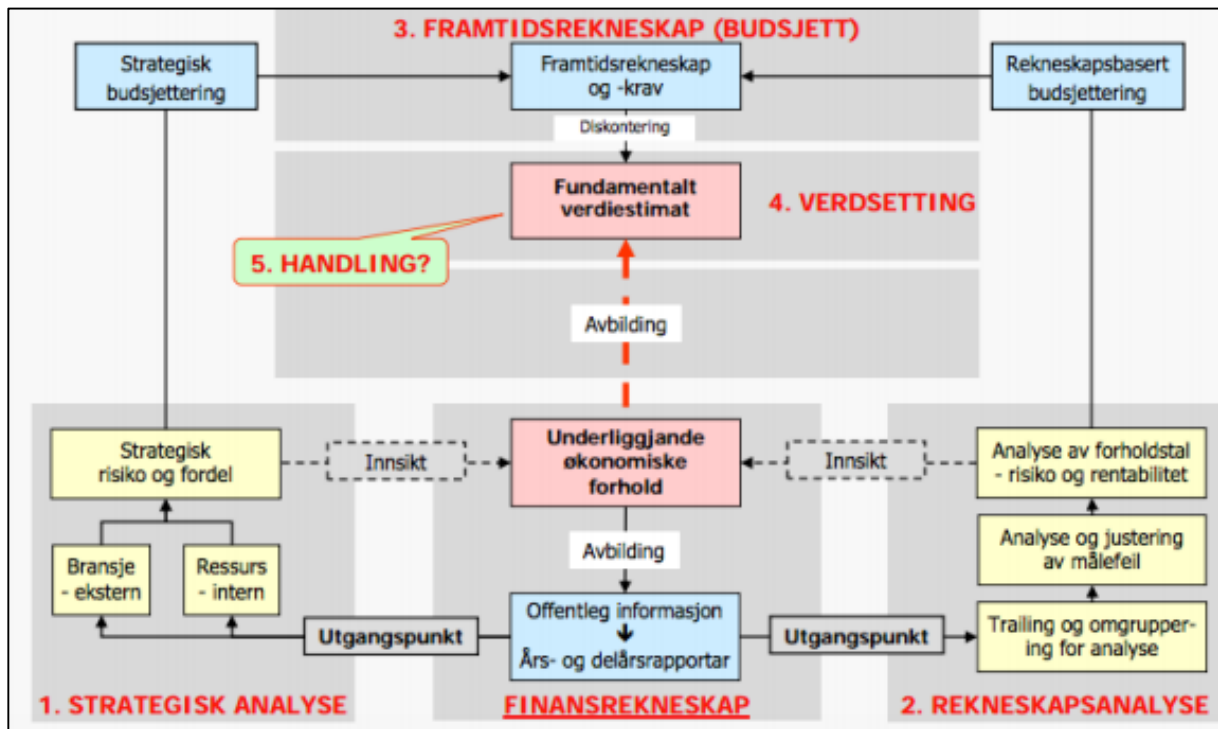
Kaldestad og Møller mener bruk av dividendemodellen passer bra til banker og finansinstitusjoner (Kaldestad og møller, 2016). Årsaken er at metoden tar hensyn til at deler av overskuddet ofte holdes tilbake for å finansiere regulatoriske krav til egenkapitalen dersom bedriften vokser. Damodaran mener på den annen side at dividendemodellen kan skape utfordringer ved verdsettelse av en bankvirksomhet. Sparebanknæringen bryter nemlig med en vesentlig forutsetning, at bedriftene betaler ut maksimalt utbytte. Innenfor sparebanknæringen holder ikke denne antagelsen, som følge av eierstruktur og politiske restriksjoner. En konsekvens ved bruk av dividendemodellen kan vil derfor være at vi over eller underestimerer verdien til egenkapitalen (EY, 2002).

Basert på diskusjonen over er vi kommet frem til at fri kontantstrøm til egenkapitalen og den alternative metoden for å finne FCFE er de beste metodene.

Vi ønsker å kombinere den fundamentale verdsettelsen med komparativ verdsettelse som et supplement. Her ønsker vi å legge størst vekt på multiplikatorer som P/E og P/B fremfor for eksempel EV/EBIT. Dette begrunnes med problemstillingen knyttet til hva som defineres som gjeld (EY, 2002).

Den komparative verdsettelsen brukes i hovedsak for å kontrollere rimeligheten i verdien vi har kommet frem til i den fundamentale verdsettelsen.

3.4 Rammeverk fundamental verdivurdering



Figur 7: Modell for fundamental verdivurdering (Penman, 2012)

Steg 1 - Strategisk analyse

Den strategiske analysen gir innsikt i bank- og finansnæringen. Hovedformålet i den strategiske analyse er å avdekke om selskapet har en strategisk fordel eller ulempe. Et selskap innehar en strategisk fordel når rentabiliteten er større en avkastningskravet. I analysen vil vi se på både eksterne og interne forhold som er tilknyttet selskapet og bransjen. Dette steget vil være en kvalitativ analyse som basers på offentlig tilgjengelig informasjon (Knivsflå, 2019).

Steg 2 - Regnskapsanalyse

Det neste steget er å utarbeide en regnskapsanalyse der man bruker finansregnskapet for å avdekke underliggende økonomiske forhold. Den kvantitativ analyse skal bidra til å skaffe kunnskap om Sparebanken Vest og sammenlignbare sparebanker, og baseres på historiske regnskapsinformasjon. Regnskapsanalysen utføres ved omgruppering, justering av målefeil og en analyse av forholdstall. Målet er at analysen skal gi oss et bilde av bedriftens eventuelle strategiske fordeler og ulemper. Videre knyttes den strategiske analyse sammen med regnskapsanalyse og skal danne grunnlaget for den fundamentale verdsettelsen.

Steg 3 - Fremtidsregnskap og avkastningskrav

I det tredje steget arbeides det med fremtidsregnskap og avkastningskravet som baseres på kunnskapen vi har tilegnet oss i de tidligere stegene. I praksis utføres dette ved budsjettering av fremtidige kontantstrømmer og lønnsomhet. Avkastningskravet er investorenes krav til lønnsomhet og benyttes som diskonteringsrente ved verdivurderingen av bedriften.

Steg 4 - Fundamental verdsettelse

Her tas det utgangspunkt i alle de tidligere stegene, for å utarbeide et fundamentalt verdiestimat på Sparebanken Vest. I dette steget vil vi som diskutert tidligere forholde oss til fri kontantstrøm til egenkapital.

Steg 5 - Handlingsstrategi

I det siste steget vil vi utarbeide en handlingsstrategi basert på verdiestimatet. Da vi verdsetter selskapet som en ekstern investor blir beslutningen om vi skal kjøpe, selge eller holde aksjen i Sparebanken Vest tatt stilling til.

4.0 Strategisk analyse

I dette kapitlet analyseres strategiske faktorer som påvirker Sparebanken Vest sin verdiskapning og selskapsverdi. Ulike rammeverk vil bli brukt for å identifisere om Sparebanken Vest har, eller kan opparbeide seg en gunstig posisjon i forhold til sine konkurrenter. Med andre ord om selskapet besitter et konkurransemessig fortrinn.

Strategisk analyse skal gi en grundig innføring i både interne og eksterne underliggende forhold for Sparebanken Vest og bransjen som helhet. Dette blant annet for å avdekke

konkurransforholdet i bransjen, og om selskapet har en strategisk fordel eller en strategisk ulempe i forhold til sine konkurrenter. Nedenfor kartlegges Sparebanken Vest sine eksterne omgivelser. Videre analyseres de interne forholdene. Kjennskap til og forståelse av forhold som påvirker konsernet skal gi oss et godt grunnlag for en presis verdivurdering av konsernet.

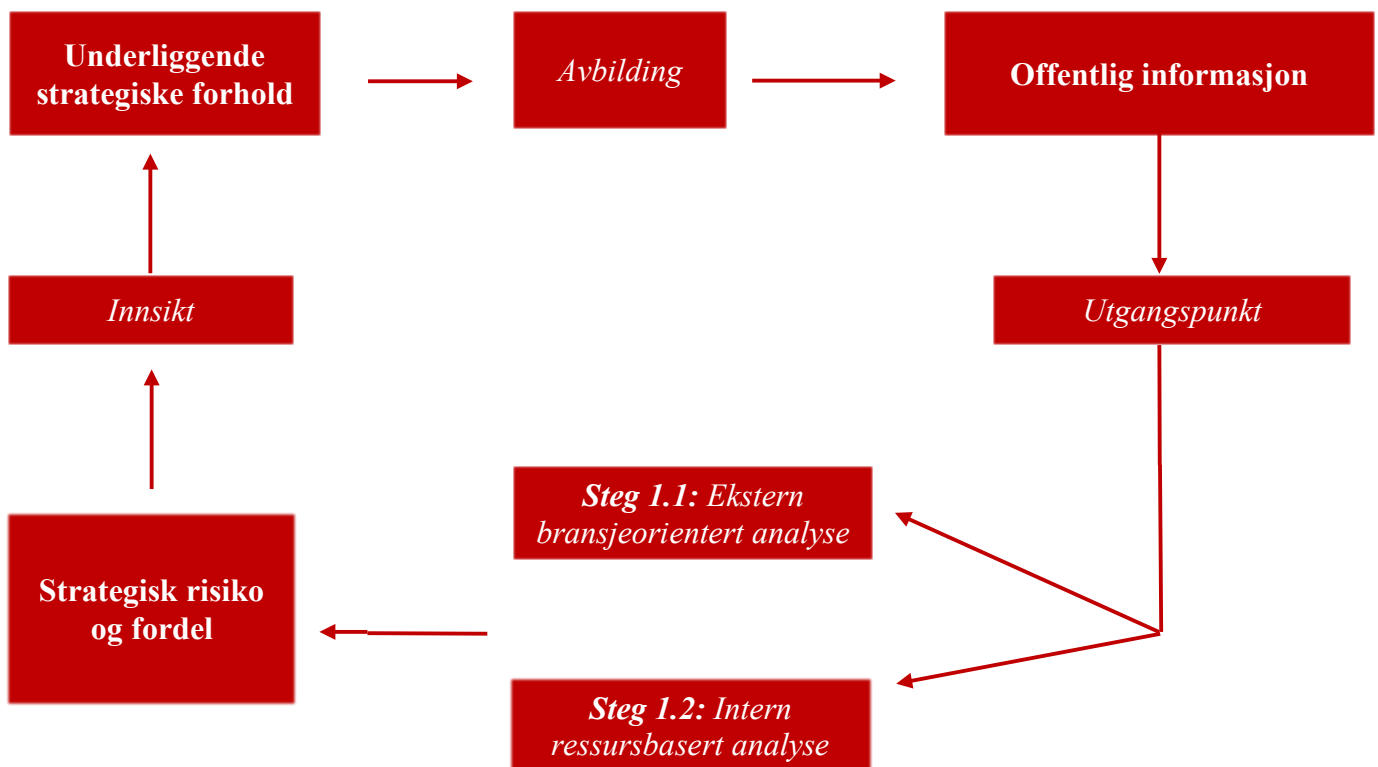
Ifølge rammeverket foreligger det en strategisk fordel dersom egenkapitalrentabiliteten er større enn egenkapitalkravet (Knivsflå, 2019). Hvorvidt en kan måle, fastsette størrelse og bestemme de ulike kvalitative faktorene og underliggende skjønsmessige vurderingene som fremkommer i den strategiske analysen på en presis måte kan imidlertid diskuteres.

Strategisk fordel defineres som:

$$\text{Strategisk fordel} = \text{egenkapitalrentabilitet} - \text{egenkapitalkrav}$$

$$SF = \underbrace{(ekr_B - ekk_B)}_{(\text{ekstern})} + \underbrace{(ekr - ekr_B)}_{(\text{intern})} + (ekk_B - ekk)$$

B = bransje



Figur 7: Rammeverk for strategisk analyse (Knivsflå, 2019)

I dette kapittelet bruker vi offentlig tilgjengelig informasjon og rammeverket i figuren over som utgangspunkt for den strategiske analysen. Sparebanken Vest konsernet rapporterer i henhold til den internasjonale regnskapsstandarden IFRS, med både års- og kvartalsrapporter. Vi har i vesentlig grad benyttet oss av denne rapporteringen i utarbeidelse av analysen.

Den strategiske analysen kan hovedsakelig deles inn i to deler. Èn ekstern og èn intern del. Eksternanalysen tar for seg makroøkonomiske forhold som selskapet befinner seg i. Makroøkonomiske faktorer er forhold konsernet ikke kan kontrollere og som er utenfor selskapets kontroll. Internanalysen kartlegger ressursene foretaket besitter, samt styrker og svakheter ved disse. Å identifisere de kritiske verdiskapende aktivitetene er sentralt. God innsikt i den strategiske analysen skal gjøre det mulig å avdekke om det foreligger strategiske fordeler eller ulemper i selskapet. Dette skal avslutningsvis føre til at vi kan anslå noe fornuftig om dagens, og fremtidens markedssituasjon for selskapet.

Strukturen for analysen er tredelt og har en top-down tilnærming. I analysen av makrofaktorer, bransje og konkurransemessige forhold benyttes henholdsvis PESTEL-rammeverket og Porters fem krefter.

I den interne analysen har vi valgt å benytte SWIMA/VRIO-analysen. Formålet med den interne analysen er å identifisere kritiske interne verdidrivere. Avslutningsvis vil interne og eksterne forhold bli oppsummert i en SWOT-analyse hvor vi kartlegger og gir en indikasjon på hva vi mener er selskapets styrker og svakheter.

4.1 PESTEL - Makroøkonomisk analyse

Rammeverket PESTEL brukes som et verktøy for å kartlegge eksterne forhold på makronivå. Hvilke eksterne faktorer som påvirker Sparebanken Vest står i fokus. Hovedgrunnen til at vi velger å benytte denne modellen er dens evne til å avdekke hvordan ulike eksterne faktorer påvirker organisasjonen.

PESTEL-analysen er sammensatt av politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og legale forhold. Sparebanken Vest har ikke mulighet til å påvirke disse faktorene og må følgelig prøve å tilpasse seg på best mulig måte. Målet er at vi i løpet av

analysen har klart å kartlegge de kritiske faktorene som vil være av avgjørende karakter for bankens langsiktige strategiske utvikling.

Politiske forhold

Selskaper må forholde seg til fastsatte lover og regler. Både myndigheter nasjonalt og globalt har makt til å vedta og håndheve lover. Politiske forhold påvirker dermed bransjer direkte og indirekte. Ulike bransjer opererer med forskjellige regelverk. Eksempler på avgjørende lover og regler knyttet til bransjeforholdene er skattepolitikk, avgifter og infrastruktur.

Økonomiske forhold

Makroøkonomiske faktorer i verdensøkonomien er med på å påvirke næringslivet. Inflasjon, styringsrenten og bruttonasjonalprodukt er sentrale størrelser.

Sosiokulturelle forhold

Forhold som omhandler et lands demografiske og kulturelle forhold. Befolkningsvekst, alderssammensetning, utdanningsnivå og levestandard har stor betydning for de sosiokulturelle forholdene.

Teknologiske forhold

Innovasjon og teknologisk utvikling har betydelig innvirkning på næringslivet. Disruptiv innovasjon kan forandre markeder og gjøre gamle forretningsmodeller verdiløs i fremtiden. Banknæringen er i en teknologisk brytningstid som gjør at bransjen i vesentlig grad påvirkes av teknologiske forhold.

Legale forhold

Overordnede retningslinjer danner grunnlag for diverse vilkår som for eksempel hvilke helse- og sikkerhetskrav samt arbeidsrettigheter de ansatte har. Generelt har de legale forholdene stor innvirkning på selskapers underliggende drift.

Miljømessige forhold

Eksterne forhold knyttet til samfunnets syn på det grønne skiftet og en bærekraftig utvikling. Dette kan eksempelvis være lover og regler knyttet til CO₂-utslippskrav eller ansvarlige investeringer.

4.1.1 Politiske og legale forhold

Banknæringen er sentral i utviklingen av morgendagens samfunn, og som en konsekvens av dette reguleres bransjen strengt. Politiske forhold i banknæringen handler om å skape økonomisk stabilitet og en bærekraftig økonomisk vekst. 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). Det kan derfor argumenteres for at det blir lettere for bankene å tilpasse seg de politiske reguleringene. Skattepolitikk, retningslinjer for utlån til boligformål og Basel-rammeverket er blant viktige politiske faktorer som analyseres nedenfor.

Selskapsbeskatningen er en faktor som i stor grad påvirker Sparebanken Vest. Beskatningen i Norge har historisk sett vært høyere enn gjennomsnittet i Europa, men skatten har gradvis blitt redusert (Amundsen, 2018). Fra 2013 til i dag er selskapsskatten i Norge redusert fra 28 prosent til 22 prosent. Myndighetenes beslutning om å redusere skatten vil trolig føre til økt verdiskapning i fremtiden. Konsekvensene av reduserte skattesatser vil trolig være at forholdene i større grad enn tidligere ligger til rette for en vekstkraftig økonomi.

Finansministeren argumenterte i en pressemelding 08.10.2018 med at den internasjonale utviklingen, med økt kapitalmobilitet og skattetilpasning over landegrensene taler for at selskapsskatten bør reduseres ned mot nivået til våre nærmeste handelspartnere (Regjeringen.no). En selskapsskatt på 22 prosent vil trolig gjøre næringslivet i Norge og Sparebanken Vest mer konkurransedyktig mot sine handelspartnere i fremtiden.

Som en fornyelse av PSD1 ble PSD2-rammeverket for regulering av betalingstjenester innad i EU godkjent i Januar 2018 (Finans Norge, 2019). Norge er inkludert i rammeverket fordi landet er medlem av EØS. I Norge trer det nye direktivet i kraft 01.04.2019. Hensikten med innføringen er å stimulere til økt konkurranse om betalingstjenester, fremme innovasjon av tjenester, og øke sikkerheten for nettbetaling (Compello, 2019). Både banker, finansielle institusjoner og kundene vil bli berørt av de nye reguleringene. Direktivet åpner for at andre aktører som ikke er en bank kan utføre rene betalingstjenester på vegne av kundene men også innhente informasjon fra kundenes konti, og sammenstille disse på tvers av bankene dersom kunden har flere bankforbindelser (Finans Norge, 2019). Rammeverket åpner med andre ord for at etablerte aktører som for eksempel Facebook, Apple, Alipay og Google kan konkurrere i det norske markedet. Ettersom disse aktørene fra før har tilgang på betydelig mengder

persondata vil reguleringene kunne få konsekvenser for konkurransesituasjonen i markedet, og følgelig Sparebanken Vest sin strategiske tilpasning. Vi ser allerede at Sparebanken Vest har gjort noen strategiske tilpasninger. Både Sparebanken Vest og flere av deres datterselskaper har den senere tid inngått et samarbeid med den bergensbaserte Fintech-klyngen NCE Finance Innovation. Dette for å møte morgendagens bankløsninger, noe vi kommer tilbake til i den interne analysen.

GDPR reguleringene er et annet eksempel på politiske reguleringer som har fått konsekvenser for Sparebanken Vest. De nye personvernreguleringene har ført til at Sparebanken Vest og bransjen som helhet har vært nødt til å bruke ressurser på å gjennomgå sine rutiner for datainnsamling.

Som vi nevnte innledningsvis har Basel-rammeverk for kapitaldekning ført til at Sparebanken Vest har måttet se seg nødt til å tilpasse seg strengere krav fra tilsynsmyndighetene. Sentralt i Basel III standarden ligger krav til kapitalbuffer, økte minstekrav til kjernekapital, minstekrav til uvektet egenkapitalandel og kvantitative likviditetskrav (Finanstilsynet.no)

Konsekvensen av Basel-rammeverket har blant annet vært at det har blitt dyrere for Sparebanken Vest å opprettholde sin vekst. Dette fordi banken blant annet har vært nødt til å holde tilbake overskudd for å styrke sin kapitalbase. Videre foreligger det et forslag fra Finanstilsynet om å definere Sparebanken Vest som en systemviktig bank. Dette vil i praksis kunne redusere bankens utlånsvekst og inntjening ettersom det vil føre til at banken må styrke sin kapitalbuffer ytterligere (Bergens Tidende, 2019).

Boliglånsforskriftene er et regelverk i Finansforetaksloven som innbefatter enkelte hovedpunkter. Det stilles krav til belåningsgrad, avdragsbetaling, kundens betjeningsevne, og gjeld i forhold til inntekt (Regjeringen, 2019).

Som en reaksjon på sterk boligpris- og gjeldsvekst i Norge innførte myndighetene nye boliglånsforskrifter både 1. Juli 2015 og 1. Januar 2017. Dette er i midlertid ikke de første reguleringene som har blitt vedtatt. I 2010 ble de første retningslinjene for forsvarlig utlånspraksis for lån til boligformål anmodet. Tilsynet rådet den gang bankene til å ha en utlånspraksis hvor lånet ikke skulle oversige 90 prosent av boligens markedsverdi, og ikke være høyere enn tre ganger låntakers inntekt. Fem år senere, 1. Juli 2015, ble kravet fra

finanstilsynet fastsatt: “*Forskrift om krav til nye utlån med pant i bolig*”. Formålet med regelverket var å bidra til en jevn og bærekraftig utvikling i landets boligmarked.

Videre kunngjorde finansminister Siv Jensen, 16. Desember 2016, nye boliglånsforskrifter med iverksettelse fra 1. Januar 2017 (Regjeringen, 2019). Forskriftene fra 2015 ble bevart men med utvidede bestemmelser, samt at enkelte krav ble skjerpet. I følge rammeverket skulle lån med pant i bolig ikke overstige 85 prosent av boligens verdi og maksimal belåningsgrad for rammelån ble redusert fra 70 til 65 prosent. Forskriften skulle vare til 30. Juni 2018, men med tanke på den daværende oppgangskonjunkturen og økt gjeldsbelastning, ble regelverket gjeldende på ubestemt tid for å bevare den finansielle stabiliteten i landet. Med strammere reguleringer reduserer Sparebanken Vest sin risiko for misligholdte lån, men samtidig bidrar reguleringene til reduserte utlån for selskapet.

For Sparebanken Vest har konsekvensene av boliglånsforskriftene vært noe redusert utlånsvekst i perioden og økt fokus på betjeningsevne.

4.1.2 Økonomiske forhold

Økonomiske faktorer omhandler makroøkonomiske forhold som kan påvirke den underliggende driften og lønnsomheten til Sparebanken Vest. Vi mener bankinstitusjonene nærmest kan karakteriseres som hovedpulsåren i økonomien, og påvirkes derfor i vesentlig grad av konjunktursvingningene.

Siden høsten 2016 har veksten i bruttonasjonalprodukt i Norge vært god. Internasjonal vekst, økende oljepris, svak kronekurs og lave renter er noen av faktorene som har bidratt til en solid økonomisk vekst i perioden. Det er viktig å presisere at Norge er en liten åpen økonomi som i betydelig grad påvirkes av de største økonomiene i verden. En betydelig del av den økonomiske veksten i Norge kommer derfor også som følge av veksten utenlands.

I årene fremover estimerte regjeringen en økning i årlig fastlands-BNP på henholdsvis 1,9% for 2019 og 2020 (Regjeringen, 2019). Med andre ord forventes det at veksten i Norge trolig vil avta. Ringvirkningene og konsekvensene det trolig vil få for Sparebanken Vest belyses nedenfor.

Fra finanskrisen til i dag har global økonomisk vekst med historisk lave renter og ekspansiv finanspolitikk bidratt til god likviditetstilgang og tilfredsstillende soliditet for banken, noe som har vært grobunnen for de gode resultatene i banksektoren. Dagens moderate

oppgangskonjunktur i Norge påvirker bankens inntjening blant annet som følge av færre tap på utlån og bedre utlånsvekst enn hva som ville vært tilfelle om økonomien hadde lagt på trendvekst. En kombinasjon av at Sparebanken Vest har hatt lav eksponering mot konjunkturutsatte næringer og en stram styring med god kredittkvalitet har medført at tapsavsetningene har vært betraktelig lavere enn hva banken forutså ved inngangen til 2018 (Sparebanken Vest Årsrapport 2018). I perioden fremover tror vi imidlertid helhetsbildet vil bli noe annerledes for banken.

Vi mener det er rimelig å anta at Sparebanken Vest kan forvente en noe høyere innskuddsgrad enn tidligere. Dette begrunnes med at det er sannsynlig at en økt rentebane vil føre til at en større andel av kundene velger å plassere pengene i banken fremfor i kapitalmarkedet. Anslagene til regjeringen om en avtakende vekst i økonomien vil trolig føre til et lavere behov for arbeidskraft og dermed økt arbeidsledighet. Dette vil naturligvis svekke både privat- og bedriftsmarkedet ettersom betalingsevnen til konsumentene reduseres og etterspørselen i næringslivet avtar.

Renteutsiktene er en avgjørende økonomisk faktor for bankene. Norges Bank har for første gang på mange år økt sine renteutsikter. I Norge er styringsrenten per i dag 1 prosent. Slik Norges Bank vurderer utsiktene og risikobildet, vil styringsrenten sannsynligvis bli satt opp ytterligere i 2019 (Norges Bank, 2019). Dette er i samsvar med estimatene til DNB Markets sin rapport om økonomiske utsikter i 2019 (DNB Markets, 2019).

På bakgrunn av det ovennevnte, mener vi det er sannsynlig at utlånsveksten vil reduseres noe for Sparebanken Vest i fremtiden. En økt rente og en betydelig gjeldsbelastning blant kundene i privatmarkedet er argumenter som støtter våre antagelser. I bedriftsmarkedet vil konsekvensen være relativt like. Økte renter vil føre til at det i mindre grad vil eksistere attraktive investeringsalternativer. Følgelig vil utlånsveksten og derav også inntjeningen trolig reduseres. SSB sine analyser om at Norge i 2018 har den laveste befolkningsveksten siden 2004 er også et argument for at utlånsveksten trolig vil avta (Statistisk Sentralbyrå, 2019).

Lønn- og prisvekst er eksempler på andre økonomiske faktorer som påvirker den økonomiske veksten. Figuren nedenfor illustrerer Statistisk Sentralbyrås anslag for lønns- og prisvekst fremover.

År	2018	2019	2020	2021
Lønnsvekst	2,8	3,3	3,6	4,0
Prisvekst (KPI)	2,8	1,7	1,5	2,0

Kilde: Statistisk Sentralbyrå

Figur 8: Pris- og lønnsvekst

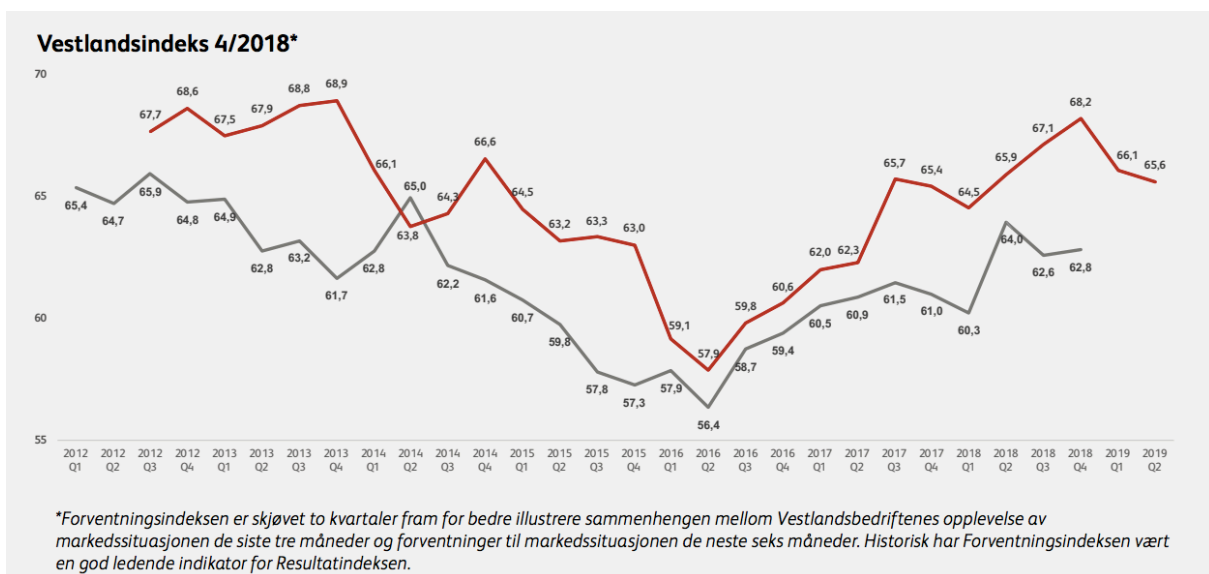
Ifølge SSB vil lønnsveksten være høyere enn prisveksten de kommende årene. Dersom SSB sine estimater viser seg å stemme, ligger det an til økt kjøpekraft. Økt kjøpekraft vil stimulere til økt etterspørsel og investeringer, som igjen vil kunne bidra til å øke utlånsvolumet til bankene. Siden kundemassen til Sparebanken Vest består av rundt 75 prosent privatkunder er boligmarkedet en viktig økonomisk faktor. Ser man bort fra finanskrisen i 2008 og oljeprisnedgangen i 2014-2015, har boligprisene hatt en vesentlig prisstigning på Vestlandet. I 2018 var aktiviteten i boligmarkedet høy. Ifølge Norges Bank vil tallet for usolgte boliger reduseres noe fremover. Samtidig bygges det nybygg i betydelig grad noe som kan dempe presset på boligprisene. Lav arbeidsledighet og lønnsvekst isolerte presse prisene opp. Ovennevnte er faktorer som kan tale for økt utlånsvekst og inntjening fremover. På tross av argumenter for utlånsvekst i fremtiden mener vi sannsynligheten for at den økonomiske aktiviteten vil avta, utlånsveksten reduseres og inntjeningen vil følge etter størst.

Videre i analysen har vi valgt å konsentrere oss om vestlandsøkonomien. På bakgrunn av at Sparebanken Vest har majoriteten av sine markedsandeler i denne landsdelen, mener vi det er viktig å analysere hvilke konsekvenser de økonomiske forholdene på Vestlandet kan få for banken.

I følge Sparebanken Vest sin Vestlandsindeks for fjerde kvartal 2018 forventes det en avtakende veksttakt fremover. Resultatet fra rapporten viser at vestlandsøkonomien, på lik linje med verdensøkonomien, er i ferd med å stabilisere seg. På tross av en avtakende oljepris i andre halvdel av 2018, bidrar petroleumssektoren i sin helhet til en positiv utvikling. På den annen side vil forventninger om avtakende etterspørsel og lønnsomhet bidra til å trekke ned den totale forventningen for næringslivet på Vestlandet.

Særlig næringslivet i Rogaland kommer positivt ut i undersøkelsen mens næringslivet i Sogn og Fjordane melder om den svakeste utviklingen på 6 år.

Forventningsindeksen nedenfor, viser vestlandsbedriftenes historiske økonomiske forventning samt forventningene som er knyttet til de neste seks månedene. Undersøkelsen er utført av Respons Analyse, på vegne av Sparebanken Vest. Respondentene blir i undersøkelsen spurt om viktige økonomiske indikatorer som for eksempel etterspørsel, sysselsetting, investering og markedsutsikter (Vestlandsindeksen, 2018). Indeksen går fra 0-100, hvor 50 er nøytralt.



Figur 9: Vestlandsindeksen (Sparebanken Vest, 2018)

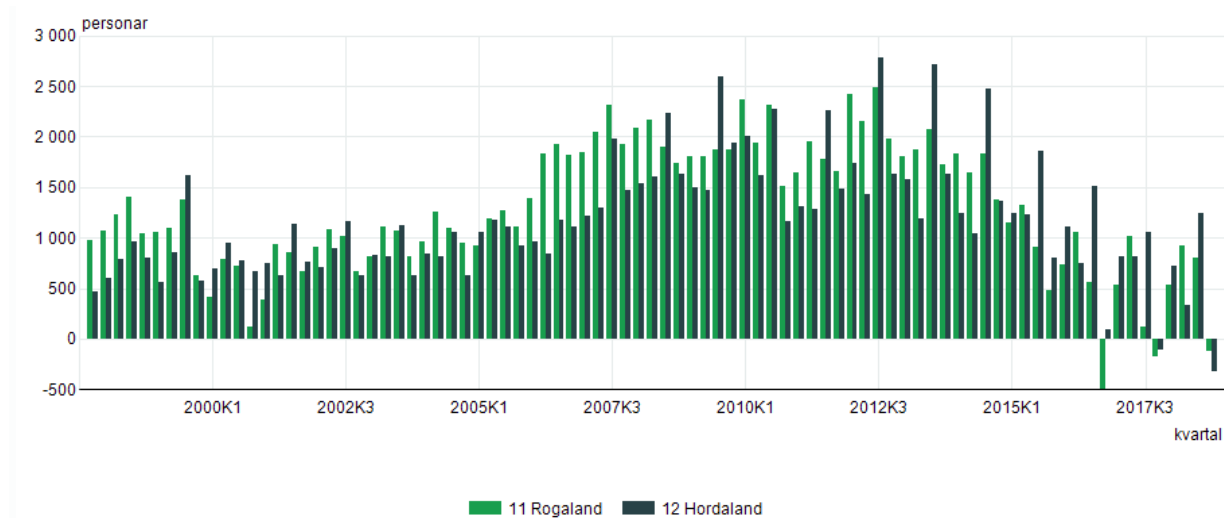
I samsvar med Statistisk Sentralbyrås prognoser viser forventningsindeksen at vestlandsbedriftene forventer en moderat veksttakt fremover. Resultatet over viser at bedriftene på Vestlandet har noe lavere forventninger til markedet de kommende månedene enn tidligere. Vi mener dette styrker våre antagelser om at Sparebanken Vest i tiden fremover trolig vil oppleve noe lavere veksttakt og avtakende inntjening.

Med utgangspunkt i det som er redegjort for over, mener vi at det er naturlig at risikonivået i utlånsporteføljen til banken, som følge av endringer i de økonomiske forholdene, vil være noe høyere i tiden fremover enn hva det er i dag.

4.1.3 Sosiokulturelle forhold

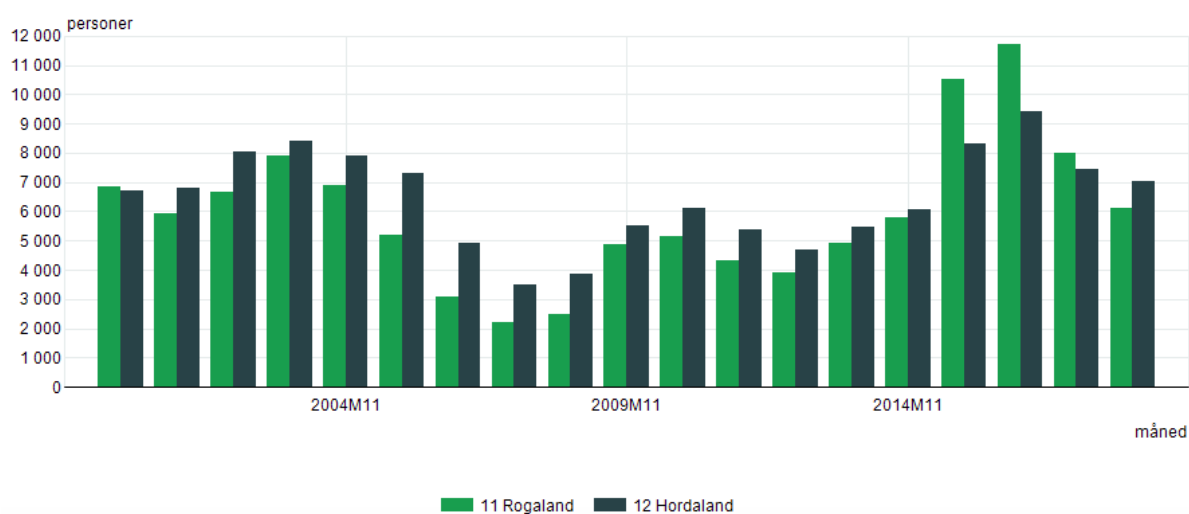
Sosiokulturelle forhold omhandler landets kultur og demografi. I analysen av de sosiokulturelle forholdene har vi benyttet oss av analyser og tallmateriale fra Statistisk Sentralbyrå. Vi beskriver først den historiske utviklingen og går deretter inn på hvordan vi tror de sosiokulturelle forholdene vil påvirke Sparebanken Vest i fremtiden.

I liket med den økonomiske veksten har folketallet i Norge hatt en kraftig vekst grunnet høy nettoinnvandring, relativt høy fruktbarhet samt få personer i aldre der det er vanlig å dø (Tønnesen, 2018). Sparebanken Vest er lokalisert på vestkysten av Norge og opererer hovedsakelig i markedene Rogaland, Hordaland og Sogn og Fjordane. Fylkene representerer tilsammen rundt 21 prosent av Norges befolkning med sine 1,1 millioner innbyggere. I analysen av de sosiokulturelle forholdene kommer vi hovedsakelig til å fokusere på Hordaland og Rogaland. Dette begrunnes med at majoriteten av utlånsporteføljen til banken befinner seg i disse regionene, og følgelig vil de utvalgte regionene ha mest å si for bankens utvikling.



Figur 9: Kilde: Kvartalsendring befolkning (Statistikkbanken, 2019)

Siden år 2000 har gjennomsnittlig kvartalsvis befolkningsvekst vært på henholdsvis 0,33% og 0,25% for Rogaland og Hordaland. Befolkningsveksten har fra første kvartal 2000 til tredje kvartal 2018 vært på 24% i Rogaland og 18,3% i Hordaland. Økningen i befolkningen skyldes i hovedsak netto innflytning til fylkene, altså innvandring og sentralisering. Ser man bort fra oljenedturen, har både Hordaland og Rogaland hatt en høy netto innflytting det siste tiåret. Sammenligner vi Rogaland med Hordaland har Hordaland hatt en høyere befolkningsvekst. Vi mener hovedårsaken til dette er nedgangen i olje- og offshoresektoren.



Figur 10: Utvikling i arbeidsledighet (Statistikbanken, 2019)

Figur 10 viser at arbeidsledigheten i Rogaland og Hordaland korrelerer og følger det samme mønsteret. Videre ser vi at Rogaland hadde den høyeste arbeidsledigheten i 2015 og 2016. Vi mener diagrammene over viser hvor sensitive regionene er for endringer i oljesegmentet, og da spesielt Rogaland.

Ifølge SSB sine prognoser for fremtiden vil vi oppleve lavere befolkningsvekst, økt sentralisering og en økning i antall eldre. Dette stemmer overens med Hordaland fylkeskommunes forventinger om lav befolkningsvekst og en eldre befolkning (Hordaland Fylkeskommune, 2019). Videre ser vi fra Rogaland fylkeskommune sin hjemmeside at regionen i 2017 hadde sin laveste befolkningsvekt på 30 år (Rogaland Fylkeskommune, 2019).

Vi mener en avtakende befolkningsvekt kan få betydelige konsekvenser for Sparebanken Vest. En redusert befolkningsvekst i regionene vil trolig bidra til å redusere utlånsveksten. Dette fordi lavere befolkningsvekst tilsier at veksten i boligmarkedet også trolig vil avta. Dersom etterspørselen etter boliger avtar vil det også være naturlig at aktiviteten i byggebransjen vil gjøre det samme. Vi mener en redusert befolkningsvekst vil ha en negativ påvirkning på Sparebanken Vest fordi utlånsporteføljen deres i vesentlig grad har eksponering mot eiendom. Det kan tenkes at næringskunder innen eiendomsutvikling vil få problemer med å selge boligene til ønsket pris om noen år, noe som vil ha innvirkning på deres

betjeningsevne og følgelig grad av misligholdte lån for Sparebanken Vest. En avtakende befolkningsvekst kan også få konsekvenser for markedsandelene. Dette begrunnes med at konkurransen om kundene i Hordaland og Rogaland trolig vil tilspisses ettersom befolkningsveksten reduseres. Vi mener derfor kundetilfredshet og gode relasjoner til kundene vil bli essensielt fremover.

Samtidig som en avtakende befolkningsvekst trolig vil ha en negativ effekt på banken, mener vi økt sentralisering vil ha en positiv effekt. Hordaland er landets tredje største fylke målt i folketall, og Bergen er landets nest største by. Sparebanken Vest sin hovedaktivitet er i Hordaland. Økt sentralisering vil trolig øke befolkningsveksten i Bergen relativt til andre byer og dermed blir det mulig for Sparebanken Vest å øke sine markedsandeler. For at banken skal lykkes med å øke sine markedsandeler, i tror vi det er essensielt at konsernet fortsetter med sitt utstrakte samfunnsmessige bidrag. I en bransje hvor prisene og tilbudet hovedsakelig er det samme tror vi det samfunnsmessige bidraget kan være en av de avgjørende faktorene for at kundene skal føle en tilhørighet.

Det forventes at andelen eldre vil øke de neste tiårene. Av den grunn tror vi markedet for pensjonssparing vil bli viktig fremover. For å beholde og kapre nye kunder i dette segmentet vil trolig bankens sparetilbud være en avgjørende faktor. Allerede i dagens marked ser vi at de store bankene i Norge i økende grad fokuserer på pensjonssparing. For at ikke Sparebanken Vest skal opparbeide seg en konkurransemessig ulempe mener vi banken bør forbedre dagens spareplattform. I motsetning til Sparebanken Vest har for eksempel DNB og Nordea forbrukerøkonomer som reklamerer i media for sine løsninger. Dette kunne vært en mulig strategi også for Sparebanken Vest.

4.1.4 Teknologiske forhold

Rune Bjerke mener at *”det å drive bank i det 21 århundre handler like mye å ta i bruk ny teknologi som det å vurdere kredittrisiko eller utbetale lån”* (DNB Nyheter, 2017). Uttalelsen hans gir oss et bilde på hvor viktig teknologi er blitt, og vil bli for banknæringen i fremtiden. Robotisering er blant eksemplene på teknologi som i økende grad vil påvirke banksektoren.

Teknologiske nyvinninger som for eksempel vipps har de siste tiårene forandre konkurransesituasjonen vesentlig innenfor bank og finans. Forandringen har hovedsakelig

vært verdiskapende men man ser også tilfeller hvor kundene opplever den teknologiske utviklingen som skremmende og ødeleggende. Fra gammelt av har det vært naturlig å ha et nært, og gjerne en lokal tilhørighet til banken. Men som konsekvens av fusjoner og oppkjøp i nyere tid har det blitt flere store aktører i markedet, og forholdet mellom bank og kunde er mindre personlig enn før.

Det kan argumenteres for at teknologiske nyvinninger og disruptive innovasjoner forandrer konkurransebildet fra å være lokalt til å bli nasjonalt, og internasjonalt. Det er ikke lenger slik at konkurransen er lokal blant bankene i nærområdet. I dag konkurrerer Sparebanken Vest i større grad enn mot de store nasjonale bankene som for eksempel DnB. Internasjonalisering er også i ferd med å påvirke konkurransesituasjonen til Sparebanken Vest. Store og tunge internasjonale aktører som for eksempel Google, Facebook, Apple, Alipay og Revolut er i ferd med å innta det norske markedet.

Konsernet påvirkes i stor grad av faktorer nevnt over. For å møte morgendagens konkurranse har banken selv engasjert seg i utvikling av finansielle tjenester. Bankens, sammen med en rekke av datterselskapene deres, er medlem av den bergensbaserte fintech-klyngen NCE Finance Innovation. Klyngen har som målsetning å utvikle, bruke og eksportere morgendagens bankløsninger (NCE Finance Innovation, 2019).

Vi mener Sparebanken Vest på mange teknologiske områder er blant de ledende aktørene i det norske markedet. Dette begrunnes med at bankens mobilbank lenge har vært rangert som den beste i både Appstore og Google Play noe vi kommer tilbake til i den interne analysen. I hovedsak mener vi de teknologiske forholdene ligger til rette for at Sparebanken Vest kan drive mer effektivt. Med andre ord vil de teknologiske forholdene trolig ha en positiv påvirkning på selskapet.

Risiko knyttet til cybersikkerhet er muligens en av de største teknologiske utfordringene banknæringen står ovenfor i fremtiden. Både Sparebanken Vest og andre finansinstitusjoner har større utfordringer enn noen gang knyttet til å ivareta kundenes sikkerhet. Samtidig gjør de teknologiske forholdene at bankenes risiko for å tape markedsandeler blir større. Men dersom banken utnyttet teknologien riktig mener vi potensialet til å kapre nye markedsandeler

er vel så stort. Et eksempel på Sparebanken Vest sine muligheter til å kapre nye kunder er deres nysatsing Bulder Bank som vi vil nevne mer grundig i den interne analysen.

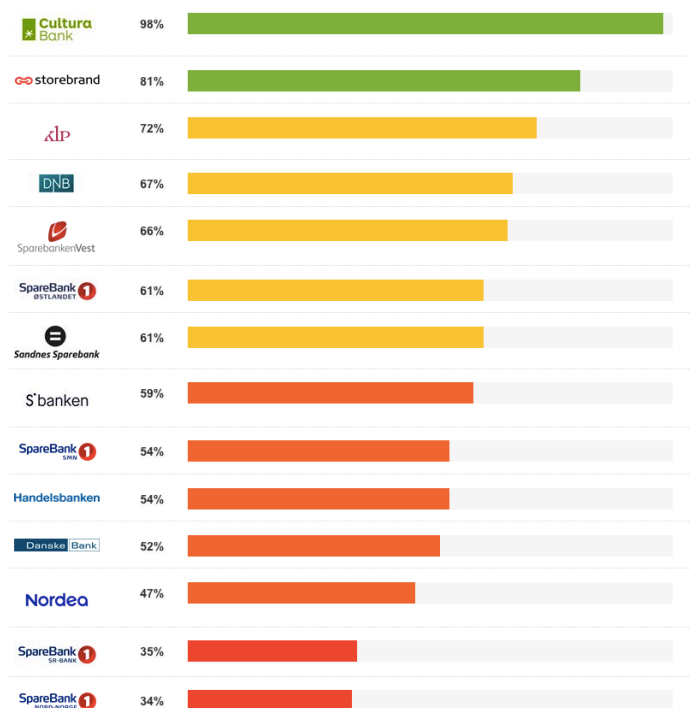
De teknologiske utviklingene skaper altså både utfordringer og muligheter for hvordan Sparebanken Vest kan posisjonere seg i fremtiden. De fleste banker har per dags dato gode digitale løsninger som nettbank og mobilbank, men næringen er i stadig utvikling og det blir viktig å hele tiden tilby kundene de enkleste og beste løsningene. Som følger av de teknologiske påvirkningene tror vi kampen om kundeeierskap vil bli meget viktig i fremtiden.

4.1.5 Miljømessige forhold

Det kan argumenteres for at de miljømessige forholdene bare er relevant for selskaper som direkte utnytter ressurser som det er vanskelig å erstatte, og at banksektoren ikke er særlig relevant i spørsmål knyttet til miljømessige forhold. På den annen side kan det argumenteres for at banksektoren har stor påvirkningskraft på de miljømessige forholdene via sin finansieringsvirksomhet. Selv om produksjonsselskaper i større grad enn banker må ta hensyn til miljømessige forhold, mener vi denne komponenten også er viktig i banksektoren. Både internasjonalt og nasjonalt stilles det krav til hvordan bankene skal opptre for å ivareta en bærekraftig samfunnsøkonomisk utvikling. Vi opplever at kunder i større grad enn tidligere er opptatt av miljømessige krav, og følgelig vil bankenes holdning til miljømessige forhold trolig bli viktig i fremtiden.

For bankene er ESG, som på norsk oversettes til miljø, sosiale og selskapsstyring, viktig å ha et forhold til. Det er kritisk at bankene, som er hovedpulsåren i økonomien og en viktig bidragsyter for verdiskapningen i Norge, fokuserer på bærekraft. Økt fokus kan iverksettes gjennom en fornuftig utlånspolitikk i henhold til miljømessige standarder. Redusert papirbruk eller økt fokus på grønne banktjenester og produkter er eksempler på hvordan bankene kan tilpasse seg. På samme måte bør bankens sparetilbud inneholde produkter som tilfredsstiller etiske og miljømessige krav. På lang sikt vil banker med fokus på bærekraft trolig opparbeide seg et konkurransefortrinn i forhold til sine konkurrenter. Grunnen til dette er at kundene stadig blir mer bevisst på temaer knyttet til etikk og miljø.

Det miljømessige fotavtrykket blir stadig viktigere i næringslivet. I Norge har samfunnet generelt og Etisk Bankguide spesielt de siste årene rettet søkelystet mot hvordan bankene i Norge forholder seg til temaer innenfor etikk og bærekraft (Etisk Bankguide, 2019). Hvordan bankene jobber for å beskytte utsatte og verdifulle naturområder, redusere miljøskadelig utslipp og bevare det biologiske mangfoldet er et sentralt spørsmål i Etisk Bankguides årlige rangering. I 2019 kom Sparebanken Vest på femteplass i organisasjonens rangering, noe som er godt over gjennomsnittet. Dette viser at Sparebanken Vest blir påvirket og tar hensyn til etikk og miljø. I figuren under vises resultatet fra rangeringen til Etisk Bankguide.



Figur 11: Rangering av bankers retningslinjer, krav og policydokumenter knyttet til etikk og miljø (Etiske Bankguide 2019)

I lys av de globale klimautfordringene verden står overfor vil det trolig stilles flere krav til banksektorens arbeid for et bærekraftig samfunn. I fremtiden vil det sannsynligvis rettes et sterkere søkelys mot dokumentasjon av bankenes bidrag til etikk og miljø.

Vi tror derfor at miljømessige forhold vil ha økt påvirkningskraft på banksektoren i fremtiden, og at Sparebanken Vest som følge av dette i større grad må ta hensyn til miljømessige forhold i sin strategiske planleggingsprosess.

4.1.6 Oppsummering

Banksektoren blir påvirket av mange ulike faktorer som ikke lar seg kontrollere eller påvirke. Nye lover og reguleringer gjør at næringen kontinuerlig må tilpasse seg for å være konkurransedyktig i markedet. Det er knyttet spesielt stor usikkerhet til den teknologiske utviklingen. Ny- og disruptiv teknologi utgjør en trussel for de etablerte aktørene. Samtidig legger ny teknologi til rette for at Sparebanken Vest sine muligheter til å tilpasse seg kundene bedres, og blir mer effektiv enn tidligere. Kundene har det siste tiåret blitt langt mer uavhengig og selvstendig enn tidligere. Som følge av politiske og teknologiske endringer mener vi banksektoren i fremtiden må øke sine evner til å tilpasse seg for å bli konkurransedyktige.

Økte renter både i Norge og internasjonalt, avtakende vekst i verdensøkonomien, økte handelsbarrierer og en avtakende befolkningsvekst vil trolig dempe bankenes fortjeneste de kommende årene. Bankenes miljømessige fotavtrykk og arbeidet de gjør for å ivareta et bærekraftig samfunn vil sannsynligvis ha økende betydning i fremtiden. Kundene fokuserer i økende grad på miljø og bransjen må derfor tilpasse seg.

Oppsummert mener vi bransjen og Sparebanken Vest i vesentlig grad påvirkes av nasjonale og internasjonale makroøkonomiske faktorer.

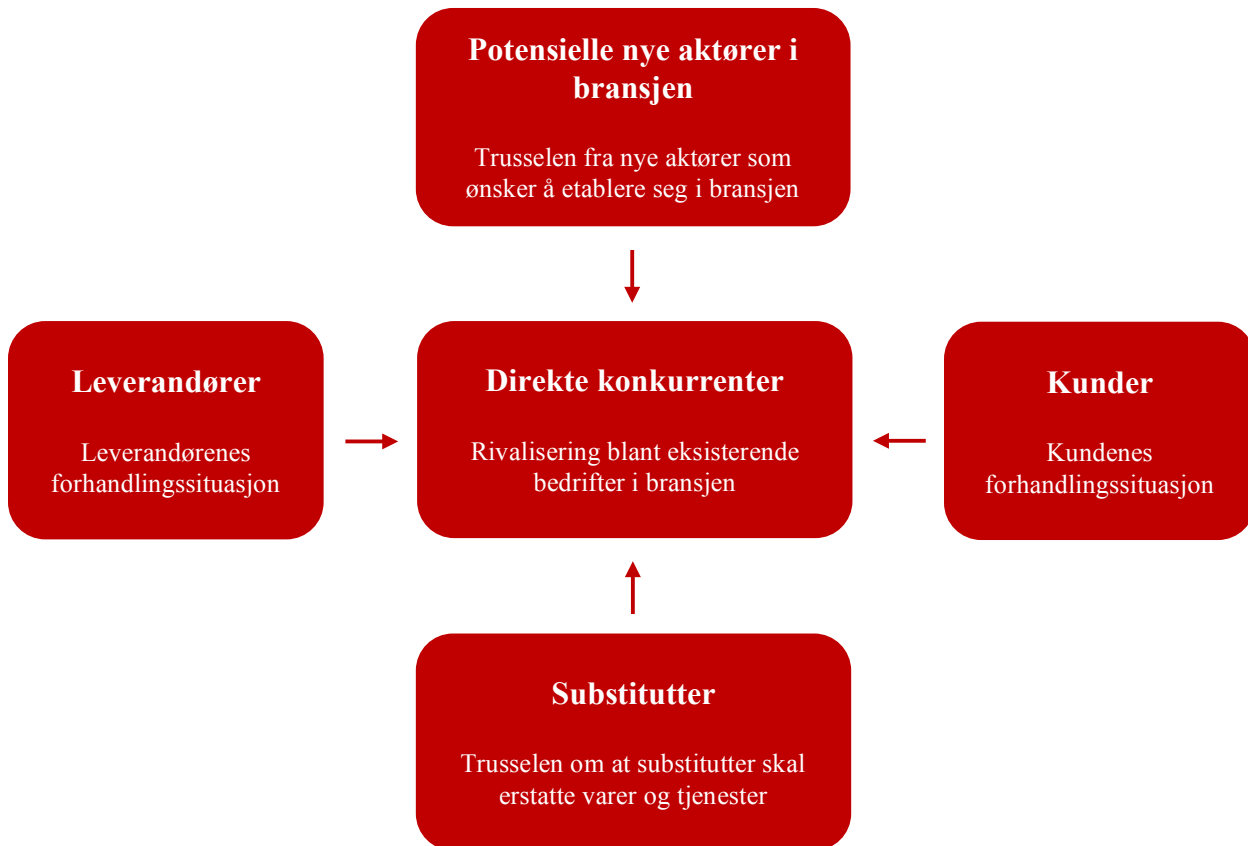
4.2 Porters fem krefter

PESTEL-analysen har gitt oss viktig informasjon om hvilke makroøkonomiske faktorer som påvirker konsernet. For å få et fullstendig bilde av selskapets strategiske prestasjon, posisjon og risiko velger vi å supplere med en femfaktormodell.

En av de mest anerkjente og brukte konkurranseanalysene er analysen ”Porters fem krefter”. Økonomen Michael E. Porter tok i 1979 utgangspunktet i at det var fem krefter som til sammen formet konkurransebildet for en gitt bransje (Johnson, Whittington, & Scholes, 2012). Analysen ble opprinnelig utviklet for å gi svar på om nye produkter og tjenester ville ha et lønnsomhetspotensiale.

I analysen nedenfor er målet å skape en forståelse av bransjen og forholdene som påvirker Sparebanken Vest. Vi ønsker å gi svar på hvordan konsernet skal posisjonere seg for å skape, og på best mulig måte bevare sin posisjon i markedet.

Som illustrert nedenfor er de fem kreftene som inngår i analysen inngangsbarrierer til markedet, trusler fra substitutter, kunder- og leverandørers forhandlingsmakt og den interne konkurransen med eksisterende selskaper i bransjen.



Figur 12: Porters fem konkurransekrefter (Kulturdepartementet, 2018)

Figuren over viser hvordan de fire kreftene påvirker intern rivalisering og konkurranseintensiteten blant eksisterende selskaper i bransjen. Vi velger å gjennomføre bransjeanalysen gjennom tre steg:

1. Identifiserer konkurransearena og dens verdipotensial
2. Analysere egen og andre aktørers posisjon
3. Vurdering av trusler og muligheter

(Løvendahl og Wenstøp, 2010).

Trinn 1: Identifiserer konkurransearena og verdipotensial

Formålet med det første trinnet i analysen er å kartlegge de mest sentrale aktørene for bedriftens konkurranseevne, bransjens potensielle lønnsomhet og vekstpotensial, og identifikasjon av markedet konsernet opererer i (Løvendahl og Wenstøp, 2010).

Sparebanken Vest er et ledende bank og finanskonsern på Vestlandet og konkurrerer primært om markedsandeler Hordaland, Rogaland og Sogn og Fjordane. Ettersom teknologien utvikler seg i et forrykende tempo, mener vi at alle banker- og finansbedrifter som tilbyr finansprodukter enten via filialer eller nettbasert løsninger kan betraktes som konsernets konkurrenter. Videre mener at de mest sentrale aktørene for Sparebanken Vest er banker som opererer på Vestlandet. På bakgrunn av den geografiske plasseringen og størrelse mener vi DnB, Nordea, S-banken, Handelsbanken og Sparebank 1 SR-bank i dag er selskapets mest sentrale konkurrenter.

Konkurransearenaen er i stadig utvikling og det er ikke gitt at de mest sentrale konkurrentene er de samme om noen år. I PESTEL-analysen påpeker vi at teknologiske nyvinninger og reguleringer fra myndighetene trolig vil endre konkurransearenaen betydelig i fremtiden.

Det kan argumenteres for at bankmarkedet i Norge er modent. Nærmest hele befolkningen i Norge har et kundeforhold i en bank. Dermed vil en økning i markedsandel gå på bekostning av markedsandelene til et annet selskap. Som tidligere nevnt vil befolkningsveksten trolig avta. Dette støtter argumentet om at kunder må kapres gjennom å vinne markedsandeler fra andre banker.

Verdipotensialet til Sparebanken Vest kommer i hovedsak fra tre komponenter: hvilket kundevolum banken har, hvilken lønnsomhet de ulike kundesegmentene har og hvor effektivt banken driftes. Det er med andre ord disse faktorene som i hovedsak legges til grunn for Sparebanken Vest sin lønnsomhet og vekstpotensial.

For å tiltrekke seg en større markedsandel må Sparebanken Vest differensiere seg fra sine nærmeste konkurrenter. Differensiering på produkt, differensiering på pris og fokus på ulike kundesegmenter er mulige strategier.

For en sparebank mener vi det er vanskelig å differensiere seg på produkt i privatmarkedet. Grunnen til dette er at produktene som tilbys og produktene som blir etterspurt stort sett er de

samme. I bedriftsmarkedet er det annerledes. Sparebanken Vest har gjennom SMB-satsningen gått sammen med Folio om å etablere et totaløkonomisystem for SMB-bedrifter (spvnyheter, 2018). Videre har de den siste tiden utviklet et likviditetssystem for bedrifter, Buffer, som løpende regulerer inn- og utbetalinger (Sparebanken Vest, 2019). Vi mener Sparebanken Vest med nysatsningene har lykket med å differensiere seg fra andre aktører i markedet, og at satsningene følgelig kan bidra til å øke kundevolumet og lønnsomheten i bedriftsmarkedet.

Det er ingen enkel oppgave for en sparebank å differensiere seg på pris fordi markedet er preget av høy konkurranseintensitet og store aktører med markedsrett. For å opprettholde lønnsomheten og vekstpotensialet til selskapet mener vi det blir viktig å finne en god balansegang mellom lønnsomhet og volum. Banken er avhengig av god operasjonell risikostyring. Tilfredsstillende interne prosesser og systemer for hvilke kunder og produkt som er lønnsomme anser vi som avgjørende for at konsernet skal lykkes.

Vi vurderer markedet som modent men samtidig mener vi konkurransearenaen er i en brytningstid hvor den teknologiske utviklingen er avgjørende for vekstpotensialet. En satsning vi mener er meget interessant for konsernets potensielle konkurranseevne, lønnsomhet og vekstpotensial er deres nysatsning Bulder Bank. Bulder Bank er Norges eneste rene mobilbank og vil trolig differensiere seg på både produkt og pris i forhold til tradisjonelle aktører. Konseptet retter seg mot et annet kundesegment enn Sparebanken Vest. Deres nye nasjonale satsning kan trolig bidra til å vinne markedsandeler over hele landet og øke inntjeningen til konsernet. På en annen side er faren at Bulder Bank vil stjele kunder fra Sparebanken Vest. Om dette blir tilfelle vil nysatsningen være ødeleggende for konsernets konkurranseevne.

Trinn 2: Egen og konkurrenters posisjon

I trinn 2 analyseres posisjonen til Sparebanken Vest konsernet og aktørene de må forholde seg til på konkurransenivå (Løvendahl og Wenstøp, 2010).

4.2.1 Kundens forhandlingsmakt

Målet med analyse av kundenes forhandlingsmakt er å oppnå et helhetlig bilde av kundenes forhandlingsmakt. Høy forhandlingsmakt vil øke konkurranseintensiteten mens lav forhandlingsmakt vil redusere konkurranseintensiteten i bransjen. De viktigste indikatorene på

kunders forhandlingsmakt er antall kunder i forhold til bedrifter, byttekostnader og grad av produkt differensiering og informasjonssymmetri mellom kunde og bedrift (Løvendahl og Wenstøp, 2012).

Det essensielle er å analysere om kundene har makt til å påvirke lønnsomheten i bank- og finansbransjen. Kundenes forhandlingsmakt avhenger generelt av to hovedfaktorer: kjøpernes prissensitivitet og den relative forhandlingsmakten.

I privatmarkedet har hver enkelt kunde tilnærmet ubetydelig forhandlingsmakt. Hvert enkelt kundeengasjement utgjør en svært liten del av inntjeningen til selskapet. På en annen side er forhandlingsmakten til privatkundene samlet sett høy. Vi mener at både produkt differensieringen og byttekostnaden i bransjen er lav. For bedriftsmarkedet er bildet noe annerledes. Store og veletablerte kunder vil kunne ha en større forhandlingsmakt dersom de utgjør et betydelig volum av bankens bedriftsportefølje. Et stort konsern med flere datterselskaper vil eksempelvis ha større forhandlingsmakt enn et lite oppstartsselskap.

Ifølge finanstilsynets rapport for desember 2018 er husholdningenes gjeldsbelastning høy. Gjelden vokser raskere enn konsumentenes inntekt og utgjør om lag 230 prosent av disponible inntekt i 2018 (Finanstilsynet, 2018).

Dagens rentenivå er fortsatt historisk lavt og Norges Bank estimerer en økt rentebane i årene som kommer (Norges Bank, 2019). Høy gjeldsgrad og økende renter gjør kundenes totaløkonomi mer følsom noe som vil slå ut i deres prissensitivitet.

Asymmetrisk informasjon mellom kunde og Sparebanken Vest har endret seg betydelig den siste tiden. Teknologisk utvikling og innovasjon er hovedårsaken. Det finnes i dag mange plattformer hvor kundene kan sammenligne aktørenes betingelser. En konsekvens av dette er etter vår mening at byttekostnaden til kunden blir redusert, noe som øker deres forhandlingsmakt. Samtidig ser man at lojaliteten til bankene reduseres på bakgrunn av at den personlig relasjonen til banken forsvinner. Å bytte bank gjøres via en digital signering med BankID og er tilnærmet gratis, hvor man tidligere måtte innom bankens kontor. Ovennevnte faktorer gjør at byttekostnaden på konkurransearenaen nærmest er ikke-eksisterende. Av den grunn mener vi kundenes forhandlingsmakt er høy.

Når kundene opplever mindre tilhørighet og avhengighetsforholdet reduseres, øker konkurranseintensiteten i bransjen. Vi ser en trend der bankene prøver å øke byttekostnaden og skape kundelojalitet ved å innføre ulike fordelsprogrammer. Fordelsprogrammene tilfaller i hovedsak gode kunder som samler alle sine banktjenester hos en aktør.

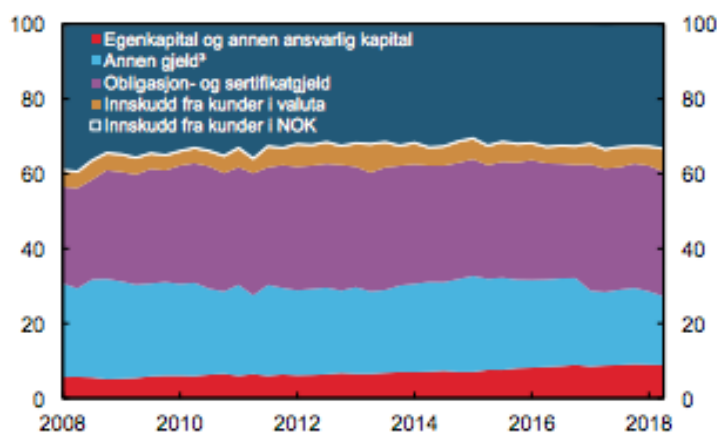
Vi mener kundenes forhandlingsmakt i bankbransjen er høy og at kundene har makt til å påvirke lønnsomheten i bransjen. Dette kommer av at byttekostnaden omtrent er fraværende noe som gjør terskelen for å bytte kundeforhold lav, men også som følge av at informasjonssymmetrien er redusert. Vi derfor kundenes forhandlingsmakt og posisjon i bransjen som sterk og konkurranseintensiteten vil trolig hardne til i fremtiden.

4.2.2 Leverandørenes forhandlingsmakt

I likhet med kundenes forhandlingsmakt, vil leverandørenes forhandlingsmakt vurderes ut fra hvor mye makt leverandørene har i bransjen og følgelig hvordan dette påvirker konkurranseintensiteten. Faktorene som har innvirkning på hvor høy forhandlingsmakt leverandørenes har er leverandører i forhold til konkurrenter, grad av høy produkt differensiering, vertikale bindinger, viktigheten av tjenestene og produktene leverandørene tilbyr og høye byttekostnader (Løvendag og Wenstøp, 2010).

I hovedsak mener vi det er tre ulike leverandører i bankbransjen. Leverandører av kapital, leverandører av IT-tjenester og humankapital i form av ansatte. Nedenfor analyseres hver av de tre leverandørene.

Sparebanker har i hovedsak tre ulike former for finansiering. Innskudd fra kunder, ulike former for markedsfinansiering og bruk av egenkapital. Innskudd fra kunder er den viktigste formen for kapital og utgjør omtrent 40 prosent av den samlede finansieringen, mens obligasjons- og sertifikatfinansieringer utgjør i overkant av 30 prosent. Største delen av markedsfinansiering er obligasjoner med lange løpetid, og hvor over 50 prosent er obligasjoner med fortrinnsrett (Norges bank, 2018).



Figur 13: Finansieringsstruktur for norske banker (Norges Bank, 2018)

Ettersom en leverandør av innskudd regnes som en kunde, mener vi innskuddsleverandører forklares bedre i analysene om kundens forhandlingsmakt. Vi fokuserer derfor på leverandørene i kapitalmarkedene. Kostnaden ved å skaffe kapital i kapitalmarkedet er i vesentlig avhengig hvorvidt vi er i en opp- eller nedgangskonjunktur. Før finanskrisen kan det argumenteres for at forhandlingsmakten til leverandører nesten ikke var til stede. Økonomien var i ekspansjon og følgelig var risikopremiene lave. Under finanskrisen ble situasjonen derimot en helt annen. Finansmarkedene tørket ut økonomien og man gikk inn i en lavkonjunktur. Etterspørsel etter frisk kapital var da vesentlig større enn det som ble tilbudt i markedet og følgelig var forhandlingsmakten til leverandørene sterkere.

På grunnlag av dette vil selskapets kredittrating og hvor robust den finansielle institusjonen er i selskapet være avgjørende for forhandlingsmakten ovenfor leverandøren. En bank med høy rating vil stille sterkere i en finansieringssituasjon og forhandlingsmakten til leverandørene vil bli svakere (Norges Bank, 2018). Sparebanken Vest er ratet som en solid og robust virksomhet og obligasjoner utsendt av Sparebanken Vest boligkreditt er ratet av Moody's og har rating AAA med stabile utsikter (Sparebanken Vest Årsrapport, 2018).

På bakgrunn av diskusjonen over vurderer vi forhandlingsmakten til leverandører av kapital til å være konjunkturavhengig. Vi har hvert igjennom en god periode med solid vekst både nasjonalt og internasjonalt. Vi mener derfor at kapitalleverandører for øyeblikket har lav forhandlingsmakt, men dette kan forandre seg i fremtiden. Dersom veksten avtar og

soliditeten i banknæringen reduseres vil leverandørene av kapital trolig oppnå høyere forhandlingsmakt.

Tilgangen på kvalifisert arbeidskraft er essensielt for bankenes drift. Banknæringen er i en kontinuerlig utvikling og kvalifisert humankapital bidrar til å redusere den operasjonelle risikoen. Høy grad av teknologisk utvikling krever at bankene kontinuerlig må konkurrere om de beste hodene, og da spesielt om høyt utdannede arbeidstakere innen økonomi og IT. I utgangspunktet mener vi at arbeidstakerne i finansbransjen har en moderat forhandlingsmakt. Men ettersom banknæringen er i en brytningstid hvor IT-kompetanse trolig er like viktig som økonomiforståelse mener vi det kan argumenteres for at forhandlingsmakten til arbeidstakerne er økende. Grunnen til dette er mangel på IT-kvalifiserte arbeidstakere. Etterspørselen etter arbeidstakere med IT-kompetanse er ifølge VISMA økende, noe som styrker arbeidstakernes forhandlingsmakt (Evensen, 2018). Vi anser derfor denne gruppens forhandlingsmakt som moderat til høy.

Som nevnt tidligere er IT en betydelig del av dagens bankindustri. Brukervennlige og sikre IT-systemer er sentralt for en effektiv drift. Til forskjell fra de majoriteten av de norske bankene har Sparebanken Vest istedenfor å outsource IT-tjenestene valgt en In-House IT løsning. Banken har med andre ord holdt IT-avdelingen internt og har egne utviklere. Vi anser derfor Sparebanken Vest for å være mindre avhengig av eksterne IT-løsninger og følgelig vurderer vi leverandørene av IT-tjenesters forhandlingsmakt som lav. Det må likevel presiseres at banken trolig bruker eksterne systemer, men majoriteten av brukersystemene er trolig utviklet av banken selv.

Totalt sett vurderer vi leverandørenes forhandlingsmakt i bransjen som moderat til høy, og konkurranseintensiteten vil som følge av dette trolig øke i fremtiden.

4.2.3 Trusler fra inntrengere

Ved å analysere muligheten for inntrengere på konkurransearenaen, får vi et bilde av hvor enkelt det er å etablere seg i den. Jo dyrere og mer komplisert dette er, desto høyere er inngangs-barrieren, og desto sterkere favoriseres etablerte bedrifter i forhold til nye (Løwendahl og Wenstøp, 2010).

Inntrengere ønsker i hovedsak å etablere seg i markedet når gjennomsnittlig avkastning er høyere en forventet gjennomsnittlig kapitalavkastning for økonomien som helhet (Kinserdahl, 2017). Banknæringen har de siste årene levert historisk gode resultater. Det finnes dermed intensiver for å etablere seg i næringen. Vi stiller oss derfor spørsmålet om hvorvidt det er lett å etablere seg i markedet eller ikke. Faktorer som påvirker inngangsbarrierene er grad av kundelojalitet, differensiering, stordriftsfordeler og reguleringer fra myndigheter (Løvendahl og Wenstøp, 2010). Som diskutert tidligere har kundelojaliteten vært preget av en nedadgående trend noe som tilsier at det er rimelig å anta at det vil være enklere å etablere seg. Samtidig har vi sett en økende grad av reguleringer fra myndighetene som gjør at det vil være vanskelig å etablere seg.

Bransjen er kapitalintensiv og kapitalen skal blant annet dekke norske myndighetens lover og reguleringer samt investeringer i humankapital og IT-systemer. Som nevnt tidligere er det ekstremt viktig å ha kvalifiserte og høyt utdannede ansatte for å kunne drive effektivt og være konkurransedyktig. Bransjen kan betraktes som et null sum spill der konkurransen om markedsandeler er hard. Dette taler isolert sett for at inntrengere vil møte etableringshindre som kan gjøre det vanskeligere for dem å opparbeide seg markedsandeler.

Etter våre vurderinger er den største trusselen for etablerte aktører tilgang og kontroll på kundeinformasjonen. Innførselen av PSD2 direktivet gjør at både inntrengere med mye og lite persondata lettere kan etablere seg i markedet. Den endrede markedsstrukturen fører til at techselskaper og andre aktører som har eksisterende kundedata, teknologisk infrastruktur og tilgang til nødvendig kapital, enklere kan etablere seg. Apple, Facebook, Google og Amazon er eksempler på slike selskaper. Selskapene har allerede en etablert kundebase og distribusjonskanal. Følgelig trenger de bare å få brukerne til å benytte deres bankprodukter fremfor de etablerte aktørenes. Vi tror derfor utfordringen til eksisterende aktører i bransjen blir å øke kundenes følelse av tilhørighet.

På dette området mener vi Sparebanken Vest har en fordel ettersom de i stor grad øker tilhørigheten ved å aktivt bidra til verdiskapning i lokalmiljøet. Som Liina Aagedal fra Nordea kommenterte i E24.no vil kundenes tillit bli avgjørende for konkurransebildet (Moe, 2018). Etter våre vurderinger mener vi fortsatt de tradisjonelle bankene har større tillit og kundelojalitet enn hva som er tilfelle hos de store tech-selskapene.

Stordriftsfordelene er en annen faktor som vi mener blir viktigere for bankene å forholde seg til i fremtiden. Stordriftsfordelene gjør at grensekostnaden blir lavere. Historisk sett har vi vært vitne til en trend hvor det blir færre og færre banker som følge av organisk vekst og fusjoner og oppkjøp. Dersom bankene ikke skalerer eller videreutvikler sine produkter vil de kunne miste sin konkurranseevne i forhold til de største aktørene i bransjen. Produkt- og prisdifferensiering vil da bli vanskelig. Vi mener med andre ord betegnelsen ”Bigger is Better” er passende for dagens konkurransearena. For Sparebanken Vest er dette negativt da de opererer i et relativt lite marked sett i forhold til totalmarkedet i Norge.

Vi ser tendenser til at konsernet tilpasser seg. Eksempelvis er de eier i Vipps og har ambisjoner om å konkurrere i en større del av markedet med sin nysatsning Bulder Bank. Vi mener dette er faktorer som kan styrke deres markedsposisjon i fremtiden.

Som følge av argumentasjonen over mener vi trusselen fra inntrengere i bransjen er moderat til høy.

4.2.4 Trussel fra Substitutter

Ved å analysere substituttene på konkurransearenaen får vi et bilde av hvor enkelt det er for kunder å erstatte tilbud fra banker på konkurransearenaen med tilbud fra andre typer bedrifter (Løvendahl og Wenstøp, 2010).

Sparebanken Vest sine tjenester kan hovedsakelig deles inn i tre kategorier.

Dagligbanktjenester, finansieringstjenester og forsikringstjenester. I analysen nedenfor konsentrer vi oss om å identifisere mulige substitutter til de ovennevnte tjenestene.

Norges Bank mener vi har et effektivt betalingssystem i Norge (Norges Bank, 2016). I markedet for betalingstjenester mener vi det er meget begrenset med substitutter. Ettersom for eksempel Google Pay er et integrert produkt i DNB sin produktportefølje anser vi ikke betalingstjenesten som et substitutt for banknæringens betalingstjenester (DNB Nyheter, 2019). Vi anser derimot bitcoin og kryptovaluta som et mulig substitutt til ordinære betalingsløsninger. Norgesbitcoinforening publiserer på sine hjemmesider et utvalg av steder hvor bitcoin kan brukes som betalingsmiddel. Utvalget er meget begrenset og vi anser derfor ikke substituttet som en fullverdig erstatning for dagens løsninger. På grunnlag av dette regner vi trusselen fra substitutter til betalingstjenester som lav.

Finansieringstjenester har derimot substitutter vi mener kan sees på som fullverdig i forhold til banknæringen. Som privatkunde kan du låne i Statens Pensjonskasse (SPK) men forutsetningen er at du må være medlem. SPK tilbyr på nåværende tidspunkt et lån på to millioner kroner til en nominell rente på 2,18 prosent (Statens Pensjonskasse, 2019). Videre mener vi at Husbanken kan karakteriseres som et substitutt til ordinære banklån. I bedriftsmarkedet kan obligasjonslån være et attraktivt substitutt men det kreves at selskapet som utsteder obligasjonen er av en viss størrelse. Størrelsen på majoriteten av Sparebanken Vest sine bedriftskunder er ikke stor nok til å utstede obligasjonslån. Følgelig anser vi trusselen fra obligasjonsmarkedet som lav.

Trusselen fra substitutter i sparemarkedet mener vi er relativt liten. Majoriteten av bankene i Norge har et fullverdig sparetilbud til sine kunder og vi anser på bakgrunn av dette trusselen som lav.

Trinn 3: Vurdering av trusler og muligheter

Banknæringen har den siste tiden vært preget av høy vekst og historisk god inntjening. Hvorvidt denne trenden fortsetter og hvordan Sparebanken Vest bør posisjonere seg på konkurransearenaen analyseres nedenfor.

Store og mange konkurrenter bidrar til at konkurranseintensiteten i bransjen er høy, noe som presser bankenes marginer og kostnader. I trinn to diskuterte vi hvordan de fire ulike kreftene påvirker konkurranseintensiteten. Etter våre vurderinger er kundenes forhandlingsmakt konkurransekraften som i størst grad bidrar til høy konkurranseintensiteten. En digitalisert økonomi vil trolig endre kundenes preferanser og tilspisse konkurransen i markedet. Aktørene som på best mulig måte makter å tilpasse seg kundenes preferanser vil trolig vinne markedsandeler. Rivaliseringen i bransjen vil også trolig tilta som følger av økt konkurranse fra inntrengere. Som beskrevet tidligere mener vi næringen er inne i en brytningstid hvor det teknologiske kappløpet blir avgjørende. Som Deloitte i samarbeid med World Economic Forum beskriver i studie av utvikling i bank- og finansbransjen vil innovasjonsklynger ha påvirkning på hele økosystemet av finansielle tjenester (Cloud Media i samarbeid med Deloitte, 2018). Dersom Sparebanken Vest skal lykkes med å opprettholde sin markedsposisjon mener vi fokus på brukervennlige løsninger og kostnadsstyring vil bli

essensielt. Vi anser brukervennlighet og pris som faktorene som blir viktigst i kampen om markedsandeler i fremtiden.

Nedenfor oppsummeres resultatene fra bransjeanalysen:

	Kunder	Leverandører	Inntrengere	Substitutter
Lav				X
Moderat		X	X	
Høy	X	X	X	

Tabell 1: Resultat bransjeanalyse

4.3 Intern analyse

Hensikten med den interne analysen er å kartlegge og analysere Sparebanken Vest sine interne ressurser med formål om å identifisere eventuelle konkurransefortrinn. Med andre ord er målet med analysen å identifisere, og vurdere konkurransemessige fordeler og ulemper. Å analysere selskapets strategiske kapasitet er i den forbindelse avgjørende. Dette begrunnes med at det til syvende å sist er den strategiske kapasiteten som utgjør de verdiskapende aktivitetene til selskapet.

4.3.1 VRIO-analyse

Interne ressurser bør benyttes på en måte som gir selskapet et konkurransefortrinn i markedet. Bedriftens interne potensial blir stadig mer avgjørende i kampen om best mulig bunnlinje (Ross et al, 2005). I den forbindelse kan de hevdes at det er utnyttelse av strategiske ressurser og kapasitet som gir grunnlag for konkurransefortrinn, snarere enn selskapets markedsposisjon.

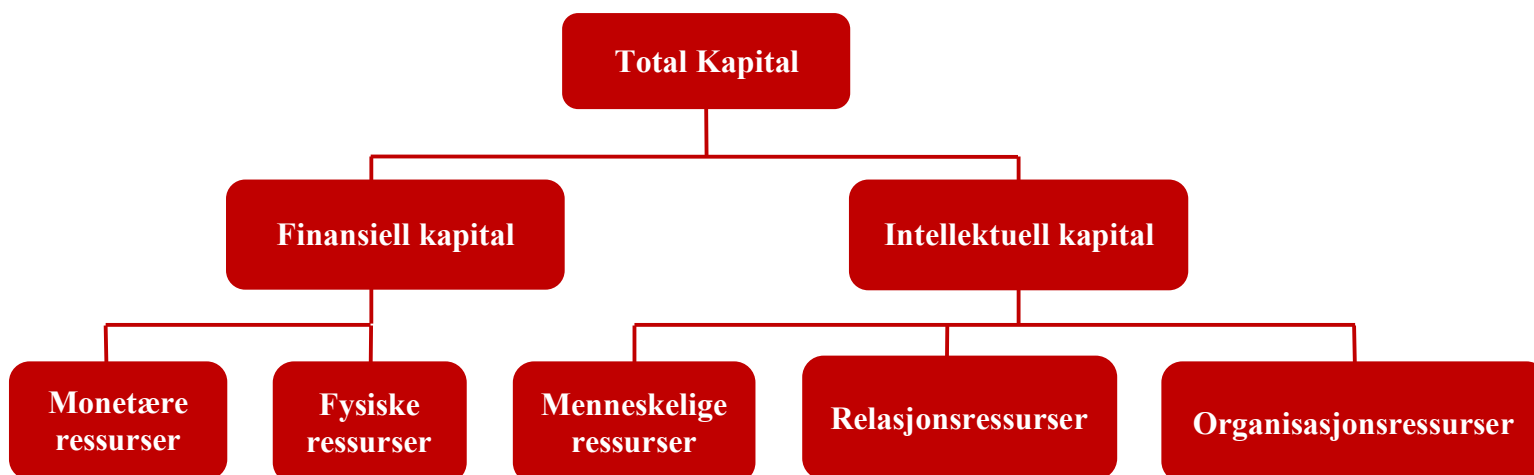
I analysen nedenfor bruker vi VRIO-rammeverket til å identifisere om Sparebanken Vest sine ressurser kan skape et varig konkurransefortrinn. Vi konsentrerer oss om å vurdere bankens ressurser opp mot bransjegjennomsnittet for å kartlegge om ressursene styrker eller svekker konkurransefortrinnet til konsernet. Videre ønsker vi å benytte rammeverket til å kartlegge hvilke ressurser banken har, og kan utvikle i fremtiden. Vi starter med å starte med å gjennomgå bankens ressurser for deretter å kartlegge hvilke ressurser som eventuelt er av unik kvalitet.

I tilfeller hvor et selskap skal oppnå meravkastning over tid, i forhold bransjegjennomsnittet, er det fire sentrale egenskaper ved ressursene som må oppfylles. Fra VRIO-rammeverket og boken ”Strategi – en innføring” fremgår det at et vedvarende konkurransefortrinn bare kan forekomme dersom ressursene har følgende egenskaper:

- Den må være verdifull, på den måten at de utnytter muligheter eller reduserer trusler i bedriftens omgivelser. Verdifulle ressurser gjør selskaper i stand til å implementere strategier som forbedrer effektiviteten.
- De må være sjeldne i markedet og blant konkurrentene. Om mange firmaer har mulighet til å implementere den samme verdigenererende strategien, vil det ikke lenger være grunnlag for vedvarende konkurransefortrinn.
- De må være svært vanskelig å imitere for konkurrentene. Om konkurrentene lett kan tilegne seg selskapets ressurser, vil disse ressursene ikke generere et vedvarende konkurransefortrinn for bedriften
- Den må være godt organisert. Selskapet må være godt organisert rundt ressursen. For på den måten å utnytte verdien av ressursen til å skape gevinster.

(Ross et al, 2005)

Nedenfor synliggjøres Sparebanken Vest sine ressurser. Ifølge boken ”Strategi- en innføring” kan selskapers totalkapital deles inn i finansiell og intellektuell kapital. Nedenfor illustreres de ulike komponentene som utgjør selskapets totalkapital. Vi bruker figuren som utgangspunkt for analysen.



Figur 14: Komponenter for total kapital (Ross et al, 2005)

4.3.1.1 Finansiell kapital

Den finansielle kapitalen kan deles inn i to hovedgrupper, fysiske og monetære ressurser. Mens fysiske ressurser består av blant annet lokaler, bygninger og maskiner, omhandler monetære ressurser hvilke finansielle ressurser selskapet besitter (Ross et al., 2005). Finansiell kapital er helt avgjørende i bransjen. En bank uten finansiell kapital kan sammenlignes med et entreprenørselskap uten verktøy.

Fysiske ressurser

Det finnes mange ulike beskrivelser av fysiske ressurser. For Sparebanken Vest består de fysiske ressursene først og fremst av bankfilialer og deres "In-House" IT løsning. Årsaken til at bankene i Norge nærmest konkurrerer om å legge ned filialer er at bankenes presses på kostnader og kundene blir mer selvbetjent. I 2017 hadde Sparebanken Vest sine rådgivere over 46000 komplette rådgivningsmøter ansikt-til-ansikt med kundene, fordelt på bankens 34 ulike kontorer (Årsrapport 2017). På tross av at kundene, som følger av den teknologiske utviklingen, stadig blir mer selvbetjente viser dette at kontorene fortsatt er en viktig ressurs for banken. Både privat- og bedriftskunder verdsetter fysiske møter i en filial ved viktige hendelser men trolig ikke i like stor grad som før. Følgelig anser vi filialene som en ressurs som vil bli mindre verdifull i fremtiden.

Sparebanken Vest sitt kundeservicesenter vant i 2017 Kantar TNS sin årlige kundeservicepris for beste service av alle norske banker, og var i 2018 blant topp tre. Kundeservicesenteret tilbyr i dag akkurat de samme tjenestene som filialene tilbyr, noe vi mener er et argument for at verdien av kontorene vil synke.

Når det gjelder bankens "In-House" IT utvikling er dette helt klart en viktig fysisk ressurs. I motsetning til andre banker i Norge har Sparebanken Vest valgt å holde all IT-utvikling internt. Banken har de siste årene bygget opp en utviklingsdivisjon på over 150 ansatte. Våre vurderinger er at det både er fordeler og ulemper med å ha avdelingen internt. Fordelene med en "In-House" løsning er blant annet at banken trolig har kortere beslutningsprosesser enn sine konkurrenter. Kommunikasjonen mellom IT-avdelingen og avdelingene benytter seg av

utviklingsavdeling vil trolig også være bedre. I tilfeller hvor utviklingsdivisjonen er outsourset vil kommunikasjonen og beslutningsprosessen trolig være tyngre.

Vi mener en intern IT-avdeling kan bidra til hurtigere omstillingsevne. Avdelingen og de teknologiske løsningene kan brukes på tvers av konsernets datterselskaper og følgelig effektivisere ulike prosesser. På grunnlag av det ovennevnte mener vi konsernets utviklingsavdeling kan skape et konkurransefortrinn for Sparebanken Vest. Samtidig må det understrekes at det også er ulemper med å ha en "In-House" løsning. Det først som slår oss er at det trolig er dyrt å drive en slik avdeling. I banknæringen er det betydelig fokus på kostnader og vi ser dermed for oss at Sparebanken Vest er avhengig av en betydelig kostnadsvridning i fremtiden for at en intern utviklingsdivisjon skal lønne seg.

Med bakgrunn i argumentasjonen over mener vi kontorene på nåværende tidspunkt er en verdifull ressurs for Sparebanken Vest, men i mindre grad enn tidligere. Dette fordi filialene fortsatt er avgjørende for kundeopplevelsen til en betydelig del av bankens kunder. Samtidig har kontorene en salgsverdi ved eventuell nedleggelse. På en annen side vil ressursen trolig ha en redusert betydning og verdi for bankens kunder i fremtiden. Videre anser vi ikke bankens lokaler som sjeldne og vanskelig å imitere fordi konkurrentene også har tilsvarende bankkontor. Filialene er organisert. Dette som følger av at kontorene skaper resultater for banken, og på nåværende tidspunkt er en viktig ressurs i den daglige driften.

Utviklingsavdelingen til Sparebanken Vest anser vi som svært verdifull. Etter våre vurderinger kan avdelingen, dersom utviklerne utnytter ressursen optimalt, bidra til å skape et konkurransefortrinn i markedet. Vi anser ikke ressursen som sjelden og ikke-imiterbar. Dette begrunnes med at andre aktører i markedet har mulighet til å implementere en tilsvarende strategi. Videre mener vi ressursen er organisert. Dette fordi selskapet er godt organisert rundt ressursen og har brukt tid på å utvikle avdelingen. Et annet argument for at ressursen kan karakteriseres som organisert er at den bidrar indirekte til bankens resultater.

Vi konkluderer med at de fysiske ressursene i sin helhet ikke gir grunnlag for et konkurransefortrinn eller ulempe. Med andre ord gir de fysiske ressursene til Sparebanken Vest en konkurransemessig paritet.

Monetære ressurser

De monetære ressursene er også en del av de finansielle ressursene. Uten monetære innsatsfaktorer er det umulig for en bank å drive verdiskapende aktivitet. De monetære ressursene består hovedsakelig av inntekter, likviditet, soliditet og generelt selskapets finansielle posisjon i markedet (Ross et al., 2005). En kritisk del av disse ressursene er for eksempel bankens funding.

De monetære ressursene utgjør innsatsfaktorer som er avgjørende for en virksomhets verdiskapning. Ifølge bankens rapport for 4. kvartal 2018 er konsernets soliditets- og likviditetssituasjon god. Banken opplever ved inngangen til 2019 en robust finansiell situasjon, noe som gjør banken posisjonert for ytterligere vekst og utvikling.

Kredittratingselskapet Moody's har ratet Sparebanken Vest og de fleste andre norske banker til "A1 Negative". Videre rates obligasjoner utstedt av Sparebanken Vest Boligkreditt AS til AAA av Moody's, med stabile utsikter. Til sammenligning er for eksempel langsiktige obligasjoner utstedt av Sbanken også ratet til AAA (Sbanken, 2019). På bakgrunn av det ovennevnte anser vi ikke Sparebanken Vest finansiering som et konkurransemessig fortrinn.

De monetære ressursene er verdifulle for Sparebanken Vest. Enhver bank ville stoppet opp uten ressursene beskrevet over. Dette fordi dette er kjernen i driften. På samme måte som et menneske ikke vil overleve uten oksygen vil ikke en bank kunne drives uten de monetære ressursene. Som følge av beskrivelsene over anser vi ikke selskapets finansielle posisjon som sjelden eller vanskelig å kopiere. Videre mener vi at de monetære ressursene i sin helhet er organisert som følger av at banken profitterer på sin finansielle posisjon. Vi konkluderer med at ressursene er i konkurransemessig paritet.

4.3.1.2 Intellektuell kapital

Det finnes flere definisjoner på intellektuell kapital i litteraturen. I løpet av de siste årene virker det som en oppdeling av bedriftens immaterielle ressurser i tre ulike kategorier er tilnærmet allment akseptert (Ross et al., 2005). De tre kategoriene er menneskelige ressurser, relasjonsressurser og organisasjonsressurser. Det er vanligvis her ressursene som tilfredsstiller kravene for et vedvarende konkurransefortrinn identifiseres.

Menneskelige ressurser

Ressursene omhandler for eksempel de ansattes ferdigheter, kompetanse og evnen til å tilpasse seg. I en serviceorientert bransje er de menneskelige ressursene helt avgjørende for verdiskapningen til selskapet. Virksomheter som gjennom de menneskelige ressursene evner å tilpasse sin organisasjonskultur etter kundenes preferanser vil etter vår oppfatning trolig oppnå et konkurransefortrinn i fremtiden.

Menneskelige ressurser består blant annet av de ansattes evne til å være innovative og prestere på et høyere nivå enn konkurrentenes arbeidstakere. Om Sparebanken Vest besitter disse ressursene er vanskelig å gi et konkret svar på. Likevel vil vi nedenfor argumentere både for å imot spørsmålet knyttet til om bankens menneskelige ressurser kan utgjøre et konkurransemessig fortrinn. I 2018 ble Sparebanken Vest sin mobilbank rangert som beste mobilbankløsning hos både iTunes og Google Play (Sparebanken Vest Årsrapport, 2018). Vi mener dette illustrerer at banken besitter gode menneskelige ressurser og evner å utnytte disse på en tilfredsstillende måte. Et annet argument for at selskapet har høy kompetanse blant de menneskelige ressursene er at selskapet har lyktes med å redusere sin responstid gjennom fullautomatiserte låne- og kredittkortprosesser.

Vi stiller oss spørsmålet om hvorvidt Sparebanken Vest er en attraktiv nok arbeidsplass for de beste arbeidstakerne i bransjen. Hva er for eksempel sannsynligheten for at en av de beste utviklerne ville valgt Sparebanken Vest fremfor en annen attraktiv arbeidsplass? Og ville en NHH student, hvis han kunne valgt foretrukket DNB eller Sparebanken Vest?

Ettersom selskapet leverer gode resultater og er en ledende sparebank, er det liten tvil om at det er attraktive kompetanse i selskapet. Men om disse ressursene er bedre enn banknæringens generelle menneskelige ressursnivå, og følgelig kan skape et konkurransemessig fortrinn tviler vi på.

På bakgrunn av diskusjonen over anser vi Sparebanken Vest for å ha et høyt kunnskapsnivå hos sine ansatte, men ikke bedre spisskompetanse enn det generelle bransjegenomsnittet. I dagens bankmarked hvor aktørene som oftest har samme informasjonstilgangen mener vi det skal mye til for å opparbeide seg et konkurransefortrinn basert på menneskelige ressurser. Vi mener med andre ord at både Sparebanken Vest og deres konkurrenter besitter mye av de samme menneskelige ressursene. Av den grunn mener vi ressursen er verdifull for

virksomheten men ikke sjelden og vanskelig å kopiere. Videre betrakter vi ressursen som organisert. Dette begrunnes med at ressursen er med på å skape verdier for banken. Det er selvsagt vanskelig å måle gevinstene av de menneskelige ressursene, men som følger av at Sparebanken Vest er en av landets ledende sparebanker mener vi det er rimelig å betrakte menneskelige ressursene som tilfredsstillende.

Diskusjonen over fører oss til konklusjonen om at de menneskelige ressursene kan betraktes som i konkurransemessig paritet.

Relasjons- og organisasjonsressurser

Relasjonsressurser er en form for intellektuell kapital og omhandler bedriftens forhold til eksterne aktører som kunder, leverandører og partnere. Organisasjonsressurser omfatter prosesser, systemer, strukturer, varemerker, renommé og lignende (Ross et al., 2005). Vi velger å slå sammen disse ressursene fordi vi mener de på mange områder går inn i hverandre. Som en ekstern investor er det det vanskelig å sette en verdi på relasjonsressursene og organisasjonsressurser fordi de i hovedsak består av immaterielle eiendeler. I midlertid kan det argumenteres for at ressursene er essensielle for verdiskapningen i bransjen. Nedenfor velger vi hovedsakelig å konsentrere oss om bankens merkenavn og kundetilfredshet. Ettersom vi ikke er eksterne analytikere som baserer oss på ekstern informasjon ser vi bort fra interne systemer, strukturer og prosesser i analysen.

I motsetning til da våre foreldre vokste opp, kan valg av bankforbindelse for mange kunder i dag nærmest sammenlignes med valg av sportsbutikk man handler i. Både i sportsbutikkene og i bankene tilbys stort sett de samme produktene og prisene er stort sett like. Som følger av dette er det desto viktigere for bankene å skille seg ut på merkenavn. Ifølge Sparebanken Vest sin hjemmeside bruker banken sponsoravtaler og støtte til lokalsamfunnet som et av virkemidlene for å bygge relasjoner til kunder og samarbeidspartnere. Gjennom utstrakt støtte til idrettslag og kulturarrangementer på Vestlandet får familier i både Hordaland, Rogaland og Sogn og Fjordane en relasjon til Sparebanken Vest. En slik strategi tror vi er et smart virkemiddel for at kunder i fremtiden skal velger Sparebanken Vest fremfor andre aktører. Kunders følelse av tilhørighet er noe vi mener vil bli sentralt i fremtiden.

I motsetning til andre banker på Vestlandet mener vi selskapet gjør en god jobb med å være synlig i lokalsamfunnet. Synlighet fremmer emosjonelle bindinger og en følelse av tilhørighet. Et eksempel på deres engasjement i regionene er masterprogrammet ”Omstilling og innovasjonsledelse – Brytningstid” på Norges Handelshøyskole. Sparebanken Vest delfinansierer studiet, og viser med dette at de er interessert i å bistå til nyskaping og vekst i vestlandsregionen. Det samme gjelder bidraget deres til Vestlandskonferansen 2019. En slik strategi mener vi er viktig for å skape gode relasjoner i lokalsamfunnet. Vi mener engasjementet deres er viktig, og kan bidra til å styrke deres relasjon med både kunder leverandører og partnere.

Gjennom 2018 har banken også brukt strategien ”Must Win Battles (MWB) som en metode for å oppnå sine fastsatte mål. Gode og enkle kundeopplevelser har i den forbindelse vært en av deres målsetninger. Gjennom denne strategien lanserte også banken, ”Familiebanken”. I perioden 2017-2018 har fokuset på barn og unge under 18 år ført til 22 prosent vekst i antall nye unge kunder (Sparebanken Vest Årsrapport 2018).

Vi mener bankens varemerke og renommé er styrket av engasjementene som er belyst ovenfor. Om ressursene bidrar til at Sparebanken Vest oppnår et konkurransefortrinn i markedet mener vi likevel er usikkert. Dette begrunnes med at mange av deres konkurrenter som for eksempel Sparebank 1 SR-Bank, også aktivt engasjerer seg i lokalsamfunnet og næringslivet på Vestlandet.

Ifølge Barney (2007) er betydningen av god service spesielt viktig i en bransje hvor det er vanskelig å skille seg ut på produkt og pris. I dagens konkurransesituasjon blir kundetilfredshet trolig kritisk for å beholde kundemassen. Tidligere hadde kundene gjerne en sterk tilhørighet til bankene fordi det var høyere byttekostnader, uvanlig og til dels vanskelig å bytte kundeforhold. I dag bildet annerledes. Vi mener derfor økt fokus på ressurser som bedrer kundeopplevelsen er viktig for å opprettholde konkurransekraften.

Som påpekt tidligere i oppgaven har Sparebanken Vest ved flere anledninger utmerket seg på kundetilfredshet. I 2017 vant banken Kantar TNS sin årlige kundeservicepris for privatmarkedet (Kantar TNS, 2018). Året etter var banken blant topp tre i samme kåring. EPSI-Norway sine kåringer viser et litt annet bilde. Figurene under illustrerer at Sparebanken

Vest scorer over gjennomsnittet i privatmarkedet mens de i bedriftsmarkedet kommer på nest siste plass.

EPSI Bank Privatmarked 2018			EPSI Bank Bedriftsmarked		
	Kundetilfredshet 2018	Endring fra 2017		Kundetilfredshet 2018	Endring fra 2017
Sbanken	79,7	-0,7			
Handelsbanken	78,1	0,6			
Eika Alliansen	76,5	-0,4			
Sparebanken Sør	75,8	-0,2			
SpareBank 1 (øvrige**)	75,6	-			
SpareBank 1 SMN	74,5	-			
Øvrige banker*	74,1	-1,8			
SpareBank 1 Østlandet	73,9	-	Sparebanken Sør	73,2	4,5
Sparebanken Vest	73,3	2,8	Eika Alliansen	72,4	2,3
SpareBank 1 Nord-Norge	72,6	-	SpareBank 1 Gruppen	72,1	0,4
Danske Bank	71,8	-1,3	Handelsbanken	71,5	-1,0
Bransjen	71,6	0,7	Øvrige banker*	71,1	-0,3
SpareBank 1 SR-Bank	70,4	-	Danske Bank	71,0	1,5
DNB	67,5	1,5	Bransjen	69,9	0,6
Nordea	64,7	-1,9	DNB	68,6	-0,2
			Sparebanken Vest	67,5	
			Nordea	63,6	1,2

Figur 15: EPSI, kundetilfredshet privat- og bedriftsmarked (Høst, 2018)

Figur 15 viser at Sparebanken Vest har en høyere kundetilfredshet enn de fleste andre banker i privatmarkedet. Samtidig ligger banken under bransjegjennomsnittet på bedriftssiden. Det er vanskelig å spekulere i hva som er årsaken til resultatene over, men trolig er noe av grunnen at Sparebanken Vest har et større fokus på privatmarkedet enn bedriftsmarkedet.

Vi anser relasjonsressursene til Sparebanken Vest som verdifulle fordi banken gjennom samfunnsengasjement og gode kundeopplevelser har opparbeidet seg et godt omdømme i regionene de operer i. Videre mener vi ressursene ikke kan anses som sjelden ettersom virksomheten har konkurrenter som også utmerker seg i samme markedsområde. Sbanken er for eksempel god på kundetilfredshet mens Sparebank 1 SR-Bank er dyktig til å engasjere seg i lokalsamfunnet. Vi anser heller ikke relasjonsressursene som vanskelig å imitere. Dette fordi andre banker oppnår lignende resultater med samme type relasjonsbyggende atferd. Videre mener vi relasjons- og organisasjonsressursene er organisert. Dette begrunnes med at ressursene har en indirekte og positiv effekt på resultatet til Sparebanken Vest.

Ut fra argumentasjonen over mener vi relasjons- og organisasjonsressursene er i konkurransemessig paritet.

4.3.1.3 Oppsummering av VRIO-analyse

I vår analyse har vi kommet frem til at Sparebanken Vest ikke har et konkurransemessig fortrinn i markedet. Vi anser IT-utviklingsavdelingen for å være den mest interessante ressursen, og det nærmeste selskapet kommer et konkurransefortrinn.

Gode og tilfredsstillende digitale løsninger er en forutsetning for å lykkes i dagens marked. Fintech-satsningen og det digitale økosystemet banken har opparbeidet de siste årene blir trolig avgjørende for verdiskapningen til Sparebanken Vest.

På den annen side er det ikke en selvfølge at banken evner å utnytte ressursen optimalt.

Som følge av at det er kostnadskrevene å ha en slik avdeling internt, kan ressursen i verste fall risikere å bli en konkurransemessig ulempe i fremtiden.

Tabellen under oppsummerer funnene i VRIO-analysen.

	Verdifull	Sjelden	Ikke-imiterbar	Organisert	Konkurransefortrinn
Finansiell kapital					
Fysiske ressurser	JA	NEI	NEI	JA	PARITET
Monetære ressurser	JA	NEI	NEI	JA	PARITET
Intellektuell kapital					
Menneskelige ressurser	JA	NEI	NEI	JA	PARITET
Relasjons- og organisasjonsressurser	JA	NEI	NEI	JA	PARITET

Tabell 2: Resultat VRIO-analyse (Ross et al, 2005)

Avslutningsvis oppsummeres den strategiske analysen med en SWOT-analyse der vi belyser det vi anser som Sparebanken Vest sine styrker, svakheter, muligheter og trusler.



Figur 16: SWOT-analyse (Løwendahl og Wenstøp, 2010)

5.0 Regnskapsanalyse

Med regnskapsanalysen ønsker vi å kunne avdekke underliggende økonomiske forhold ved å bearbeide historisk regnskapsinformasjon. Målet med regnskapsanalysen er å få bedre innsikt i virksomheten og sparebanknæringen. Dette vil, sammen med den strategiske analysen, danne grunnlag for bedre fremtidige estimater. Viktige elementer for regnskapsanalysen er normalisering og nøkkeltallsanalyse. Normalisering av tidligere regnskap benyttes for å finne den underliggende inntjeningen til bedriften mens nøkkeltallsanalysen omhandler forhold som lønnsomhet, soliditet og likviditet. Videre vil vi fremlegge et rammeverk for regnskapsanalysen.

5.1 Rammeverk

5.1.1 Tidsperiode

Valg av analyseperiode baseres ut fra hvor stabil banknæringen og Sparebanken Vest har vært historisk. For å få et bedre bilde av utviklingen og trenden selskapet og bransjen har vært

gjennom, vil det for stabile selskaper være nyttig å gå flere år tilbake. Dette vil være mindre hensiktsmessig for selskaper som har hatt ustabile regnskapsstørrelser, uten ekstraordinær begrunnelse, ettersom historiske størrelser vil være mindre representative for estimering av fremtiden (Knivsflå, 2019). Sparebanknæringen og Sparebank Vest anses som modne noe som taler for at historiske regnskapstall er representative for dagens drift. Videre er dette som nevnt tidligere en næring som er sensitiv for konjunktursvingninger. Vi ser det derfor som hensiktsmessig å velge en analyseperiode fra 2014, da vi også vil kunne analysere konjunkturedgangen grunnet oljeprisfallet sommeren 2014.

5.1.2 Komparative selskaper

For å få et representativt sammenligningsgrunnlag for Sparebanken Vests økonomiske utvikling, er det avgjørende å avdekke gode komparative selskaper for å benytte i regnskapsanalysen. De komparative selskapene skal bidra til å sette størrelser i perspektiv, slik at vi bedre kan vurdere Sparebanken Vests utvikling mot banknæringen.

Ved valg av komparative selskaper vurderes størrelse på forvaltningskapital, risikoprofil og geografisk tilhørighet.

For å komme frem til de komparative selskapene kan vi velge å benytte oss av et bransjegjennomsnitt for alle sparebankene. Vi mener dette ikke ville gi et nøyaktig sammenligningsgrunnlag, ettersom det er en skjevfordeling i den norske banknæringen med et stort antall små sparebanker.

Noen av Sparebanken Vests konkurrenter er forretningsbankene DNB, Nordea, Handelsbanken og Danske Bank. Til tross for deres store markedsandeler både i Norge og på Vestlandet, velger vi å ikke sammenligne de med Sparebanken Vest. Dette med bakgrunn i at bankene er forretningsbanker og ikke tradisjonelle sparebanker. I tillegg har forretningsbankene flere internasjonale virksomhetsområder i konsernregnskapet, samt ulik risikoprofil og størrelse på forvaltningskapital. Til sammenligning var forvaltningskapitalen til DNB i 2017 på 2359 milliarder mot Sparebanken Vest på 175 milliarder.

Vi vil derfor fokusere på sparebanker som har sitt markedsområde i Hordaland, Rogaland og Sogn og Fjordane. Dette med bakgrunn i deres tilnærmet like eksponering mot olje, offshore og sjømatnæring på Vestlandet. Det vi ønsker å analysere er om Sparebanken Vest gjør det

bedre enn de andre sparebankene og om de har blitt mer eller mindre påvirket av diverse endringer på Vestlandet.

SpareBank 1 SR-Bank, SpareBank 1 SMN og Sparebanken Sør har relativt lik størrelse på forvaltningskapitalen. Innenfor Sparebanken Vests geografiske plassering finner vi SpareBank 1 SR-Bank og Sparebanken Sør. Av de tre selskapene er det SpareBank 1 SMN som er av lik størrelse som Sparebanken Vest. Selskapene har også en relativt lik fordeling i sin utlånsportefølje, der bedriftslånene utgjør porteføljen fra 60-70%. Ut fra diskusjonen har vi kommet frem til at de ovennevnte tre sparebankene vurderes som komparative selskaper til Sparebanken Vest.

5.1.3 Tallmateriale

I analysen benyttes tallmateriale som er offentlig tilgjengelig gjennom års- og kvartalsrapporter publisert av bankene. Årsrapportene bankene leverer følger lovpålagte regnskapsregler og blir revidert før publisering, noe som gir materialet høy reliabilitet og validitet. Ettersom vi skal verdsette egenkapitalbevisene til Sparebanken Vest per 31.12.18, vil vi benytte de komparative selskaperenes konsernresultat og balanseregnskap.

Vi ønsker nå å gi leseren av denne oppgaven en innføring i regnskapstallene vi skal benytte i normaliseringen og nøkkeltallsanalysen. Resultat- og balanseregnskapet er basert på offentlig informasjon i sin helhet.

RESULTATREGNSKAP:						
År	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Renteinntekter og lignende inntekter	5074	5265	4653	4272	4378	4728
Rentekostnader og lignende kostnader	2913	2945	2299	1873	1813	2012
Netto rente- og kredittprovisjonsinntekter	2161	2320	2354	2399	2565	2716
Provisjonsinntekter og inntekter fra banktjenester	465	490	489	505	528	578
Provisjonskostnader og kostnader ved banktjenester	87	90	86	90	85	98
Inntekter av eierinteresser i konsernselskaper og tilknyttede selskaper	50	74	70	113	120	85
Netto gevinst/(tap) finansielle instrumenter	142	248	-83	123	-7	165
Andre driftsinntekter	198	188	204	192	206	210
Netto andre driftsinntekter	768	910	760	843	762	940
Netto driftsinntekter	2929	3230	2948	3242	3327	3656
Lønn og generelle administrasjonskostnader	1108	1131	1083	894	1072	1109
Avskrivninger	112	109	118	121	128	135
Andre driftskostnader	208	230	242	255	250	252
Sum driftskostnader	1428	1470	1443	1270	1450	1496
Resultat før nedskrivninger og skattekostnad	1501	1760	1505	1972	1877	2160
Netto gevinster varige driftsmidler		143	76	23	0	
Nedskrivninger på utlån og tap på garantier	280	410	185	39	33	6
Resultat før skattekostnad	1221	1493	1396	1956	1844	2154
Skattekostnad	313	305	349	435	427	492
Resultat for regnskapsåret	908	1188	1047	1521	1417	1662

Tabell 3: Resultatregnskap

BALANSE						
År	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Eiendeler						
Kontanter og fordringer på sentralbanker	328	2209	631	658	685	563
Utlån til og fordringer på kredittinstitusjoner	1 318	1556	2167	1331	1588	1279
Netto utlån	112 024	118643	128927	136099	147073	159043
Aksjer til virkelig verdi over resultatet	686	531	380	411	376	364
Aksjer tilgjengelig for salg				40	40	0
Sertifikater og obligasjoner	15 440	16525	21455	18996	19191	22166
Finansielle derivater	2 763	5571	6728	3697	4587	4028
Eierinteresser i konsernselskaper / datterselskaper	0	0	0	0		
Eierinteresser i tilknyttede selskaper	555	681	841	863	1022	1346
Utsatt skattefordel			0	102	71	20
Pensjonsmidler				2	40	58
Øvrige immaterielle eiendeler	311	315	279	282	289	310
Varige driftsmidler	649	781	177	148	110	113
Forskuddsbetalte kostnader	107	29	21	61	58	51
Andre eiendeler	215	229	57	62	59	45
Sum eiendeler	134 396	147 070	161 663	162 752	175 189	189 386

Tabell 4: Balanse

Gjeld og egenkapital						
Gjeld til kredittinstitusjoner	3 070	4350	4849	2539	4023	2965
Innskudd	62 172	66448	63900	66486	69111	72536
Gjeld stiftet ved utstedelse av verdipapirer	56695	62151	77069	76032	83873	94269
Finansielle derivater	705	1463	1611	1427	1070	860
Påløpte kostnader og forskuddsbetalte inntekter	197	187	196	240	213	195
Pensjonsforpliktelser	190	308	226	63	70	86
Utsatt skatt	117	63	12	0	0	0
Andre avsetninger for forpliktelser	17	2	2	1	1	68
Betalbar skatt	330	334	414	528	401	455
Ansvarlig lånekapital	2 271	2426	1838	2133	2109	2001
Annen gjeld	497	244	232	238	266	307
Sum gjeld	126 261	137 976	150 349	149 687	161 137	173 742
Egenkapitalbevis	794	794	1476	1476	1476	1507
Egne egenkapitalbevis	-2	0	0	0	0	-2
Overkurs	570	570	617	617	617	645
Utjevningfond	352	478	555	852	884	1019
Sum eierandelskapital	1 714	1 842	2 648	2 945	2 977	3 169
Grunnfondskapital	6 134	6953	7733	8816	9701	10778
Gavefond	175	175	175	150	150	150
Kompensasjonsfond	14	14	14	14	14	14
Sum grunnfondskapital	6 323	7 142	7 922	8 980	9 865	10 942
Fond for urealiserte gevinster						
Annen egenkapital	97	109	166	160	257	319
Hybridkapital			577	980	955	1204
Minoritetsinteresser	1	1	0			
Sum egenkapital	8 135	9 094	11 313	13 065	14 054	15 634
Sum gjeld og egenkapital	134 396	147 070	161 085	161 772	174 236	189 376


Tabell 5: Balanse

5.2 Omgruppering av balansen

I en fundamental verdsettelse vil det være naturlig å omgruppere selskapets balanse. Den rapporterte balansen er etter regnskapsprinsipper ofte kredittorientert og fokuserer på likviditeten til eiendeler og forfallstiden på gjeld (Penman, 2010). For å estimere verdien av en virksomhet må det derfor justeres for eiendeler og gjeldsposter som ikke er relatert til selskapets daglige drift. Ved analyse av "going concern" fra et investorperspektiv er man interessert i å skille operasjonelle eiendeler fra finansielle eiendeler. Eiendelene og gjelden skilles følgelig ut som finansielle eiendeler (FE), finansiell gjeld (FG) driftsrelaterte eiendeler (DE) og driftsrelatert gjeld (DG) (Kinserdal, 2013). Et slikt skille gir et godt utgangspunkt for verdsettelse av et "handelselskap". Virksomhetsverdien vil være nåverdien av kontantstrømmene til DE og DG.

Rapportert

Omgruppert

Anleggsmidler (AM)	Egenkapital (EK)		Driftsrelaterte eiendeler (DE)	Egenkapital (EK)
	Minoritet (MI)			Minoritet (MI)
	Langsiktig gjeld (LG)			Driftsrelatert gjeld (DG)
Omløpsmidler (OM)	Kortsiktig gjeld (KG)		Finansielle eiendeler (FE)	Finansiell gjeld (FG)

Figur 17: Omgruppering av balansen

Fordi en bank ikke ansees som en ordinær handelsvirksomhet og er av finansielle karakter er det vanskelig å klassifisere selskapets eiendeler og gjeld i en operasjonell og finansiell del. Som følger av at bankene opptrer som en kapitalformidler og derfor har inntjening på begge sider av balansen blir det problematisk å omgruppere balansen. Både renteinntekter og rentekostnader er en del av den daglige verdiskapende driften. I motsetning til et handelsselskap vil deler av det som i et handelsselskap blir klassifisert som finansielle eiendeler, i en bank klassifiseres som operasjonelle eiendeler.

I verdsettelsen av Sparebanken Vest har vi valgt å fokusere på egenkapitalmetoden. Vi velger derfor å se bort fra omgruppering av balansen da det er lite hensiktsmessig.

5.3 Normalisering av regnskapet

Normalisering handler om å kontrollere de historiske regnskapstallene for å finne den reelle underliggende inntjeningen til Sparebanken Vest. Vi skal avdekke tilfeldige inntekter, estimatendringer og andre målefeil som kan tilhøre andre perioder eller ikke har noe med den underliggende driften av banken. Dette vil hjelpe oss med å få rene tall som vi kan bruke til å analysere de underliggende trendene i Sparebanken Vest og banknæringen. Det er viktig å poengtere at det ikke handler om å finne et normalår for bedrift eller bransje (Finn Kinserdal, verdsettelse BUS).

5.3.1 Finansielle instrumenter

Resultatregnskapet inneholder posten nettogevinst finansielle instrumenter. Posten består av urealiserte verdiendringer knyttet til eiendeler og gjeldsposter fra balansen vurdert til virkelig verdi. Dette medfører at effekten av verdiendringen på finansielle instrumenter vil samtidig

reflekteres i resultatregnskapet. Her ønsker vi å normalisere for forskjellene i virkelig verdi, dette fordi størrelsen er drevet av balansen og ikke av bankens fremtidige inntjeningsgrunnlag.

De finansielle instrumentene kan gjelde både eiendeler og gjeld. Sparebanken Vest opplyser i sin årsrapport at eiendelene for det meste omfatter utlån til fast rente, sertifikater, obligasjoner og aksjer. Finansiell gjeld med fastrente klassifiserer banken også under denne kategorien. Dette omfatter gjeld til kredittinstitusjoner, innskudd og gjeld stiftet ved utstedelse av verdipapirer samt evigvarende ansvarlige lån.

Avslutningsvis ønsker vi å gi en bedre forståelse av prosessen ved å forklare hvordan en slik verdiendring oppstår for eiendeler og gjeld. Banker sikrer lånene sine til bestemte marginer for å redusere risikoen. Hvis markedsmarginen synker vil også forventet fremtidig inntjening synke. Dette fører til at bankene resultatfører en gevinst. Forklaringen på dette er at banken har utstedt et fastrentelån som er sikret gjennom en høyere rentemargin enn markedrenten, derav blir bankenes utlån mer verdt. Det samme vil skje med bankens gjeld. Dersom Sparebanken Vest har avtaler om lån til en fastrente vil en økt markedrente føre til at gjelden blir billigere og mindre verdt. Dette resultatfører Sparebanken Vest som en gevinst.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Netto gevinst FI	142	248	-83	123	-7	165
Utbytte	28	37	18	126	13	23
Netto verdiendring FI	114	211	-101	-3	-20	142

Tabell 6: Finansielle instrumenter

5.3.2 Valuta

Sparebanken Vest konsernets presentasjonsvaluta er norske kroner. Bankens fordringer og gjeld i utenlands valuta blir i regnskapet omregnet til virkelig kurs på balansedagen.

Valutapostene er i hovedsak sikret ved tilsvarende poster på motsatt side av balansen eller ved bruk av derivater. Det samme vil skje dersom Sparebanken Vest har et lån eller utlån til en aktør utenfor Norge hvor en endret kronekurs vil medføre en forandret verdi på lånet. Ved utlån i fremmed valuta og den norske kronen svekkes, vil lånet bli mer verdt for banken. Dette resultatføres i henhold til IFRS som gevinst eller tap.

Valutaendringer er ofte knyttet til makroøkonomiske forhold. Endringene skaper forstyrrelser i en verdivurdering ved at det er utfordrende å predikere fremtidige gevinster/tap for Sparebanken Vests valutahandel og at postene er balansestørrelser, dette anses som mer tilfeldige inntekter. Vi ser at Sparebanken Vest har hatt en stabil positiv nettoeksponering mot valuta i perioden vi analyserer. En viktig forutsetning med for å drive bank er å kunne sikre seg mot valuta og renteutvikling, dermed velger vi å ikke justere for valuta. Det er etter vår mening ingen unormale perioder som behøves å justere for.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Netto valuta	34	28	41	41	47	20

Tabell 7: Netto valuta

5.3.3 Unormale tap på utlån

Tapsnivået for norske banker har historisk sett vært lavt (Norges Bank). Selv ved perioder som bankkrisen på 90-tallet og finanskrisen var tapene begrenset. Til tross for at det historisk har vært lave taps nivåer, er det ingen garanti for at tapene vil bli lave i framtiden.

For å avdekke om tapene til Sparebanken Vest er unormale, har vi valgt å benytte oss av benchmarking opp mot de komparative selskapene. Vi mener denne benchmarkingen kan gi oss en god indikasjon på hvilke nivåer som kan anses som normale. Under fremlegger vi en oversikt over de komparative selskaperes taps nivå:

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Gjennomsnit
Sparebanken Vest							
Brutto utlån	112883	119482	129429	137145	148106	159951	134499,333
Netto bokført tap	280	410	180	39	33	6	158
Tap i % av utlån	0,25 %	0,34 %	0,14 %	0,03 %	0,02 %	0,00 %	0,13 %
SR-bank							
Brutto utlån	120273	141620	155190	157638	172554	192105	156563,333
Netto bokført tap	132	257	420	778	543	324	409
Tap i % av utlån	0,11 %	0,18 %	0,27 %	0,49 %	0,31 %	0,17 %	0,26 %
Sparebank 1 SMN							
Brutto utlån	80303	90578	93974	102325	112071	120473	99954
Netto bokført tap	101	89	169	516	341	263	246,5
Tap i % av utlån	0,13 %	0,10 %	0,18 %	0,50 %	0,30 %	0,22 %	0,24 %
Sparebank Sør							
Brutto utlån	N/A	81628	89111	91523	98086	103400	92749,6
Netto bokført tap	N/A	268	97	50	20	-36	79,8
Tap i % av utlån	N/A	0,33 %	0,11 %	0,05 %	0,02 %	-0,03 %	0,10 %

Tabell 8: Unormale tap utlån

Bankenes tap korrelerer i stor grad med hvordan konjunktorene i markedet utvikles og gjerne med litt etterslep. Fremstillingen over gir en god indikasjon på hvordan konjunktorene i Norge har beveget seg fra 2013 til i dag. Vi ser at tapene for de aktuelle sparebankene er størst tidsperioden 2014-2016, dette skyldes at norsk økonomi var inni en nedgangskonjunktur grunnet svak oljepris. Etter 2016 er tapene blitt redusert og som vi ser hadde Sparebanken Sør negative tap i 2018. Her har de fått innbetalt lån som er blitt nedskrevet tidligere. Vi ser for alle sparebankene at svingningene i tapene er store, med bakgrunn i det mener vi at enkelte av de bokførte tapene kan antas å være unormale. Utfordringen ligger i å finne en mal for hva som skal klassifiseres som normalt eller unormalt for Sparebanken Vest. Vi mener det ikke er riktig å kun glatte ut størrelsene ettersom vi ønsker å få med den underliggende driften og trenden. Metoden vi velger å bruke for å analysere normale tap, er bankens egne forventninger til tap på utlån og videre bruke disse i sammenheng med konjunkturutviklingen i tidsperioden.

For perioden 2013-2018 er den gjennomsnittlige forventede tapsprosenten til Sparebanken Vest på 0,15%. Dette samsvarer omtrentlig med hva gjennomsnittlig tap for Sparebank Vest har vært i samme periode. Vi ønsker å bruke den gjennomsnittlige forventede tapsprosenten og videre justere denne for konjunkturer. I en nedgangskonjunktur vil de normaliserte tapene ligge over benchmark, mens det vil være motsatt i en oppgangskonjunktur. Tabellen under viser hva vi mener er de normaliserte tapene for Sparebanken Vest i perioden.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Brutto utlån	112883	119482	129429	137145	148106	159951
Tapsprosent	0,15 %	0,20 %	0,25 %	0,20 %	0,10 %	0,05 %
Normalisert tap	169	239	324	274	148	80
Unormalt tap	111	171	-144	-235	-115	-74

Tabell 9: Justering av normaltap utlån

I tabellen over har vi valgt å beholde størrelsen på tapene for 2013 på benchmark nivå, dette med bakgrunn i at norsk økonomi hadde en svak oppgang og konjunktursituasjonen var normal. I 2014-2016 var norsk økonomi i en nedgang med bakgrunn i lave oljepriser og stopp i oljeinvesteringer, dermed oppjusteres tapsprosenten for tidsrommet. Sparebanken Vest er lokalisert på Vestlandet og var et av områdene som ble hardest rammet av nedgangen, til tross for at banken har lav eksponering mot de mest konjunkturutsatte næringene. Vi har de siste årene valgt å nedjustere tapene ettersom norsk økonomi er på vei ut av nedgangskonjunktoren. Vi forventer at norsk økonomi har stabilisert seg, men faktorer som

stadig økt styringsrenter sammen med rekord stor gjeldsandel vil kunne føre til større press på husholdningens og bedriftenes disponible inntekt i fremtiden.

5.3.4 Pensjon

I 2007 avsluttet Sparebanken Vest ytelsesbasert pensjonsordning og alle nyansatte ble tilbudt innskuddspensjon. Utfordringene knyttet til ytelsespensjon er at det foreligger ulike kostnader som pensjonsforpliktelser og avkastning på avsatte pensjonsmidler i driftsresultatet. Disse postene fører ikke til noe verdi for eierne og bidrar ikke til å forklare den underliggende inntjeningen til Sparebanken Vest. Derfor ønsker vi å justere for pensjonsposter (Kaldestad og Møller, 2016).

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Forventet avkastning inkl renter pensjon	54	40	2	36	1	
Rentekost pensjon	36	40	30	29	1	

Tabell 10: Justering av pensjon

Amortiserte estimatavvik på pensjonsforpliktelser oppstår når Sparebanken Vest utsetter sin føring av endringer og avvik. I 2012 ble det innført en endring i IAS 19, som omhandlet ytelsespensjon til ansatte, bedriftene skulle etter IFRS ikke kunne utsette føringen av endringer og avvik. Estimaterendringen og avvikene skal etter endringen regnskapsføres i det de oppstår i perioden. Årsrapportene fra Sparebanken Vest viser at alle estimaterendringer vedrørende pensjonsforpliktelser er ført i utvidet regnskap, dette fører til at størrelsene på postene ikke berører resultatet vi kommer til å benytte. Vi ser derfor ingen hensikt i å justere for denne posten. Vi ender opp med å foreta justeringer vedrørende avkastning og rentekost på pensjonsmidler. Postene er nedgående og utgjør ikke en vesentlig del av resultatet til Sparebanken Vest.

5.3.5 Engangsposter

Engangsposter er poster i regnskapet som ikke gjentar seg regelmessig. Transaksjonene er virksomhetsfremmende og kan oppstå i fremtiden, men de regnes ikke som en del av det normaliserte resultatet. Eksempler på slike engangsposter er engangsavsetninger, engangs gevinster/tap ved salg av eiendeler eller ulike typer restruktureringer (Kaldestad og Møller 2016). Videre vil vi etter beste evne vurdere hvilke poster som kan regnes som unormale gjennom skjønsmessige vurderinger. I 2012 ble det gjennomført en ny endring i omstillingen

av pensjon, hvor ansatte med ytelsespensjon gikk over til overskudds pensjonsordning (Sparebanken Vest Årsrapport, 2018). Det ble kostnadsført 33 millioner i 2013 vedrørende omstillingen, noe som betraktes som en engangshendelse. Vi vil dermed justere for denne kostnaden.

Resultatet ble positivt påvirket i 2014 gjennom salg av to av bankens eiendommer for totalt 143 millioner og salg av en stor aksjebeholdning i Nets AS på kroner 166 millioner. Salgene av aksjene i Nets er normalisert under endring i finansielle instrumenter, vi ser derfor bort fra denne posten. Spørsmålet blir om salgsgevinsten kan regnes som den underliggende driften til Sparebanken Vest. Eiendomsdrift regnes ikke som kjerneaktivitet for Sparebanken Vest og justeres derfor som en engangstilfelle.

I 2016 ble det resultatført omstillingskostnader på 61 millioner kroner grunnet avvikling av ytelsesbasert pensjonsordning. Vi regner dette som en engangskostnad og justerer. Det opplyses i årsrapporten om et ekstraordinært utbytte i forbindelse med at Visa Inc kjøpte Visa Europe, dette er det gjort justeringer for under kapitlet finansielle instrumenter.

Norne Securities AS er et selskap tilknyttet Sparebanken Vest, der banken var største eier med 47,6% i 2016. Året 2016 gjennomførte Norne en betydelig restrukturering av virksomheten med tilhørerne kostnad for banken på 14 millioner. Dette regner vi som en engangskostnad og vi velger derfor å justere for dette. Fusjonen mellom Vipps AS, BankAxept AS og BankID AS i 2018 medførte at det ble utført en verdivurdering av selskapene. Konsekvensen av dette ble en oppjustering av regnskapsførte verdier for alle tre selskapene. BankAxept AS og Bank ID AS er eid direkte av Sparebanken Vest noe som medførte en positiv resultateffekt på 65 millioner kroner. I tillegg eier banken aksjer i Vipps AS gjennom Balder Betaling AS. Oppskrivningen gav en inntektsføring på 29 millioner kroner for Balder Betaling AS. Normaliseringen av verdiendringen for Bankaxept AS og BankID AS er gjennomført under justering for finansielle instrumenter, men vi vil her gjennomføre en justering for merverdien av fusjonen for Balder Betaling AS. Dette ettersom det kun har vært en oppjustering av verdier og ikke skjedd noe med lønnsomheten til Sparebanken Vest.

Vi kommer frem til disse justeringene for engangsposter:

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Endret pensjonsordning	33			61		
Gevinst eiendom		143				
Restrukturering				14		
Oppskrivning						29

Tabell 11: Engangsposter

5.3.6 Presentasjon av normalisert resultat

		2013	2014	2015	2016	2017	2018
Netto resultat før skatt		1221	1496	1396	1956	1844	1777
Netto verdiendring	(-)	114	211	-101	-3	-20	142
Unormalt tap	(+)	111	171	-144	-235	-115	-74
Forventet avkastning pensjo	(-)	54	40	2	36	1	0
Rentekost Pensjon	(+)	36	40	30	29	1	0
Endret pensjonsordning	(+)	33			61		
Gevinst eiendom	(-)		143				
Oppskrivning	(-)						29
Restrukturering	(+)				14		
Normaliser resultat før skatt		1233	1313	1381	1792	1749	1532

Tabell 12: Normalisert resultat

I tabell 12 vises det normaliserte resultatet til Sparebanken Vest. Tallene er hentet ut og er identiske til slik de framlegges i årsrapportene.

5.4 Nøkkeltallsanalyse

Regnskapsanalyse er en systematisk bearbeidelse av regnskapsdata. I boken "Årsregnskap" av Trond Kristoffersen defineres regnskapsanalyse som: *alle teknikker som benyttes for å kartlegge og belyse en bedrifts økonomiske utvikling og stilling (Kristoffersen, 2016)*

For å danne oss et bilde av bankens underliggende økonomiske forhold gjennomføres en nøkkeltallanalyse. I motsetning til den strategiske analysen som ikke har fokus på tallmaterialet bruker vi her bankens historiske prestasjoner til å kartlegge hvor det eventuelt kan foreligge konkurransemessige fortrinn. Vi bruker regnskapets nøkkeltall til å analysere bankens økonomiske prestasjoner og sammenligner forholdstallene med konkurrentene. Regnskapsanalysen vil ha ulike formål ut fra hvem som er bruken, og til hvilke formål analysen skal brukes. For ledelsen i selskapet vil nøkkeltallene være til nytte fordi analysen gir en oversikt over selskapets likviditet, soliditet, finansiering og lønnsomhet. Kreditorer er en annen bruker av regnskapsanalysen. Denne gruppen vil først og fremst være opptatt av bedriftens evne til å betjene renter og avdrag til riktig tid. I hovedsak likviditetstall men også

soliditets- og lønnsomhetstall vil da være interessant. Virksomhetens likviditet belyser selskapets evne til å imøtekomme forpliktelser på kort sikt mens soliditeten og lønnsomheten beskriver virksomhetens konkurranseevne på lengre sikt.

Investorer er den tredje hovedbrukeren av nøkkeltall. Denne brukergruppen er interessert i å analysere bedriftens evne til å skape verdier og å betale utbytte i fremtiden. Investorene er derfor primært opptatt av bedriftens lønnsomhets- og soliditetstall.

I regnskapsanalysen nedenfor tar vi utgangspunkt i utviklingen til Sparebanken Vest over en 6-års periode, med noen unntak. På bakgrunn av at det har vært opp- og nedturer i økonomien på Vestlandet de siste fem årene mener vi en femårs periode er et representativt tidsintervall. Følgelig mener vi også dette utgjør et solid grunnlag for utarbeidelse av fremtidsregnskapet, som vi kommer til senere i oppgaven.

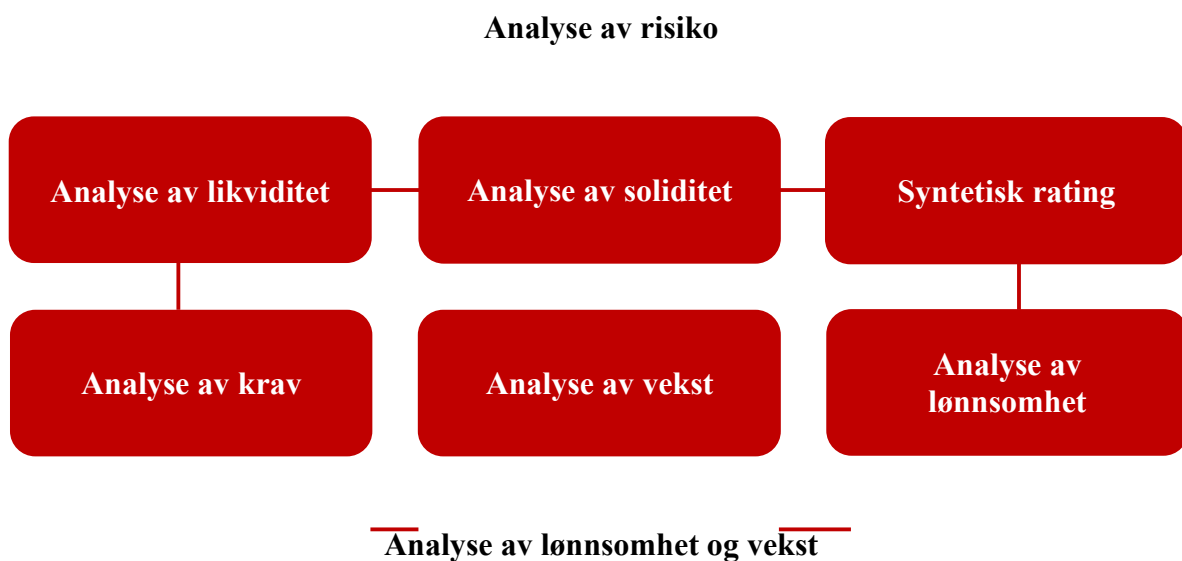
Det er vanlig å skille mellom interne og eksterne regnskapsanalyser. Den interne regnskapsanalysen kjennetegnes normalt ved at analytikeren har ubegrenset tilgang til informasjon om selskapet. En slik type analyse gjennomføres hovedsakelig av bedriftens ansatte. Den eksterne regnskapsanalyse bygger derimot på offentlig tilgjengelig regnskapsinformasjon. Regnskapsanalysen nedenfor baseres utelukkende på offentlig tilgjengelig informasjon (Kristoffersen, 2016).

Type analyse

Det finnes ulike tilnærminger og metoder for analyse av regnskapsdata. Hvilke metoder man velger å benytte avhenger av formålet med analysen. Som utgangspunkt for nøkkeltallanalysen har vi brukt kvartals- og årsrapportene til Sparebanken Vest og de komparative selskapene. I analysen av Sparebanken Vest velger vi å utføre en trend- og nøkkeltallanalyse. Trendanalysen, eller den horisontale analysen, benyttes for å analysere finansiell informasjon fra år til år over en lengre periode. Analysen gir oss en pekepinn på om bransjen er kjennetegnet av spesielle sykluser, og om lønnsomheten i dag er høy eller lav enn hva som kan betegnes som normalt. Samtidig vil trendanalysen gjøre oss i stand til å bedømme selskapet relativt til bransjen og man vil følgelig identifisere mulige konkurransefortrinn for selskapet (Yngve Kaldestad og Bjarne Møller).

Nøkkeltallsanalysen beregner forholdet mellom ulike poster i regnskapet. Dette gjør at vi får overblikk over sentrale sammenhenger i selskapets regnskap. Men analysen gir lite nyttig

informasjon dersom tallene ikke sees i forhold til de komparative selskapenes nøkkeltall. I analysen nedenfor bruker vi strukturen og modellen til Knivsfå. Det skilles mellom en analyse av risiko, som har betydning for bankens markedsfinansiering og en analyse av bankens lønnsomhet. Lønnsomhetsanalysen vil avdekke om selskapet oppnår en avkastning på investert kapital som overgår investorens avkastningskrav. Med andre ord om selskapet genererer superprofitt. For en bank er nøkkeltall som utlånsvekst, tap på utlån, rentenetto, kapitaldekning og kjernekapitaldekning noen av forholdstallene som er spesielt interessant å fokusere på. Analysen skal danne et grunnlag for utarbeidelsen av Sparebanken Vest sitt fremtidsregnskap og den fundamentale verdivurderingen av selskapet (Knivsfå, 2019):



Figur 18: Prosessen i forholdstallsanalysen

5.4.1 Analyse av likviditet

For at en bedrift skal være konkurransedyktig er det sentralt å ha god betalingsevne. En likviditetsanalyse omhandler bedriftens evne til å møte sine betalingsforpliktelser ved forfall (Kristoffersen, 2016). Med andre ord virksomhetens evne til å fremskaffe kontanter når det er bruk for dem. For en bank betyr likviditet at den skal være i stand til å fremskaffe kontanter når en kunde ønsker å ta ut hele eller deler av sitt innskudd, eller når banken skal betale tilbake innlån ved forfall (Hoff, 2011). Dette samstemmer godt med forskrift om forsvarlig likviditetsstyring der §1 tilsier at banker skal sørge for forsvarlig likviditetsstyring slik at foretaket til enhver tid har tilstrekkelig likvider til at de kan dekke sine forpliktelser ved forfall.

Begrepet likviditetsrisiko handler i banknæringen om risikoen knyttet til løpetid mellom aktiva og passiva. Likviditetsrisiko består av to elementer; refinansieringsrisiko og prisrisiko. Med refinansieringsrisiko menes risiko for ikke å være i stand til å refinansiere gjeld og ikke ha evne til å finansiere en økning i eiendeler. Med prisrisiko menes risikoen for ikke å være i stand til å refinansiere forpliktelser uten at det oppstår vesentlige ekstraomkostninger i form av dyrere finansiering eller prisfall på eiendeler som må realiseres (Sparebanken Vest Årsrapport, 2013).

I dette avsnittet har vi brukt artikkelen, *Bankers likviditet og finansiering* skrevet av Erna Hoff 2011, til å forklare bankens nye likviditetskrav. Formålet med analysen er å avdekke likviditetssituasjonen til banken, og om det er sannsynlig at banken vil kunne betjene sine forpliktelser i fremtiden.

I kjølevannet av finanskrisen i 2008 ble det som nevnt tidligere i innført strengere likviditetsstyring av finansielle foretak gjennom Basel II standarden. Før Baselkomiteen innførte nye krav til kapital- og likviditetsstandarder regulerte finanstilsynet bankenes likviditetsrisiko gjennom likviditetsindikator 1 og 2. Likviditetsindikatorene ble fra 2015 erstattet av de nye Basel III kravene. I Basel III ble det foreslått ett krav til kortsiktig likviditetsbuffer (Liquidity Coverage Ratio – LCR) og ett krav til langsiktig stabil finansiering (Net Stable Funding Ratio – NSFR).

5.4.1.1 Liquidity Coverage Ratio

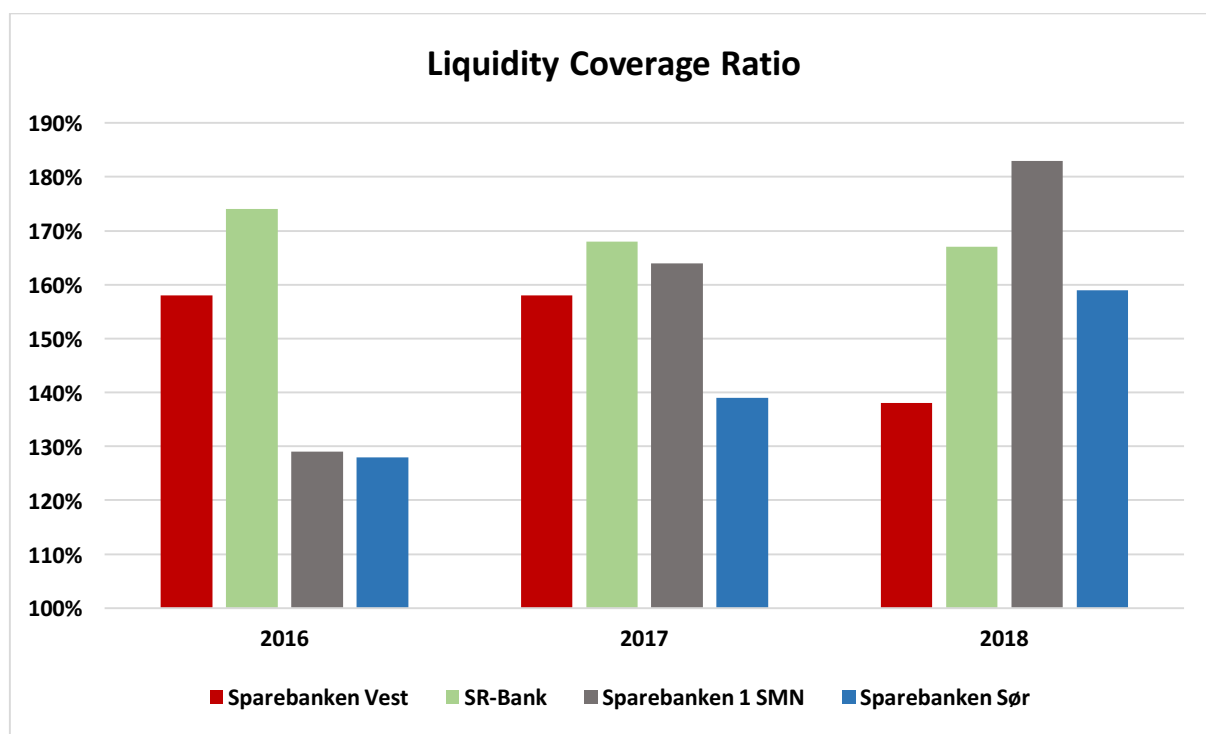
Bankenes likviditetsrisiko reguleres i finansforetaksloven, via CRR/CRD IV-forskriften (Finanstilsynet, 2017). Målene for stabil finansiering og forsvarlig likviditetsstyring har i perioden fra 2013-2018 endret seg betydelig. Mens bankene frem til 2015 rapporterte likviditetsindikator 1 og 2 har de i perioden 2015-2018 gått over til å rapportere måltallet Liquidity Coverage Ratio, herved omtalt som LCR. Vi velger derfor å fokusere på LCR da dette er kravet som Finanstilsynet legger til grunn i sine vurderinger av bankenes likviditet. I CRR/CRD IV stilles det krav til at alle kredittinstitusjoner skal ha tilstrekkelig likviditetsbuffer til å tåle perioder med begrenset tilgang på markedsfinansiering. Finanstilsynet fastsatte 22. desember 2015 forskrift om beregning av likvide eiendeler, utbetalinger og innbetalinger i likviditetsreserven (LCR). LCR måler størrelsen på foretakenes likvide eiendeler i forhold til 30 dagers netto likviditetsutgang (Finanstilsynet, 2018). Kravet har i perioden 2015-2017 gradvis økt og illustreres i tabellen nedenfor:

	2015	2016	2017	2018	2019
Minimum LCR	60 %	70 %	80 %	90 %	100 %

Tabell 13: LCR

Nedenfor sammenlignes Sparebanken Vest sin LCR med konkurrentens.

$$\text{Likviditetsreserve (LCR)} = \frac{\text{Likvide eiendeler}}{\text{Netto ikviditetsutgang 30 dager frem i tid gitt en stressituasjon}}$$



Figur 19: LCR

LCR er vanskelig å beregne fordi bankene ikke offentliggjør all informasjon som er nødvendig. Ettersom vi ikke har tilgang på intern regnskapsdata for Sparebanken Vest eller de andre utvalgte bankene har vi brukt tallene som er oppgitt i årsrapportene deres. I forklaringen nedenfor antar vi derfor at bankenes beregninger er rett.

Diagrammet viser at alle bankene er over dagens minstekrav på 100 prosent. Dette tilsier at både Sparebanken Vest og konkurrentene skal være rustet for en stressituasjon med begrenset tilgang på markedsfinansiering. Vi anser likviditetssituasjonen i Sparebanken Vest og utvalgte banker som god.

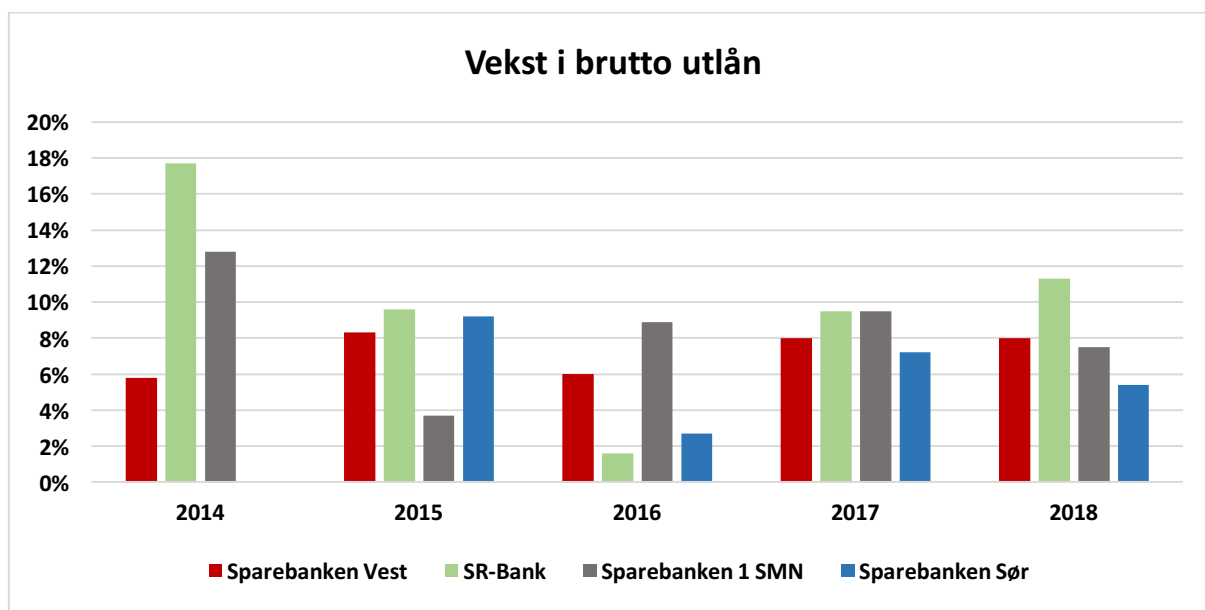
5.4.1.2 Net Stable Funding Ratio

Mens LCR fokuserer har fokus på en kortsiktig stressituasjon på under ett år har NSFR en langsiktig tilnærming. Regelverket skal sikre at bankene har nok midler til å tåle en stressituasjon som løper over mer enn ett år. Stabil finansiering er definert som de delene av egenkapital- og gjeldsfinansieringen som er forventet å være pålitelig tilgjengelige midler i løpet av en stressperiode på ett år (Hoff, 2011). Kravet om langsiktig stabil finansiering skulle opprinnelig være gjeldende fra 2018 men er ikke innført i Norge enda. Vi velger derfor å se bort fra dette likviditetsmålet i vurdering av bankens likviditetssituasjon.

5.4.1.3 Vekst i brutto utlån

Både Sparebanken Vest og konkurrentene har i perioden fra 2013 hatt en betydelig utlånsvekst. Sparebanken Vest har de siste fem årene hatt en gjennomsnittlig utlånsvekst på 7,22 prosent, noe som er vesentlig høyere enn deres gjennomsnittlige innskuddsvekst på 3,20%. I 2018 var veksten i privatmarkedet 7,4 prosent mens den i bedriftsmarkedet var 9,8 prosent. Hvordan veksten i utlån er finansiert er sentralt for likviditetsrisikoen til bankene. Som illustrert den strategiske analysen er markedsfinansiering blitt en viktigere finansieringskilde for bankene. Økt markedsfinansiering i forhold til innskudd gjør bankene mer utsatt for markedsrisiko gjennom penge- og kredittmarkedene. Banker som baserer mye av sin finansiering på kortsiktige obligasjonsutstedelser eksponeres for betydelig risiko i urolige tider, og kan følgelig få problemer med å fornye lånene. For Sparebanken Vest som har en god likviditetsrisiko utgjør ikke dette noe nevneverdig trussel.

Fra 2013-2014 var utlånsveksten til Sparebanken Sør 114 prosent, dette er ikke representativt for deres underliggende vekst ettersom de i slutten av 2014 fusjonerte med Sparebanken pluss. Vi velger derfor å se bort fra endring i brutto utlån for Sparebanken Sør i 2014. Videre ser vi også bort fra Sparebanken Sør i 2013 i andre deler av nøkkeltallsanalysen der vi mener en sammenligning ikke vil være representativ. Figuren under viser utvalgets vekst i brutto utlån i valgt periode.



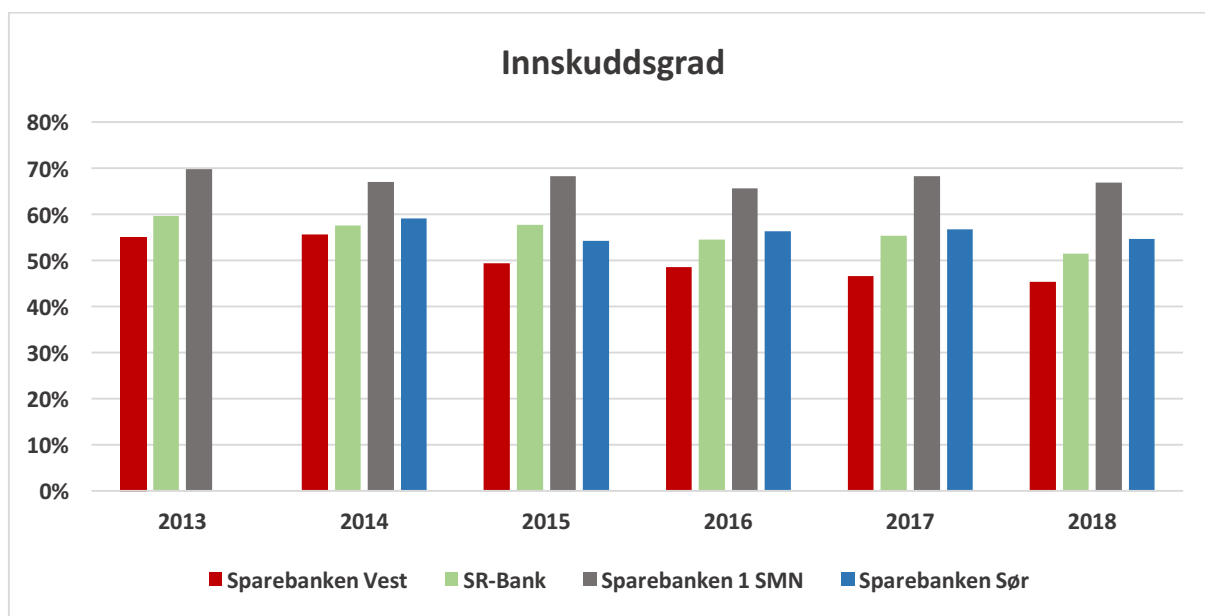
Figur 20: Vekst brutto utlån

Diagrammet viser at Sparebanken Vest i perioden fra 2014-2016 hadde noe høyere vekst enn snittet for utvalgte banker. Dette kommer trolig som følger av at både Sparebank 1 SR-Bank og Sparebank 1 SMN i større grad enn Sparebanken Vest har vært eksponert for oljeprisnedgangen i 2014-2015. Eksempelvis er SR-Bank en betydelig aktør i Rogaland og fikk hard medfart i denne perioden. Videre har Sparebanken Vest hatt en gjennomsnittlig utlånsvekst i perioden 2017-2018.

5.4.1.4 Innskuddsdekningsgrad

Analysen av innskuddsdekningen gir en pekepinn på hvordan veksten i brutto utlån er finansiert. Ettersom banken har hatt en betydelig høyere utlåns- enn innskuddsvekst må den resterende finansieringen hentes i pengemarkedet. I analysen har vi benyttet oss av informasjonen i årsrapportene til både Sparebanken Vest og de komparative selskapene. Videre har vi å sett på innskuddsdekningsgraden over en 6-årsperiode.

$$\text{Innskuddsdekningsgrad} = \frac{\text{Innskudd fra kunder}}{\text{Brutto utlån}}$$



Figur 21: Innskuddsgrad

Figuren illustrerer at Sparebanken Vest har en avtakende og lav innskuddsgrad i forhold til sine konkurrenter. Banken hadde en innskuddsdekning på 55 prosent i 2013 mens de i 2018 hadde 45 prosent. Trenden både for Sparebanken Vest og de andre konkurrentene viser at det i større grad enn tidligere benyttes markedsfinansiering for å dekke veksten i utlån.

Tabellen under viser prosentvise endringer i innskudd fra kunder og brutto utlån.

Post / År (Tall i mill)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Brutto utlån	112 883	119 482	129 429	137 145	148 106	159 951
△ i prosent	-	5,85 %	8,33 %	5,96 %	7,99 %	8,00 %
Innskudd fra kunder	62 172	66 448	63 900	66 486	69 111	72 536
△ i prosent	-	6,88 %	-3,83 %	4,05 %	3,95 %	4,96 %

Tabell 14: Endring brutto utlån og innskudd

Det har vært en forholdsvis jevn utvikling i innskuddene fra kunder med unntak av 2015. Innskuddene har i hele perioden økt med 17 prosent. Men dersom vi ser på økningen i innskudd i forhold til økning i brutto utlån er utviklingen svak. Brutto utlån har i samme periode økt med 42 prosent. Banken har i større grad enn tidligere benyttet seg av finansiering i kapitalmarkedet for. Dette er en dyrere finansieringsform enn innskuddsfinansiering.

Som Erna Hoff påpeker i artikkelen "*Bankers likviditet og finansiering*" fra 2011 har kundenes andel av total finansiering vært avtakende i lengre tid mens markedsfinansieringen har økt tilsvarende. Dette er også tilfelle for Sparebanken Vest. Hovedgrunnen er sterkere utlånsvekst i forhold til innskuddsvekst. Samtidig har det siden finanskrisen vært attraktivt for kunder å plassere penger i kapitalmarkedene noe som trolig har redusert innskudd. En av de positive sidene ved at bankene har en lavere innskuddsdekningsgrad enn tidligere er at kapitalen i større grad bidrar til vekst og samfunnsøkonomisk verdiskapning. Baksiden er i midlertidig at Sparebanken Vest utsettes for større markedsrisiko enn tidligere. Dersom veksten i verdensøkonomien avtar kan det tenkes at kundenes behov for sparing øker. Det kan også tenkes at kundene som følge av økte renter og lavere vekst i boligprisene velger å redusere gjelden. Dette kan isolert sett tale for at forholdet mellom innskudd og utlån kan reduseres noe i fremtiden.

5.4.2 Soliditet

En analyse av bankens soliditet bankens evne til å tåle tap, og om deres langsiktige finansiering (Kristoffersen, 2016). Banknæringen er strengt regulert når det kommer til kapitaldekning. Etter finanskrisen i 2009 var det en klar enighet både internasjonalt og nasjonalt om at bankene måtte reguleres strengere i fremtiden. Basel standarden er sentral i regulering av krav og føringer for banknæringens kapitaldekning. De norske reglene forholder seg til EU's kapitaldekningsregelverk (CRR/CRD IV) som er basert på Baselkomiteens standarder (Finanstilsynet, 2016).

Formålet med reguleringene er blant annet å begrense bankenes prosykliske atferd ved å øke kravene til kapitaldekning i oppgangskonjunkturer og redusere kravene i nedgangskonjunkturer. Dette vil stimulere til økt aktivitetsnivå i nedgangskonjunkturer og begrense utlånsveksten i oppgangskonjunkturer, og på den måten bevares den finansielle stabiliteten i økonomien. Det avgjørende for norsk økonomi å ha solide banker slik at det finansielle systemet er robust og godt rustet til å tåle økonomiske og finansielle sjokk i økonomien. For bankene isolert sett vil en god soliditet trolig også tiltrekke seg flere kunder. Dette er noe som potensielt kan bidra til et konkurransefortrinn i næringen.

Innføringen av Basel I, Basel II og Basel III har ført til en gradvis økning i kapitalkravene for norske banker de foregående årene. Sparebanken Vest sine krav til både kapitaldekning og kjernekapitaldekning vil også trolig øke i fremtiden. Grunnen til dette er at Finanstilsynet har

lagt frem et forslag om at banken skal defineres som systemviktig i fremtiden (Sparebanken Vest Årsrapport, 2018). En bank er definert som systemviktig dersom problemer i banken kan påføre det finansielle systemet og realøkonomien betydelig negative konsekvenser (Finanstilsynet, 2019). Dette kommer vi tilbake til i prognoseregnskapet.

I vurderingen av Sparebanken Vest sin soliditet har vi valgt å benytte nøkkeltallene kapitaldekning og kjernekapital.

5.4.2.1 Kapitaldekning

Kapitaldekning defineres som forholdet mellom ansvarlig kapital (kjernekapital og tilleggs kapital) og et risikovektet volum. Kjernekapitalen består av ren kjernekapital, godkjent hybridkapital og obligasjonsfond. Tilleggs kapitalen består hovedsakelig av ansvarlig lånekapital (Finanstilsynet 2017). For at tilleggs kapitalen kan inngå i den ansvarlige kapitalen er kravet at den ikke må overgå kjernekapitalen. Samtidig må gjenværende løpetid på lånekapitalen minst være fem år for at den skal inngå som ansvarlig kapital.

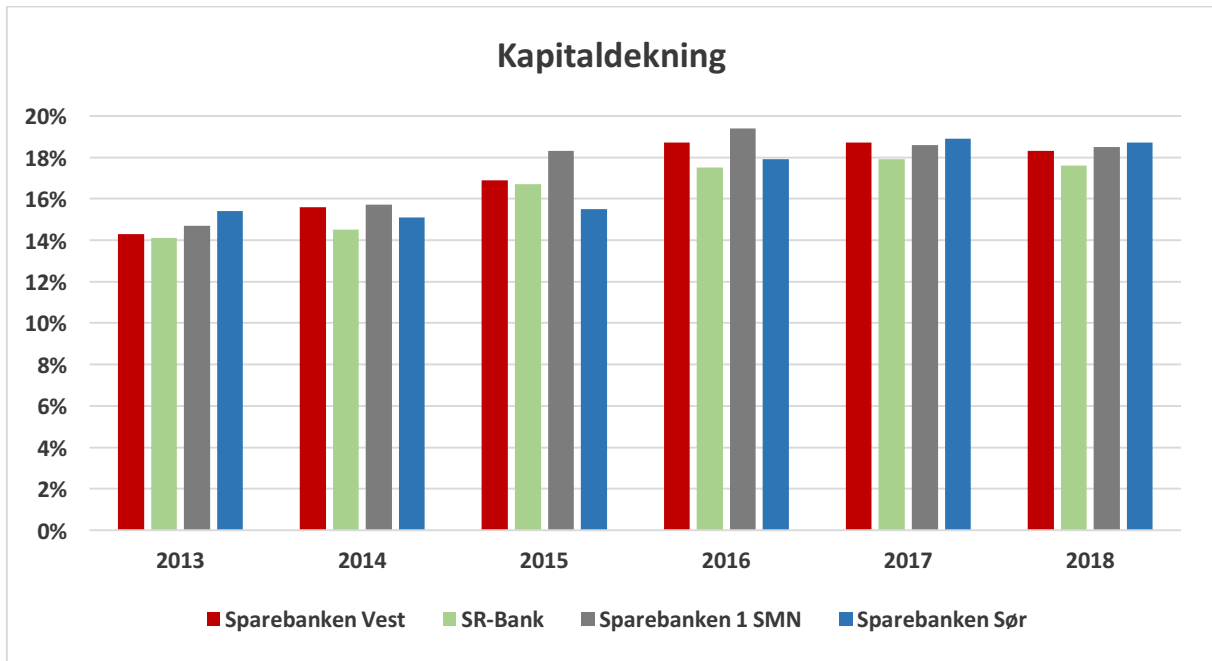
Det risikovektede volumet, som også omtales som beregningsgrunnlaget, er en kombinasjon av ulike lån og andre aktiva, der utlån med høy risiko vektes høyt, mens utlån med lav risiko vektes lavt. Beregningsgrunnlaget kan fastsettes ved to ulike metoder, standardmetoden og interne målemetoder (IRB). Sparebanken Vest har på grunnlag av sin størrelse og struktur fått tillatelse av tilsynsmyndighetene til å bruke den interne IRB-metoden. Dette gjelder også for Sparebank 1 SMN og Sparebank 1 SR-Bank. Ved bruk av IRB estimerer institusjonen sannsynligheten for mislighold, tap ved mislighold og eksponering ved mislighold (Finanstilsynet 2017). Sparebanken Sør er den eneste banken i utvalget som bruker standardmetoden.

Kapitaldekningen kan uttrykkes på følgende måte:

$$\text{Kapitaldekning} = \frac{\text{Kjernekapital} + \text{Tilleggs kapital}}{\text{Risikovektet volum}}$$

Kravene til kapitaldekning har de siste årene blitt oppjustert en rekke ganger. Da Basel III ble innført i 2013 var kravet til kapitaldekning opprinnelig 12,5 prosent. Kapitalkravet ble senere revidert, og oppjustert til 13,5 prosent. Fra 1. Juli 2016 fastsatte baselkomiteen

kapitaldekningskravet til 15,5 prosent. Nedenfor diskuteres hvorvidt Sparebanken Vest sin kapitaldekning er robust.



Figur 22: Kapitaldekning

Sparebanken Vest har i hele perioden lagt godt over finanstilsynets kapitaldekningskrav. Vi ser fra diagrammet at banken har økt sin kapitaldekning i takt med de fastsatte kravene som ble nevnt ovenfor. Av diagrammet fremkommer det at banken ligger jevnt rundt de andre bankenes kapitaldekning. I henhold til kapitaldekningskravet anser vi både Sparebanken Vest og de utvalgte konkurrentene for å være solide og rustet for et eventuelt sjokk i økonomien. Sparebanken Vest er også godt rustet til å møte kravene som stilles dersom banken i fremtiden skulle defineres som en systemviktig institusjon. Systemviktige institusjoner må ha en ekstra buffer på 2%. Dette gjør at kravet til kapitaldekning øker til 17,5%. For 2018 hadde Sparebanken Vest en kapitaldekning på 18,7%. Dette tilfredsstiller finanstilsynets krav til systemviktige institusjoner.

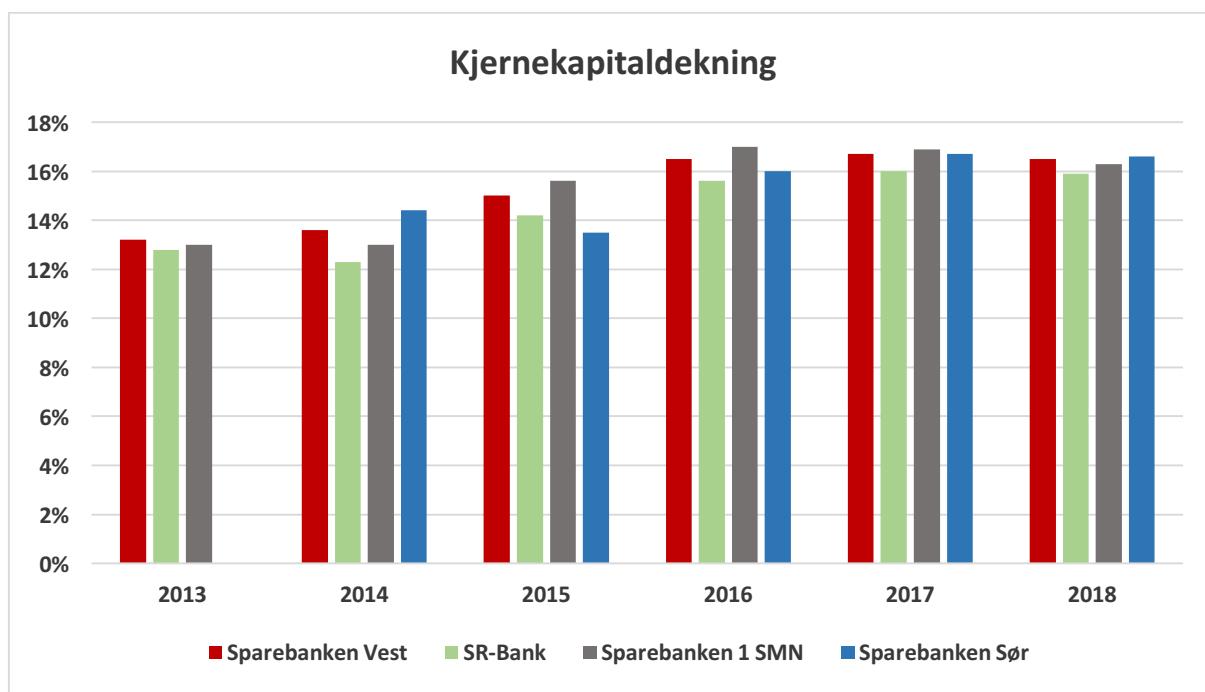
5.4.2.2 Kjernekapitaldekning

Ren kjernekapital består av innskutt og opptjent egenkapital. Aksjer, egenkapitalbevis og medlemsinnskudd er godkjent av Finanstilsynet som kjernekapitalinstrumenter (Finanstilsynet, 2017). Forskjellen fra kapitaldekningskravet er at man utelater

tilleggskapitalen i telleren. Fordi kjernekapitalen uttrykker den ”rene” egenkapitalen gir dette et bedre utgangspunkt for vurdering av den reelle soliditeten. I likhet med kapitaldekningskravet er også kjernekapitalkravet blitt strengere i perioden. Da Basel III ble innført, innførte finanstilsynet et kjernekapitalkrav på 9 prosent for norske banker. Kravet har gradvis økt i perioden og bankene måtte innen 1. Juli 2016 besitte kjernekapital på 13,5 prosent. Kjernekapitaldekningen kan defineres på følgende formel:

$$\text{Kjernekapitaldekning} = \frac{\text{Kjernekapital}}{\text{Risikovektet volum}}$$

Nedenfor illustreres utviklingen i kjernekapitaldekningen i perioden:



Figur 23: Kjernekapitaldekning

Diagrammet forteller at Sparebanken Vest historisk har hatt en høy kjernekapitaldekning og lagt over gjennomsnittet for de utvalgte bankene. Dette tilsier at banken har hatt en høyere ”ren” egenkapital enn gjennomsnittet i perioden. Banken har i hele perioden, med unntak av 2018, styrket sin kjernekapitaldekning. Bankens solide resultater gjennom hele perioden er i hovedsak årsaken til forbedringen. En høy kjernekapitaldekning styrker bankens soliditet og gjør den bedre rustet mot tilbakegang i økonomien. Høy kjernekapital vil også gjøre det billigere å hente penger i kapitalmarkedet fordi foretaket ansees som mer solid, noe som igjen vil ha innvirkning på bankens resultat og det potensielle utbytte.

Dersom Sparebanken Vest i fremtiden blir definert som systemviktig vil kravene til kjernekapitaldekning økes fra 13,5-15,5 prosent. Banken hadde i 2018 en kjernekapitaldekning på 16,5 prosent noe som tilsier at banken skal kunne tilfredsstillere disse kravene med god margin. Vi anser derfor bankens kjernekapitaldekning for å være robust.

5.4.3 Kredittkvalitet

Kredittkvaliteten omhandler graden av risiko i bankenes utlånsportefølje og er avgjørende for lønnsomheten til selskapet. Kredittrisiko er definert som risikoen for tap dersom bankens kunder/motpart ikke oppfyller sine forpliktelser knyttet til utlån, kreditter og garantier (Sparebanken Vest Årsrapport, 2013). For å bedømme bankenes kredittkvalitet ser vi på forholdet mellom utlån med høy og lav risiko. Et risikofylt lån vil redusere kredittkvaliteten mens et utlån med lav risiko vil styrke den samlede kredittkvaliteten.

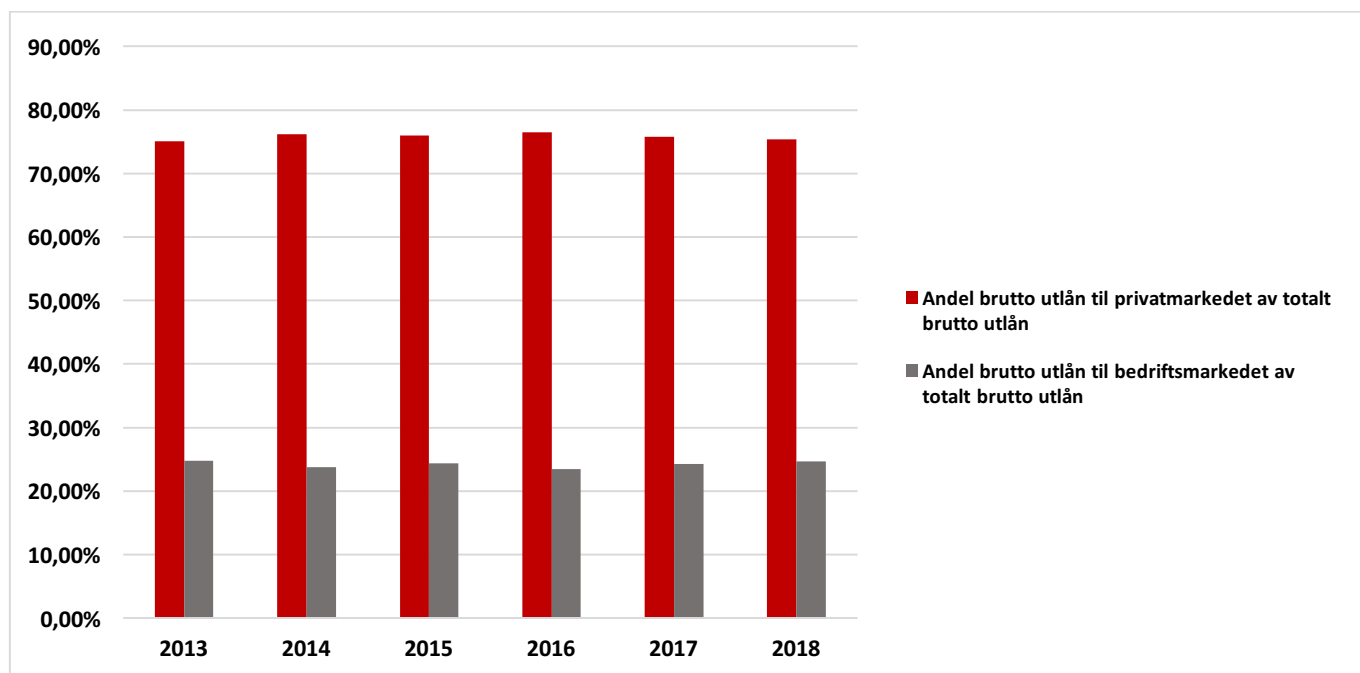
Ettersom den viktigste inntektskilder for sparebanker er netto renteinntekter fra utlån, er kredittkvaliteten på utlånsporteføljen en sentral faktor for bankenes inntjening og følgelig også for bankers verdsettelse. Vi bruker analysen av kredittkvaliteten til å få en oversikt over Sparebanken Vests utlånsrisiko. Formålet med analysen er å kunne bruke den til å estimere fremtidige utlånstap for banken. Nedenfor følger en oversikt over bankens utlånsportefølje. Videre vil vi analysere historisk netto tapsnivå og bankens interne kredittkvalitet.

Bankens utlånsportefølje:

Bransje (tall i mill)	Brutto utlån i kroner	Bruttoutlån i %
Jord-, skogbruk og fiskeri	5 795	3,62 %
Industri og bergverk	1 534	0,96 %
Kraft og vannforsyning	1 867	1,17 %
Bygge- og anleggsvirksomhet	4 555	2,85 %
Varehandel	1 644	1,03 %
Utenriks sjøfart og transport	5 267	3,29 %
Hotell og restaurant	640	0,40 %
Eiendomsdrift	14 734	9,21 %
Tjenesteytende virksomhet	3 184	1,99 %
Offentlig forvaltning	13	0,01 %
Andre finansielle foretak	175	0,11 %
Næringsliv	39 408	24,64 %
Personkunder	120 542	75,36 %
Totalt	159 950	100,00 %

Tabell 15: Bankens utlånsportefølje

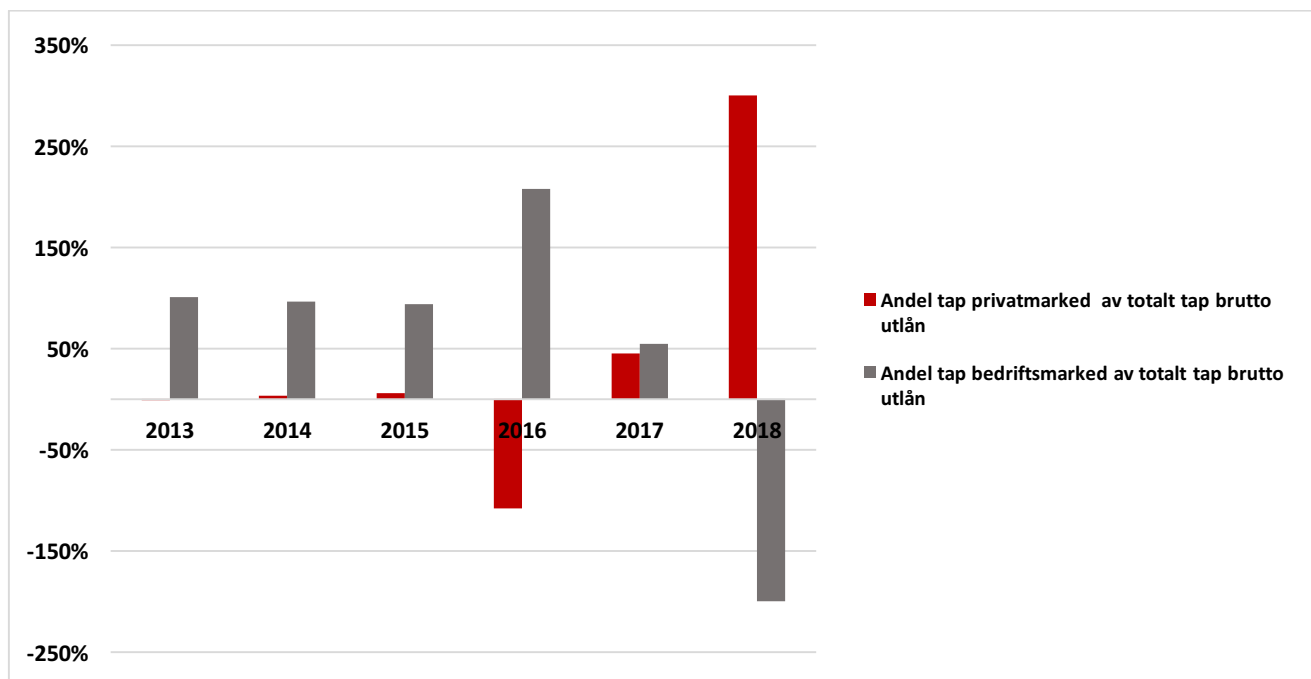
Tabellen over er hentet fra Sparebanken Vest kvartalsrapport for fjerde kvartal 2018 og viser at majoriteten av utlånene er i privatmarkedet. Bedriftsmarkedsporteføljen står for 25 prosent av utlånet. Eiendomsdrift er en betydelig del av bedriftsporteføljen men vi anser likevel porteføljen som diversifisert. Fordelingen mellom privat- og bedriftsmarkedet har vært identisk i hele periode, noe som illustreres i figuren nedenfor.



Figur 23: Andel brutto utlån i privatmarkedet i forhold til bedriftsmarkedet

5.4.3.1 Tap på utlån

Før vi sammenligner bankens netto utlån med utvalgt banker presenterer vi en oversikt over fordelingen av totalt tap på brutto og bankens tapsavsetningsnivå. Intuisjonen knyttet til risiko på utlånsporteføljen til en bank er at bedriftsmarkedsporteføljen har en betydelig høyere risiko enn privatmarkedsporteføljen. Dette bekreftes i grafen under.



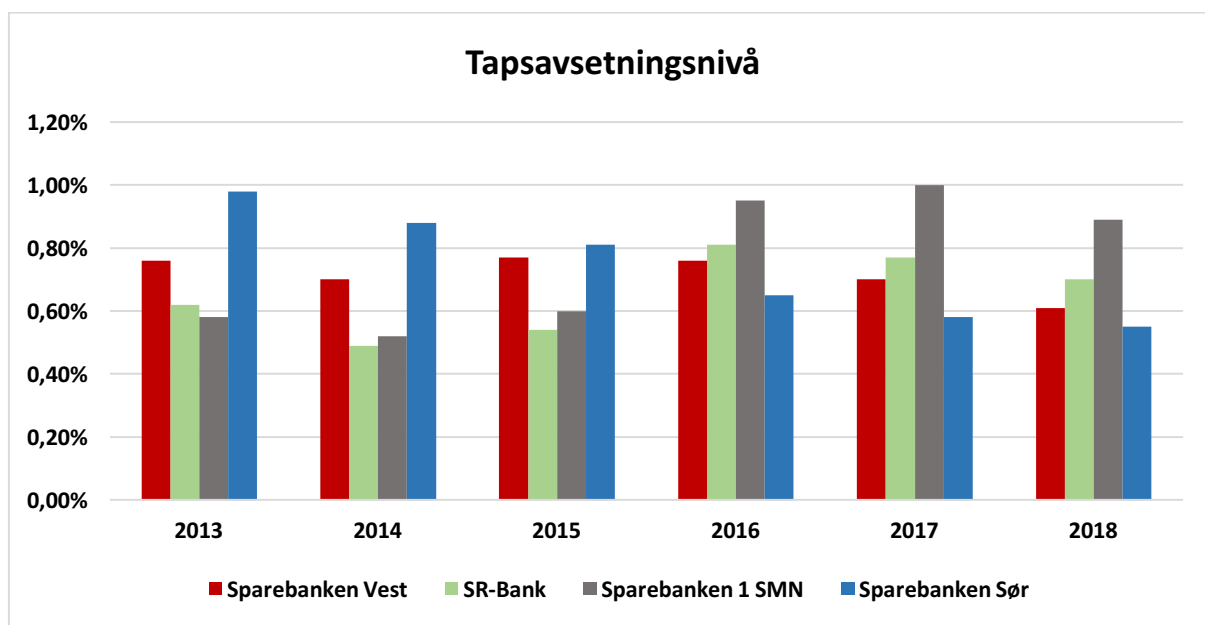
Figur 24: Andel tap i privatmarkedet i forhold til bedriftsmarkedet

Som vi ser fra grafen over er hoveddelen av tap i Sparebanken Vest knyttet til bedriftsmarkedet. I perioden 2013-2015 var tapene fra bedriftsmarkedet 95 prosent, mens det i 2016 var 200%. Grunnen til at tapsprosenten i bedriftsmarkedet var så høy i 2016 var en kombinasjon av ”positive tap” i privatmarkedet samt økte tap knyttet til økonomisk uro på Vestlandet. Videre har året 2018 har vært et godt år for næringslivet i regionen, dette reflekteres i et ”positivt tap” i bedriftsmarkedet. Som følger av at banken hadde lav eksponering mot de mest konkurranseutsatte næringene, og betydelig høyere tapsavsetninger til tap for bedriftsmarkedet endte bedriftsmarkedet med et ”positivt tap” i 2018. Tapet på utlån i privatmarkedet for 2018 var altså ikke høyere enn normalt men skyltes det ”positive” tapet i bedriftsmarkedet (Sparebanken Vest Årsrapport, 2018).

5.4.3.2 Tapsavsetninger

Vi har brukt følgende formel i utregning av tapsavsetningsnivå:

$$\text{Tapsavsetningsnivå} = \frac{\text{Tapsavsetninger}}{\text{Brutto utlån UB}}$$



Figur 25: Tapsavsetningsnivå

Diagrammet illustrerer at Sparebanken Vest har relativt stabile tapsavsetninger sammenlignet med de andre bankene. Dette virker naturlig ettersom utlånsporteføljen deres i mindre grad er eksponert mot konjunkturutsatte næringer. Generelt var bankenes økning i tapsavsetninger mellom 2014-2016 hovedsakelig relatert til olje, offshore og shipping. Både Sparebanken Vest og Sparebanken Sør har sammenlignet med Sparebank 1 SR-Bank og Sparebank 1 SMN en lav eksponering mot disse næringene, og derav lavere tapsavsetninger i perioden.

I perioden fremover kan det tenkes at Sparebanken Vest bør øke sine tapsavsetninger. Vi mener at banken utlånsporteføljen deres er spesielt sensitive overfor negativ utvikling i eiendomsbransjen. Grunnen til dette 75 prosent av den totale utlånsporteføljen er i privatmarkedet og hele 9,21 prosent av bedriftsmarkedsporteføljen består av eiendomsdrift. Økt rentebane og lavere økonomisk vekst vil potensielt øke tap og mislighold i fremtiden. Å øke tapsavsetningene vil føre til en økt kapitalbuffer som kan brukes ved eventuelle nedgangstider i eiendomsmarkedet.

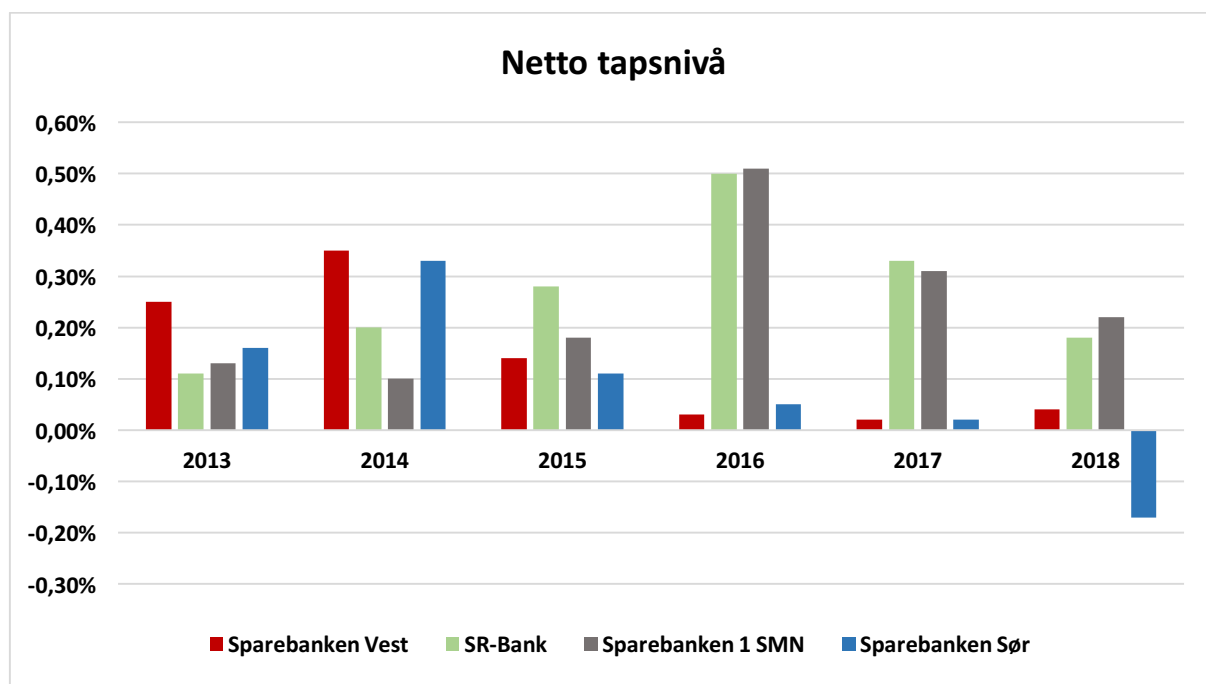
5.4.3.3 Netto tapsnivå

Analysen av netto tapsnivå gir en oversikt over hvor stor andel av bankens netto utlån som blir misligholdt. Vi tar utgangspunktet i netto tap utlån og ser tallet i forhold til netto utlån IB. Grunnen til at vi velger å netto fremfor brutto er at Roar Hoff i artikkelen *Verdsettelse av banker* anbefaler han å bruke netto utlån IB. Man unngår da at enkelte år med høy vekst

glatter ut talsnivået. Videre argumenterer han for at tapsnivået bør ligge rundt 0,50 prosent for forretningsbanker og noe lavere for sparebanker.

Formel for netto tapsnivå:

$$\text{Netto tapsnivå} = \frac{\text{Netto tap på utlån}}{\text{Netto utlån IB}}$$



Figur 26: Netto tapsnivå

Fra diagrammet ser vi at Sparebanken Vest de siste tre årene har hatt et meget lavt tapsnivå. Banken har i perioden hatt et tapsnivå som er under gjennomsnittet for utvalgte banker. Vi mener grunne til dette er at både Sparebanken Vest og Sparebanken Sør har en diversifisert utlånsportefølje med begrenset eksponering mot konjunkturutsatte næringer. Bankenes lave eksponering mot oljeindustrien kombinert med høy økonomiske aktivitet har vært noen av driverne for de lave tapene i perioden. Grunnen til at Sparebanken Vests tapsnivå var spesielt høyt i 2014 sammenlignet med de andre årene var at selskapet foretok en krevende restrukturering i bedriftsporteføljen.

Sparebanken Vest ligger i hele perioden godt under Roar Hoff sitt krav på 0,50 prosent og har et gjennomsnittlig tapsnivå på 0,14 prosent. Tapsnivået for Sparebanken Vest i 2016, 2017 og 2018 har vært meget lavt. Dette ser vi i sammenheng med god økonomisk vekst og et høyt

aktivitetsnivå på Vestlandet. At banken har 75 prosent av sin utlånsportefølje i privatmarkedet er heller ikke negativt for tapsnivået i perioden. Privatmarkedet anses som mindre risikabelt enn bedriftsmarkedet.

Norge er en liten åpen økonomi med stor påvirkning fra utlandet. Vi anser det som lite sannsynlig at tapsnivået vil holde seg like lavt i årene fremover. Betydelig utlånsvekst de foregående årene kombinert med lavere vekstanslag for verdensøkonomien og en økt rentebane gjør at både husholdninger og næringsliv trolig er mer utsatt for mislighold i fremtiden. Dette er noe vi tror vil gjenspeiles i en noe svakere kredittkvalitet for Sparebanken Vest i årene som kommer. For eksempel vil en høyere rente kunne føre til redusert konsum og lavere boligpriser. Redusert konsum vil føre til lavere inntjening i næringslivet og derav evne til å betjene sin gjeld. Arbeidsledigheten vil da kunne øke og lønnsveksten reduseres. Dette vil igjen føre til at husholdningene kan få problemer med å betjene sin gjeld.

Etter å ha analysert bankens historiske tapsnivå er vi enig med konsernsjefens uttalelse om at utlånsporteføljen deres i dag er sunn, men vi tror det vil bli krevende å opprettholde tapsnivået de har hatt de siste årene.

5.4.3.4 Intern kredittkvalitet

Når man skal verdsette en bank er det viktig å ha god innsikt i finansinstitusjonens utlånsportefølje. I Sparebanken Vest årsrapport rapporteres det om risikoklassifisering av utlånsporteføljen. Målingen av kredittrisiko baserer seg på følgende hovedkomponenter: misligholds-sannsynlighet, forventet eksponering ved mislighold og tap gitt mislighold (Sparebanken Vest Årsrapport, 2017). Ettersom vi ikke har tilgang til intern regnskapsdata velger vi å benytte de rapporterte måltallene som utgangspunkt for å kunne si noe om hvilken risiko bankens utlånsportefølje står overfor i fremtiden. Bankene vi har valgt å sammenligne Sparebanken Vest med har ikke samme rutiner og modeller for intern kredittrating. Vi velger derfor å la være å sammenligne Sparebanken Vest med andre banker på dette området.

Bankens utlånsportefølje bestod i 2018 av 76 prosent utlån til privatmarkedet og 24 prosent til bedriftsmarkedet. Nedenfor vises en oversikt over selskapets bedriftsportefølje, privatportefølje og totale portefølje delt inn i ulike risikoklasser. Bedriftsporteføljen til Sparebanken Vest består for eksempel i 2018 av 2,38 prosent utlån med høy risiko.

År	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Lavest risiko	41,40 %	39,59 %	42,07 %	41,97 %	47,17 %	44,01 %
Lav risiko	51,00 %	54,61 %	51,80 %	53,35 %	47,98 %	51,50 %
Middels risiko	3,97 %	2,77 %	2,95 %	1,61 %	1,94 %	2,11 %
Høy risiko	3,63 %	3,02 %	3,17 %	3,07 %	2,91 %	2,38 %

Tabell 16: Intern kredittkvalitet bedriftsportefølje

År	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Lavest risiko	93,40 %	91,47 %	92,15 %	95,15 %	94,86 %	94,77 %
Lav risiko	5,81 %	7,56 %	6,96 %	4,35 %	4,53 %	4,73 %
Middels risiko	0,56 %	0,74 %	0,69 %	0,31 %	0,38 %	0,26 %
Høy risiko	0,24 %	0,23 %	0,20 %	0,19 %	0,23 %	0,24 %

Tabell 17: Intern kredittkvalitet privatportefølje

År	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Lavest risiko	78,66 %	77,55 %	78,80 %	81,66 %	82,53 %	81,41 %
Lav risiko	18,62 %	20,19 %	18,92 %	16,78 %	15,77 %	17,03 %
Middels risiko	1,52 %	1,29 %	1,29 %	0,64 %	0,78 %	0,75 %
Høy risiko	1,20 %	0,98 %	0,99 %	0,92 %	0,92 %	0,80 %

Tabell 18: Intern kredittkvalitet totalportefølje

Tabellene 16 og 17 viser at det er knyttet større risiko til utlånsporteføljen i bedriftsporteføljen enn privatmarkedet. Historisk ser vi at Sparebanken Vests utlånsportefølje har hatt lav risiko. Fra 2013-2018 har gjennomsnittlig utlån med lavest og lav risiko vært 98 prosent. Av boliglånsforskriftene for 2017 fremgår det at lån ikke skal innvilges dersom kundens samlede gjeld overstiger fem ganger brutto årsinntekt og at nedbetalingslån med pant i bolig på innvilgelsestidspunktet ikke skal overstige 85 prosent av et forsvarlig verdigrunnlag for boligen. Boligforskriften er blant faktorene som i analyseperioden har vært med på å holde risikoen i bankens private utlånsportefølje nede.

5.4.4 Oppsummering likviditet og soliditet

Vi ser på Sparebanken Vest som en solid og robust sparebank. På tross av noe svakere innskuddsgrad enn tidligere anser vi likviditetssituasjonen i konsernet som god. Lave renter og god utlånsvekst har ført til at innskuddsgraden har falt noe de siste årene, men konsernet tilfredsstiller fortsatt LCR kravet med god margin.

Konsernet har de siste årene styrket sin kjernekapital og tilfredsstiller finanstilsynets krav. Vi mener konsernet er rustet for konjunkturer i økonomien og tåler en økning i mislighold og tap

på utlåns. Videre mener vi at Sparebanken Vest har en lavere risiko og er mindre konjunkturutsatt enn de andre bankene. Dette gjør konsernet bedre rustet for nedgangstider. Når det gjelder utlånsporteføljen mener vi den er diversifisert og preget av god risikostyring, noe som gjenspeiles gjennom deres lave tapsnivå i perioden.

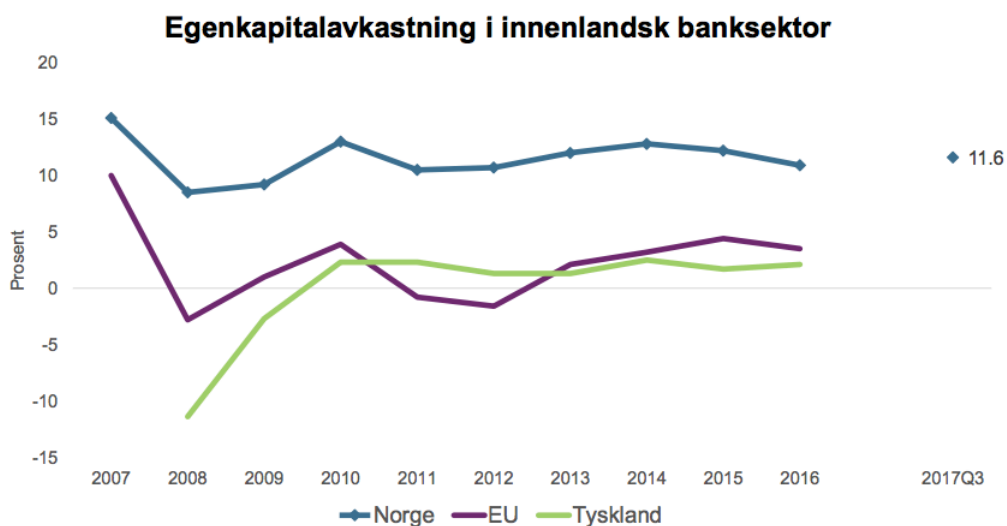
5.4.5 Lønnsomhet

Den viktigste målsettingen i en bedrift er tilstrekkelig lønnsomhet. Lønnsomhet sier noe om bedriftens evne til å tjene penger på sin virksomhet og skape overskudd (Kristoffersen, 2016). For å skape overskudd må inntektene være større enn kostnadene.

En analyse av Sparebanken Vest sin lønnsomhet er en vurdering av foretakets inntjening. Med andre ord ønsker vi å vurdere de ulike kapitalstørrelsene opp mot sammenfallende inntekter.

I henhold til at vår oppgave er å vurdere banken ut fra investors perspektiv fokuserer vi i hovedsak på egenkapitalen til selskapet. Fra investors perspektiv er det viktig at selskapet leverer den forventede avkastningen til sine aksjonærer. I den forbindelse vil konsernets verdi vil i stor grad avhenge av ledelsens evne til å skape verdier for sine aksjonærer.

Dersom bankene ikke lykkes med å gi en tilfredsstillende avkastning på investert kapital vil det i fremtiden være vanskelig for selskapet å tiltrekke seg nye aksjonærer. Figuren under viser det motsatte. Bankene i Norge har historisk gitt en høyere egenkapitalavkastning enn europeiske banker.



Figur 27: Egenkapitalavkastning i innenlandsk banksektor (Kreutzer, 2018)

I likhet med soliditet- og likviditetsanalysen velger vi å analysere lønnsomheten til Sparebanken Vest over en 6 års periode. Vi mener en 6 års periode er representativt for variasjonen i bankens lønnsomhet. Vestlandsøkonomien har i tidsperioden 2013-2018 vært igjennom både oppgangs- og nedgangskonjunktur, og vi mener derfor tidsperioden er passende og kan danne grunnlag for prognoser av bankens fremtidige lønnsomhet.

5.4.5.1 Egenkapitalrentabilitet

Nøkkeltallet viser avkastningen på eiernes investering og er vesentlig når vi analyserer selskapets lønnsomhet fra et investororientert perspektiv. Måltallet brukes til å vurdere verdiskapningen i selskapet mot investors avkastning (Kristoffersen, 2016). Dersom egenkapitalavkastningen er større enn investors avkastningskrav skaper selskapet merverdi for sine aksjonærer. Å måle egenkapitalrentabiliteten opp mot avkastningskravet er en fin måte å vurdere ledelsen evne til å forvalte selskapets kapital.

Vi bruker egenkapitalrentabiliteten etter skatt fordi vi ønsker å se på hvor stor andel av resultatet som tilfaller egenkapitalen i selskapet. Egenkapitalrentabiliteten er definert slik:

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Resultat etter skatt}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$

Fordi egenkapitalkravet for norske banker de siste årene har gått opp kan ikke nøkkeltallet EKR sees på isolert når vi sammenligner Sparebanken Vest med andre banker. Grunnen til dette er at EKR må sees på i sammenheng med bankens egenkapitalandel. Et eksempel som illustrerer dette er dersom en bank har en høy egenkapital og velger å møte kravene for egenkapital tidligere enn myndighetene fastsetter. Egenkapitalrentabiliteten vil da bli lavere enn for en bank med en mindre egenkapitalandel. Banken med høy egenkapital vil fremstå med en lavere EKR men også med lavere risiko, og kan følgelig tåle større tap. Vi velger derfor å se måltallet i sammenheng med egenkapitalandelen til bankene.

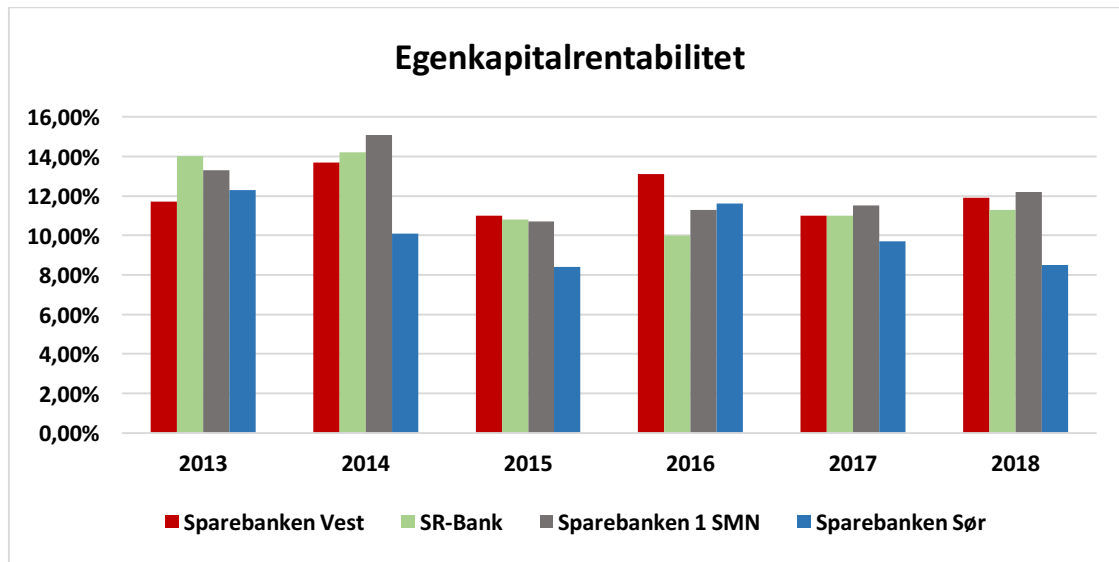
Egenkapitalandel er beregnet ved følgende formel:

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Sum egenkapital}}{\text{Sum egenkapital} + \text{gjeld}}$$

Egenkapitalandel	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Sparebanken Vest	6,05 %	6,18 %	7,00 %	8,03 %	8,02 %	8,26 %

SR-Bank	8,95 %	8,81 %	8,81 %	9,46 %	9,18 %	9,22 %
Sparebanken 1 SMN	9,75 %	9,94 %	10,54 %	11,77 %	11,43 %	11,63 %
Sparebanken Sør	6,80 %	7,61 %	8,15 %	9,53 %	9,72 %	9,79 %

Tabell 19: Egenkapitalandel



Figur 28: Egenkapitalrentabilitet

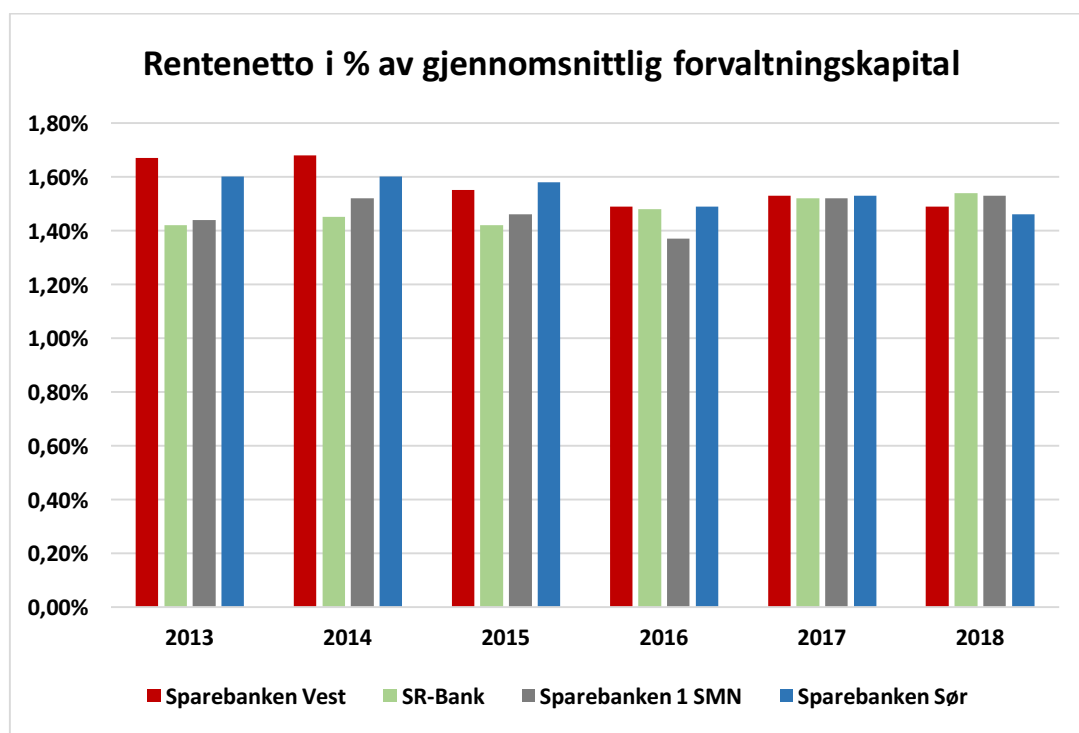
Av figur 28 ser vi at samtlige banker har hatt en jevn økning i egenkapitalandelen, i takt med Baselkomiteens strengere kapitalkrav. I hele perioden har Sparebanken Vest hatt den lavest egenkapitalprosenten av utvalgt banker. Fra figur 28 observerer vi ingen gjennomgående trend i bankenes egenkapitalrentabilitet. Sparebanken Vest egenkapitalrentabilitet var for eksempel høyere i 2014 enn 2015 men lavere i 2015 enn 2016. Konsernet har i perioden hatt en egenkapitalrentabilitet som er over gjennomsnittet for utvalget, noe som indikerer at konsernet har gitt en tilfredsstillende avkastning på investert egenkapital. En av grunnene til dette mener vi er at banken har en relativt lav eksponering mot konjunkturutsatte næringer, noe som har gitt lave tap på utlån.

Det må likevel presiseres at selv om egenkapitalrentabiliteten i Sparebanken Vest har vært høyere enn Sparebanken Sør forteller ikke dette nødvendigvis at Sparebanken Vest er en bedre investering enn Sparebanken Sør. Det essensielle er å vurdere egenkapitalrentabiliteten i forhold til avkastningskravet. Dette kommer vi tilbake til i neste kapittel om avkastningskravet.

5.4.5.2 Rentenetto

Rentenetto er differansen mellom brutto renteinntekt og brutto rentekostnader. Måltallet er å anse som bankenes viktigste inntektskilde ettersom det de siste 30 årene har utgjort mellom 70 og 80 prosent av bankenes samlede inntekter (Norges Bank, 2018). Bankenes rentenetto påvirkes av mange faktorer. En av årsakene til at Sparebanken Vest sin rentemargin i tidsperioden 2013-2018 har blitt noe lavere enn tidligere er at innskuddsdekningen deres er redusert. Grunnen til dette er at det er dyrere å finansiere seg i kapitalmarkedet enn ved innskudd fra kunder.

Sparebanken Vest oppnår hovedsakelig sine renteinntekter fra boliglån og nærings-lån, men også fra forbrukslån og finansielle instrumenter som for eksempel obligasjons- og derivathandel. Bankens rentekostnader er knyttet til selskapets finansiering i kundeinnskudd- og obligasjonsmarkedet. Fordi størrelsen på bankenes forvaltningskapital er avgjørende for hvor mye renteinntekter og rentekostnader selskapene har vi valgt å vurdere rentenettoen ut fra hvor mye forvaltningskapital bankene besitter.



Figur 29: Rentenetto i % av gjennomsnittlig forvaltningskapital

Av figur 29 ser vi at Sparebanken Vest har hatt en høyere rentenetto en gjennomsnittet. Det må likevel understrekes at rentenettoen blant bankene er meget jevn. Rentenettoen til Sparebanken Vest ligger stabilt mellom 1,40-1,60 prosent i hele perioden. Banken har i

perioden en lavere risikoprofil i utlånsporteføljen enn både SR-Bank og Sparebanken 1 SMN samtidig som de har en lavere innskuddsgrad. Normalt vil en lavere risikoprofil i utlånsporteføljen kombinert med høyere pengemarkedsfinansiering føre til en lavere rentenetto. Sikrere utlån belønnes med lavere rente for låntaker og reduserte inntekter for banken, mens økt pengemarkedsfinansiering øker rentekostnadene. Vi syntes derfor det er imponerende at Sparebanken Vest har opprettholdt gode rentemarginene. Vår antagelse før vi gjorde analysen var at bankene med høyere utlånsrisiko ville kreve høyere betaling og dermed ha bedre marginer. I denne analysen ser vi derimot at den antagelsen ikke nødvendigvis stemmer.

Diagrammet illustrerer at rentemarginen har gått noe ned i perioden. Dette er trolig forårsaket av at norsk økonomi i perioden har beveget seg fra en lavkonjunktur til en høykonjunktur. Som følger av mindre forventede tap på utlån og sikrere utlån vil marginen normalt gå noe ned i en høykonjunktur. En annen faktor vi mener er avgjørende for rentenettoen i norske banker er DNB ASA. Etersom DNB ASA besitter en betydelig markedsandel i Norge mener vi banken har mulighet til å påvirke de andre bankenes marginer. Vi mener det er rimelig å anta at både Sparebanken Vest og de andre sammenlignbare bankene tilpasser seg både innskudds- og utlånsrenten til DNB ASA, noe som kan være forklaringene på lite variasjon i rentenettoen mellom bankene.

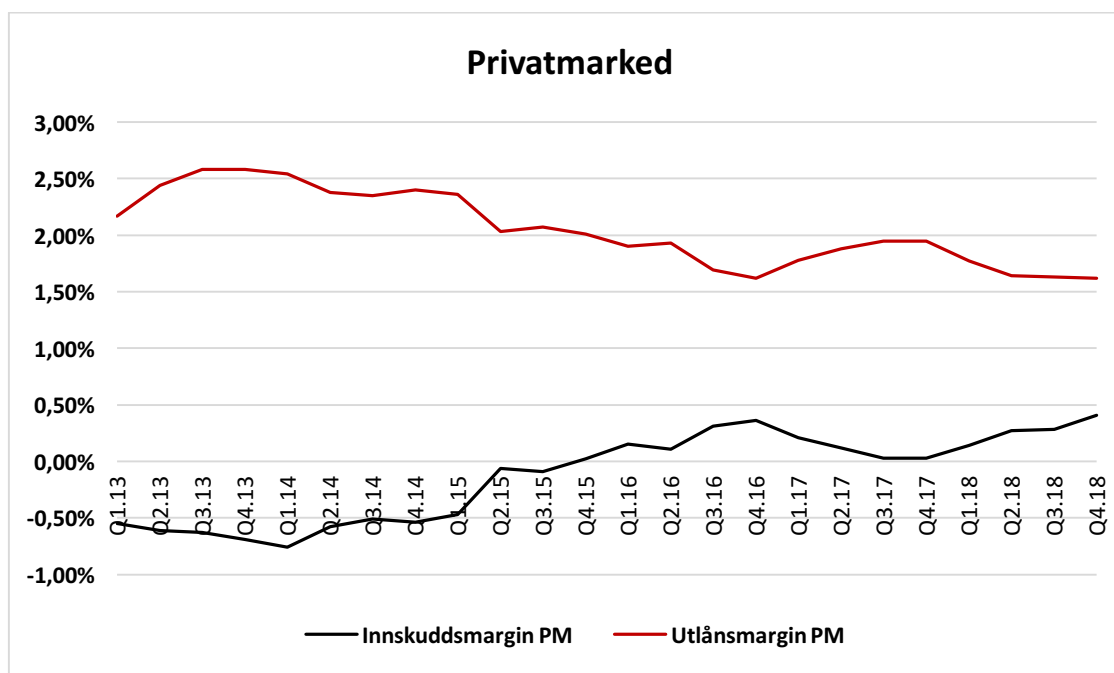
5.4.5.3 Innskudds- og utlånsmargin

Bankens rentemargin kan deles opp i innskudds- og utlånsmargin. I analysen nedenfor har vi valgt å isolere privatmarkedet og bedriftsmarkedet. Dette gjør oss i stand til å illustrere hvordan privatmarkedet tilpasser seg i forhold til bedriftsmarkedet.

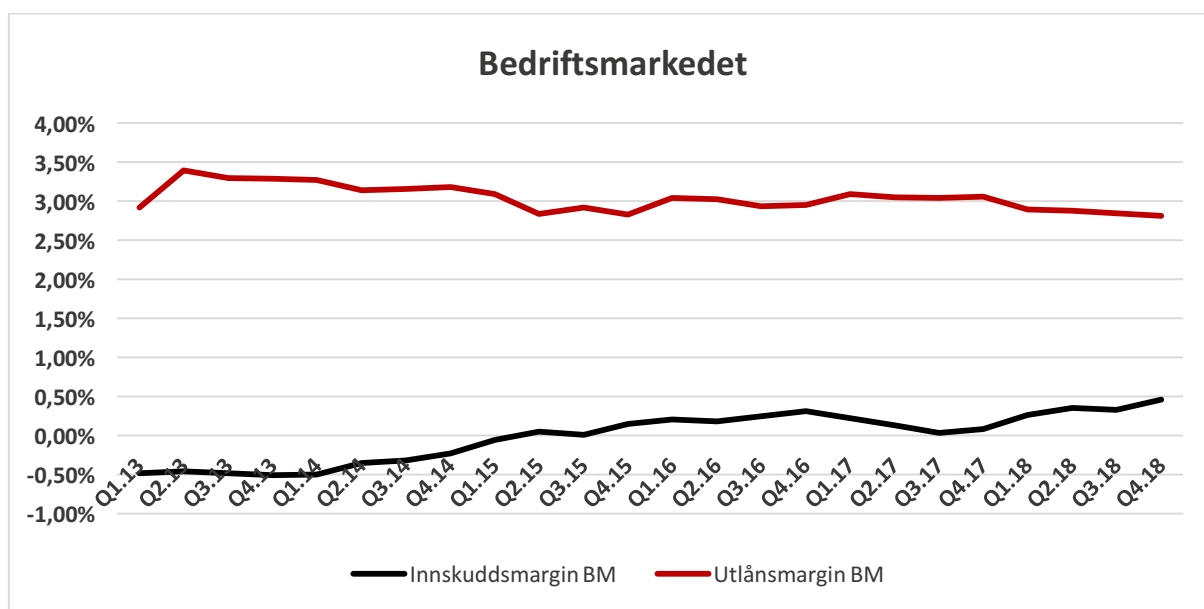
Bankenes innskuddsmargin er differansen mellom NIBOR-renten i pengemarkedet og bankens innskuddsrente (Finansdepartementet, 2010). Innskuddsmarginen forklarer hvordan det i enkelte perioder er mer attraktivt for bankene å hente penger i innskuddsmarkedet, mens det i andre perioder er mer attraktivt å hente finansiering i pengemarkedet.

Utlånsmargin er utlånsrenten fratrukket pengemarkedsrenten (Monique og Erlandsen, 2014). Utlånsmarginen skal blant annet dekke kostnader knyttet til utlånsvirksomhet, forventede utlånstap, tilleggskostnader og konkurransedyktig betjening av egenkapitalen. Både innskudds- og utlånsmarginen varierer over tid og er blant annet avhengig av konjunktorene, konkurransen i kredittmarkedet og generelt markedssituasjonen i kredittmarkedet.

Både grafen for privatmarkedet og bedriftsmarkedet viser variasjonen i innskudds- og utlånsmarginene i perioden fra Q1 2013 til Q4 2018. Ettersom svingningene for innskudds- og utlånsmarginen er betydelig fra kvartal til kvartal har vi valgt å vise kvartalsvise endringer.



Figur 30: Innskudds- og utlånsmarginer privatmarked



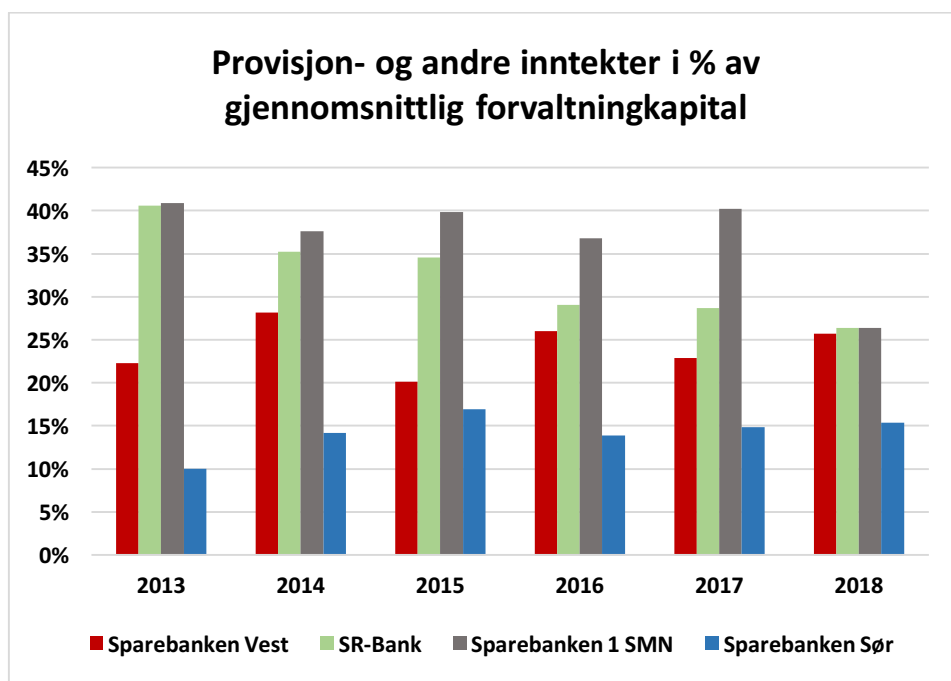
Figur 31: Innskudds- og utlånsmarginer bedriftsmarked

Sparebanken Vest hadde fra første kvartal 2013 til første kvartal 2015 negative innskuddsmarginer. Banken betalte i denne perioden kundene en høyere renten enn hva de kunne finansiert seg med i pengemarkedet. Årsaken var i hovedsak at bankene konkurrerte om kundenes innskudd noe som gikk på bekostning av innskuddsmarginen. Videre var grunnen til at differansen mellom innskudds- og utlånsmarginene var høyere i denne perioden, både for privat- og bedriftsmarkedet, i hovedsak Baselkomiteens beslutning om høyere kapitalkrav.

Fra andre kvartal 2015 har bildet vært annerledes. Differansen mellom innskudds- og utlånsmarginen har konvergert. Innskuddsmarginen har vært stigende mens utlånsmarginen har vært avtakende. Grunnen til at vi har sett en positiv innskuddsmargin fra 2015 er at differansen mellom kundenes innskuddsrente og pengemarkedsrenten har økt. Eksempelvis var gjennomsnittlig innskuddsrente lavere enn 3 måneders NIBOR, noe som gav en positiv innskuddsmargin. Motsatt har utlånsmarginen til Sparebanken Vest de siste årene blitt redusert som følger av at utlånsrente og markedsrenten har blitt redusert.

5.4.5.4 Provisjonsinntekter

Som beskrevet tidligere er rentemarginen den viktigste inntektskilden til Sparebanken Vest, men konsernet har også andre inntektskilder. For å oppnå et helhetlig bilde av inntektssiden er det viktig å vurdere de øvrige inntektene. I perioder med lave utlånsmarginen er det avgjørende å ha andre inntektskilder for å opprettholde lønnsomheten. Vi velger derfor å sammenligne konsernets historiske provisjons- og andre driftsinntekter med de utvalgte bankenes. Provisjonsinntektene består hovedsakelig av inntekter knyttet til betalingstjenester, sparing, forsikring, eiendomsmegling, husleie og lignende mens andre driftsinntekter ofte er relatert til eiendomsforvaltning og verdipapiriromsetning. Analysen under sammenligner inntektene i prosent av sum inntekter.



Figur 32: Provisjons- og andre inntekter i % av gjennomsnittlig forvaltningskapital

Fra figur 32 ser vi at Sparebanken Vest ligger under gjennomsnittet. Det er rimelig å anta at en presset rentemargin skulle tilsi økt fokus på, og bedre provisjons- og andre driftsinntekter i perioden men dette er ikke tilfelle. På tross av lave rentemarginer ser vi ikke noe gjennomgående økning i provisjons- og andre inntekter for de utvalgte bankene.

Både SR-Bank og Sparebank 1 SMN har høyere andel provisjons- og andre driftsinntekter. Dette skyldes i hovedsak inntekter knyttet til eiendomsforvaltning og verdipapirromsetning. Sparebank 1 SMN tjener også betydelig på sine regnskapstjenester. Eksempelvis inntektsførte de i 2017 regnskapshonorarer tilsvarende 411 millioner kroner.

Året 2018 har derimot vært et tilfredsstillende år. Sparebanken Vest ligger nå like bak SR-Bank og Sparebank 1 SMN. Resultatet kommer i hovedsak fra økte gebyrinntekter, høyere inntekter fra spare- og plasseringsprodukter og økte provisjonsinntekter fra salg av leasing- og forsikringsprodukter. På tross av at andel provisjons- og andre driftsinntekter har gått opp det siste året mener vi konsernet har et forbedringspotensial. For konsernet kunne det eksempelvis vært en ide å samle hele aksje- og fondsavdelingen. I dag har Sparebanken Vest ansvar for fondsavdelingen mens Norne Securities har ansvar for aksjehandel. Ved å samle begge avdelingene i ett selskap ville konsernet trolig redusert sine driftskostnader og fått en mer helhetlig og konkurransedyktig spareplattform. Vi tror en slik løsning ville økt

provisjonsinntektene til banken og forbedret kundenes sparetilbud. Dette kommer vi tilbake til senere i oppgaven.

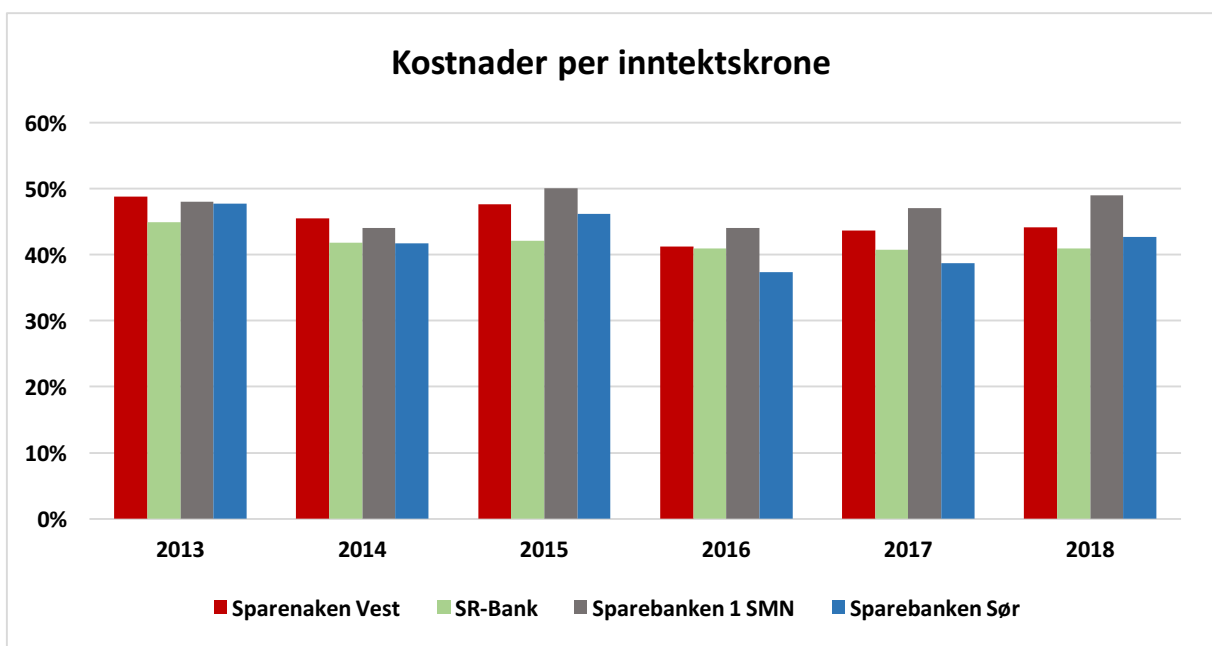
5.4.5.6 Kostnader per inntektskrone

Både norske og internasjonale bankene har de siste årene hatt et betydelig fokus på kostnadsstyring. For å opprettholde konkurransekraften i markedet har det vært viktig å holde kostnadsnivået nede. Vi mener Sparebanken Vest gjennom sitt strategiske verktøy ”MUST WIN BATTLES” og ”Kampen om handlingsrommet” har lykket med sin kostnadsstyring.

Kostnad per inntektskrone forteller noe om hvor effektivt banken drives. Måltallet sier noe om hvordan kostnadene beveger seg i forhold til inntektene. For å illustrere måltallet kan man ta utgangspunktet i at bankens utlånsrente øker. Dersom bankens kostnader i samme periode øker mer, vil dette være en av forklaringene på hvorfor rentemarginen reduseres.

Sbanken er et godt eksempel på en av årsakene til at de tradisjonelle sparebankene har måtte redusere kostnadene. Sbanken har ingen dagligbankkontorer noe som gjør at selskapet binder mindre kapital enn tradisjonelle banker. For at Sparebanken Vest skal være konkurransedyktig har det vært avgjørende å holde en flat kostnadsstruktur.

Et eksempel på Sparebanken Vest sin kostnadsreduksjon i perioden er at de ved utgangen av 2013 hadde 821 årsverk mens bemanningen i 2018 var redusert til 701 årsverk.



Figur 33: Kostnader per inntektskrone

Av de utvalgte bankene har Sparebanken Vest en gjennomsnittlig kostnadsprosent. Selv om banken har valgt å holde all IT-utvikling ”In-house” har de relativt lik kostnadsutvikling som de andre bankene. Sparebanken Sør har hatt en lavest kostnadsprosent mens Sparebanken 1 SMN den høyest.

Ser man enda lenger tilbake får man et mer helhetlig bilde av hvordan kostnadsnivået i banksektoren har endret seg. Vår bank hadde ved utgangen av 2009 en kostnadsprosent på 60 prosent ved utgangen av 2009 mens den samme prosenten var 44,10 prosent i 2018. Til sammenligning var nivået i 2009, 47% for Sparebanken 1 SMN mens det ved utgangen av 2018 var henholdsvis 49 prosent. Vi mener derfor at Sparebanken Vest har lykket med sin kostnadsomstilling (Sparebanken Vest Årsrapport, 2009). Selv om de ikke er den mest kostnadseffektive banken mener vi kostnadsnivået deres har vært konkurransedyktig i perioden.

5.6 Syntetisk rating

I analyse av selskapers risiko ønsker man å avdekke kortsiktig likviditetsrisiko og langsiktig soliditetsrisiko. Denne analysen blir ofte oppsummert i en syntetisk rating. Syntetisk rating er med andre ord en kredittanalyse av selskapet. Ut fra investors perspektiv er analysen viktig med hensyn til sannsynligheten for at selskapet betaler ut utbyttet som investor la til grunn på investeringstidspunktet. For selskapet derimot er analysen avgjørende for kostnader knyttet til finansiering i kapitalmarkedet. Det å foreta en kredittanalyse av konsernet Sparebanken Vest er tidkrevende og omfattende. Vi mener det er for tidkrevende å gjennomføre en fullstendig kredittanalyse av selskapet og bruker derfor det amerikanske kredittrating byrået Moody`s som utgangspunkt. Vår konklusjon om at soliditeten og likviditeten til Sparebanken Vest er god bekreftes av Moody`s. Kredittrating-selskapet ratet 10. Juli 2017 selskapet til A1 Negative (Sparebanken Vest Årsrapport, 2018) A1 Negativ uttrykker at banken har stabil finansiering, god likviditet, og at risikoen for at konsernet går konkurs er meget lav (Kenton, 2018).

Oppsummering nøkkeltall:

Banken har i perioden fremstått med en god egenkapitalrentabilitet som ligger over snittet for de utvalgte bankene. Det samme gjelder for rentenettoen. Rentenettoen etter våre har lagt grunnlag for en god lønnsomhet i perioden. Ettersom provisjons- og andre driftsinntekter i

store deler av utvalgt periode har vært lav, ser vi her et forbedringspotensial. Det må likevel presiseres at banken i 2018 hadde en tilfredsstillende inntjening på dette området relativt til konkurrentene.

Kostnadsstyringen er god. Konsernet har i perioden redusert kostnadene fra 48,80 prosent i 2013 til 44,10 prosent i 2018. På tross av opprustning i IT-utvikling har banken greid å holde en flat kostnadsstruktur, noe som har vært avgjørende for lønnsomheten i perioden.

Totalt sett anser vi konsernet sin lønnsomhet som god. Dette begrunnes med at konsernet har hatt en tilfredsstillende egenkapitalrentabilitet i perioden.

6.0 Avkastningskrav

I det følgende skal vi gjøre beregningen av avkastningskravet til Sparebanken Vest og beskrive hvordan vi kommer frem til kravet. I vurderingen om et selskap skal investere eller ikke, tas det ikke bare utgangspunkt i den absolutte lønnsomheten til investeringen. Det blir dermed viktig å finne et avkastningskrav, som kan brukes til å neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene til dagens verdi. Det kan argumenteres for at verdsettelse er et sentralt moment i enhver langsiktig bedriftsøkonomisk beslutning. Selskapet er kun mer verdt enn kapitalen investert så lenge avkastningen på investert kapital er større enn avkastningskravet (Kaldestad og Møller, 2016).

Som nevnt ønsker vi å benytte oss av egenkapitalmetoden, dette innebærer at det er viktig å ha et avkastningskrav til egenkapitalen. Vi velger å se vekk fra gjeldssiden til Sparebanken Vest og bruken av Weighted Average Cost of Capital (WACC). For en industribedrift som for eksempel Framo AS ville det vært hensiktsmessig å benytte seg av WACC. Egenkapitalen av en slik industribedrift blir beregnet ved å finne verdien av hele foretaket for deretter å trekke fra den rentebærende gjelden. Sparebanker generelt er rimelig forskjellig fra industribedrifter hvor verdiskapningen skjer på begge sider av balansen. Dette gjør det utfordrende å benytte WACC som avkastningskrav.

6.1 Kapitalverdimodellen (CAPM)

Vi har valgt å benytte oss av kapitalverdimodellen (CAPM) for å beregne avkastningskravet til Sparebanken Vest. Det finnes flere ulike metoder for å estimere avkastningskravet til egenkapitalen, men denne modellen er mest brukt i praksis. CAPM gir oss en teoretisk prediksjon i forholdet mellom avkastning og risikoen forbundet med egenkapitalen. Modellen

gir oss dermed kostanden ved egenkapitalen som risikofri rente og en markedspremie skalert med tilhørende betaverdi. Betaverdien representerer markedsrisikoen til investeringer, altså den systematiske risikoen (Kaldestad og Møller, 2016). Under ser vi oppbyggingen av CAPM:

$$K_e = R_f + \beta_e * (R_m - R_f)$$

Hvor:

K_e = avkastningen til egenkapitalen

R_f = risikofri rente

β_e = systematisk risiko, Beta

R_m = Markedsavkastning

$(R_m - R_f)$ = Markedets risikopremie

Det er også en del forutsetninger som er nyttig å være klar over ved bruken av CAPM. Forutsetningene er basert på Damodaran (2002) og Kaldestad og Møller (2016).

1. CAPM forutsetter at alle investorer velger sin portefølje lik en kopi av markedsporteføljen. Investorer er risikoavers og av den grunn veldiversifiserte. En investor som ikke sitter på en kopi av markedsporteføljen kan dermed ikke forlange noen meravkastning.
2. I CAPM eksistere det ikke transaksjonskostnader. En transaksjonskostnad kan være kostnaden knyttet til kjøp og salg av aktiva.
3. CAPM forutsetter at aksjene er omsettelige.
4. CAPM forutsetter at det ikke finnes asymmetri, altså at alle investorer sitter på samme informasjonen og derav er aksjene priset riktig.
5. CAPM er framstilt som en en-periodisk modell. En antar at investorens tidshorisont er lik 1. Til tross for at tidsperioden er lik 1 er det mulig å sitte kort eller lang i ulike aktiva.
6. Det eksistere ikke skatt i CAPM.
7. Det er mulig å låne eller låne ut kapital til risikofri rente.

8. Alle investorer deler det samme økonomiske synet på verden og derav analyserer markedet likt. Dette gjør at det eksisterer homogene forventninger om de fremtidige kontantstrømmene.

Forutsetning 6 forklarer at CAPM ikke tar hensyn til skatt. Sparebanken Vest operer i en verden der det eksisterer skatt og selskapet må forholde seg til ulike skatteregler.

Rentabilitetsberegningen til Sparebanken Vest er foretatt etter skatt, noe som tilsier at dette også burde gjelde for avkastningskravet. Derfor mener vi at det gir et mer riktig bilde å se på avkastningskravet etter skatt, altså å sammenligne epler med epler. En investor i Norge ønsker å benytte en skattesats på 22 prosent, da dette er satsen for renteinntekter og eierinntekter. Vi ser ut fra forutsetning 3 at alle aksjer er omsettelige og regnes som likvide. I realiteten er det ikke slik at alle plasseringer i ulike aktiva er like likvide. Dermed kan det tenkes at det skal påføres en likviditetspremie i avkastningskravet til Sparebanken Vest. Avkastningskravet til egenkapitalen vil dermed se slik ut:

$$K_e = R_f * (1 - s) + \beta_e * (R_m - r_f * (1 - s)) + LP$$

Hvor:

s = skattesats

LP = likviditetspremie

6.2 Risikofri rente

Den risikofrie renten ligger i bunn ettersom alle risikable investeringsprosjekter som et minimum må være i stand til å gi en bedre avkastning enn denne. Risikofri rente er en hypotetisk avkastning på et verdipapir eller en portefølje av verdipapirer der det ikke eksisterer konkurs eller mislighold risiko. Ofte er statsobligasjoner det nærmeste en kommer (Kaldestad og Møller, 2016). Det finnes ikke noe eksakt svar på hvilket anslag en skal benytte for denne størrelsen, mye avhenger av utviklingen av rentekurven.

Det finnes ulike alternativer ved fastsettelse av størrelse for risikofri renten. Et alternativ er å benytte ulike renter for hver periode. Altså en 1-årsrente til kontantstrømmen for år 1 og så videre. Dette kan ses som teoretisk riktig da CAPM som tidligere nevnt er en en-periodisk modell. Videre er en mulighet å benytte korte renter, disse papirene er nærmest risikofritt i

den forstand at den forventede avkastningen og den faktiske avkastningen vil bli det samme. Dette blir forskjellig med lange renter, der en kan risikere verdifall på porteføljen selv om en mottar renteinntektene. De korte rentene er heller ikke påvirket av likviditetspremie eller risikopremie knyttet til inflasjonsrisiko, men en ulempe med de korte rentene er at de er mer volatile enn lange renter. Dette kan medføre at avkastningskravet blir mer ustabil. Et siste alternativ er å benytte lange renter og da gjerne en 10-års statsobligasjon. En lang rente varierer mindre enn en kort rente og gir dermed et mer stabilt avkastningskrav. Et selskap er vanligvis forventet å ha en lang levetid og gjerne "evig". Durasjonen på en lang rente matcher bedre durasjonen til kontantstrømmene til selskapet, mens ulempene er at det kan være innbakt både likviditetspremier og premie for inflasjonsrisiko (Kaldestad og Møller, 2016).

Det argumenteres fra Soffer & Soffer (2003) at det riktige valget av risikofri rente skal tilsvare varigheten til kontantstrømmen som skal diskonteres. Soffer & Soffer påpeker at lange statsrenter er å foretrekke, dette fordi de fleste som verdsetter normalt har en lang tidshorisont. Vi har foreløpig ikke diskutert lengden vi kommer til å benytte for Sparebanken Vest, men ved en lang budsjetteringsperiode vil det være hensiktsmessig ut fra Soffer & Soffers synspunkt å bruke en 10-års statsobligasjon. Den norske 10 års gjennomsnittlige statsobligasjonen var for 2018 på 1,88 prosent (Norges Bank, 2019).

PwC Deals gjennomfører en årlig undersøkelse i samarbeid med Norske Finansanalytikerers Forening (NFF) om Norske risikopremier. Utvalget for undersøkelsen er NFF medlemmer som i hovedsak er analytikere og økonomer med erfaring fra det norske finans- og aksjemarkedet. I undersøkelsen oppgir 85 prosent av respondentene at de arbeider med investeringer, verdivurderinger eller andre arbeidsoppgaver som innbefatter bruk av et avkastningskrav. Det kommer fram i undersøkelsen at 34 prosent av utvalget bruker 10 års statsobligasjon for fastsettelse av risikofri rente i sitt avkastningskrav, mens 28 prosent bruker en normalisert langsiktig rente. Det poengteres også at de fleste ønske å bruke en rente som tilsvarer den underliggende kontantstrømmen (PwC, 2018).

Finn Kinnserdal poengter i artikkelen "Hva blir avkastningskrav og vekstforventninger når renten er lav", at det er noen problemer med å bruke en normalisert rente. Han mener utfordringen ligger i at man setter til side markedet man skal observere og analysere. Altså hva er normal oljepris, råvare pris eller for Sparebanken Vest rentemargin (Kinnserdal,

Magma). De siste årene har rentenivået vært historisk lavt, med lange obligasjonsrenter som har vært lavere enn inflasjonsmålet som i dag er 2 prosent. Dette vil føre til at man beregner et avkastningskrav med en implisitt negativ realrente, hvis inflasjonen følger inflasjonsmålet på 2 prosent. Det er derfor viktig at inflasjonsforventningen vi legger til grunn i avkastningskravet, samsvarer med inflasjonsforventningen til kontantstrømprognosen og terminalleddet.

Etter diskusjonen har vi valgt å følge det majoritetet av norske økonomer og analytikere bruker og valgt en gjennomsnittlig rentesats for en 10-årlig statsobligasjon, som risikofri rente i avkastningskravet for budsjetteringsperioden. Dette samsvarer også med hva Soffer & Soffer anbefaler, da verdsettelsehorisonten vi kommer til å benytte også er lang. Den risikofrie renten vi kommer til å benytte i CAPM for budsjetteringsperioden er 1,88 prosent.

6.3 Beta

Beta uttrykker aksjens markedsrisiko, den systematiske risikoen til plasseringen. Markedsrisikoen beskrives gjennom hvilken relativ volatilitet aksjen har til markedsporteføljen. Hvis den historiske avkastningen til en aksje har ingen samvariasjon med markedsavkastningen vil dette gi beta på 0, og dermed forventet avkastning lik risikofri rente. Dermed vil aksjen kun bestå av bedriftsspesifikk risiko som det ikke kan kreves kompensasjon for i følge CAPM (Kaldestad og Møller, 2016).

Markedets betaverdi er 1, dermed har en aksje perfekt samvariasjon med markedet hvis betaverdien er 1, ofte vil indeksfond svinge rundt betaverdien 1. Dette kommer av at indeksfond prøver å replikere markedsporteføljen og derfor ha lik risiko. En betaverdi over 1 tilsier at aksjen svinger mer enn markedet og dermed har høyere risiko og forventet avkastning.

$$\beta = \frac{Kov(r, rm)}{Var(rm)}$$

Hvor:

Kov(r, rm)= kovarians aksje og markedsportefølje

Var(rm)= variansen til marked portefølje

Sparebanken Vest er børsnotert og det finnes ulike verdier for betaverdien beregnet av ulike kilder. Disse er basert på historisk data og gjerne opp mot samvariasjonen mot Oslo børs. Tidsperiodene benyttet til å beregne betaverdien, er viktig for resultatet. Benyttes det for lang tidsserie vil det kunne føre til utvanning av eventuelle endringer for bedriften og næringen. Ved korte perioder vil beregningen være basert på mindre data og kunne være påvirket av enkelthendelser.

Regresjonsanalyse av Beta

Estimater av betaverdiene til Sparebanken Vest finnes både i norske og internasjonale kilder, som for eksempel Dagens Næringsliv eller Yahoo Finance. Her publiseres det daglige betaverdier på verdens børsnoterte selskaper. Det er forskjell i hvilken verdi de ulike kildene rapporterer. Dette kommer av at de baserer sine verdier på ulike datagrunnlag. Dagens Næringsliv (DN) beregner sin betaverdi på ukentlige tall for det siste året (52 observasjoner), mens andre kilder gjerne bruker daglige eller månedlige avkastninger på aksjen og basert på en tidsperiode fra 1-10 år. I følge Kaldestad og Møller (2016) er det en fordel med en lengre tidsperiode enn et år, slik at man får observert samvariasjonen både i opp- og nedgangstider. De understreker at betaverdien vil kunne være påvirket av ulike spesifikke hendelser ved en kort analyseperiode, men at viktigheten av å redusere støy ved en lang periode kan gå på bekostning av relevans.

Vi ønsker med hensyn til momentene over og i en god analytikers ”ånd” å beregne betaverdien til Sparebanken Vest. Ved hjelp av en regresjonsanalyse skal vi undersøke samvariasjonen mellom aksjekursen til Sparebanken Vest mot markedsavkastningen. Et av hovedmomentene for å for å beregne en egen betaverdi ligger i at Sparebanken Vest opererer i en syklisk næring, dermed mener vi at en lengre tidsperiode enn 1 år er passende.

Regresjonen vi gjennomføre ser slik ut:

$$r = \alpha + \beta * rm + \epsilon$$

Hvor:

r= aksjens avkastning

rm= markedsporteføljens avkastning

α = alpha, skjæringspunktet

β = beta, stigningstallet

ϵ = Feilleddet

Kaldestad og Møller sammen med Damodaran argumenterer for at målet med regresjonsanalysen er å finne en langsiktig betaverdi som har relevanse for framtiden. På bakgrunn av argumentasjonen er beregningsgrunnlaget som vi skal bruke som input i regresjonsanalysen en tidsperiode på 5 år. Videre velger vi denne tidsperioden fordi vi mener det vil redusere standardavviket og øke den statistiske påliteligheten. Samtidig er det viktig at vi får med hvordan egenkapitalbeviset beveger seg i ulike konjunktursituasjoner, slik som nedgang i norsk økonomi grunnet oljeprisfallet.

Ved valg av sammenligningsindeks er det viktig å tenke på at de fleste store investorer er globalt diversifisert. Det kan dermed bli problematisk å kjøre regresjonsanalysen mot Oslo Børs, dette fordi Oslo børs er en oljerelatert børs og noe som indirekte blir å måle samvariasjonen mellom Sparebanken Vest og Equinor. Finn Kinserdal deler samme oppfatning i en artikkel i Kapital.no og anbefaler å gjennomføre regresjonen opp mot en verdensindeks. For som teorien tilsier skal du måle aksjen opp mot gjennomsnittet av alle andre aktiva i verden som det kan investeres i (Kinserdal, 2018).

Vi har fulgt anmodningen til Finn Kinserdal og gjennomført regresjonsanalysen mot verdensbørsen MSCI World Index (MSCI WI) og mot Oslo børs som kontroll. MSCI WI inneholder aksjer i mellomstore og store selskaper i 23 velfunderende markeder (MSCI.com, 2019). Regresjonsanalysene har blitt kjørt over 5 år mot de to indeksene og er basert på både daglige og månedlige verdier. Datagrunnlaget er hentet fra Oslo Børs og Yahoo Finance.

Resultatene fra regresjonsanalysen gir oss en betaverdi på 0,22 og 0,35 ved bruk av månedlige og daglige verdier med OSEBX som referanseindeks. Mot MSCI WI gjennomførte vi ved månedlige data og fikk en beta verdi på 0,23. På bakgrunn i diskusjonen over basere vi vår beta verdi mot anslagene til verdensindeksen. Dette gir oss en verdi på 0,23, som igjen betyr at dersom verdensmarkedet stiger 1 prosent vil Sparebanken Vest stige 0,23 prosent.

Flere empiriske undersøkelser har funnet ut at betaverdien til et selskap har en tendens til å konvergere mot markedsbetaen 1. Dette forklares til dels ved at selskaper har en tendens til å bli diversifiserte over tid og innehar mer eiendeler. Dette på bakgrunn i at de utvidere sine kundegrupper, produkter og tjenester (Damodaran, 2012). Formelen som Bloomberg bruker

for å justere betaverdien er å vekte selskapets beta $2/3$ og markedet med $1/3$. Beskrevet på en annen måte vektlegger man betaverdien med informasjon dobbelt så mye som verdien uten (BYU Library, 2019). Etter justering blir betaverdien til Sparebanken Vest:

$$\text{Justert beta} = 0,23 * 2/3 + 1/1/3 \approx 0,49$$

Banknæringen kan regnes som en moden bransje med lang driftstid og derav har betaverdien blitt stabilisert og svinger mindre enn hos eksempelvis bransjer som teknologi og fornybar energi. Dette taler for at det ikke er grunnlag for justering av betaverdien til Sparebanken Vest. Videre kommer vi til å verdsette banken basert på kontantstrømmer langt fram i tid og som nevnt i den strategiske analysen er banknæringen i stor endring. Vi ønsker å bruke den justerte betaverdien i avkastningskravet til Sparebanken Vest på 0,49. Verdien ligger i mellom DN sitt estimat på 0,36 og Damodaran sitt estimat på 0,56 for europeiske banker. Noe vi mener gir mening ettersom Damodaran har innbakt forretningsbanker i sitt estimat og DN sin verdi ikke er justert.

6.4 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er den meravkastningen finansielle investorer i markedet forventer å få, sammenlignet med den risikofrie renten. For å kunne vite eksakt hva markedspremien til enhver tid er må en gå inn i hodene til de enkelte investorene.

Historisk gjennomsnittlig markedsavkastning på Oslo Børs i perioden 1958-2005 har vært på 5,5 prosent, men denne avkastningen har vært basert på helt andre realrenter enn de vi observerer i markedet i dag. Ofte er det slik at i gode tider er det lavere risikopremie ettersom investorer tåler større tap, mens premiene øker i dårligere tider da ingen ønsker å tape. (Finn Kinserdal, BUS 425)

I den årlige spørreundersøkelsen om risikopremier i det norske markedet gjennomført av PwC og NFF kommer de frem til at markedspremien er stabil på 5%. Denne har vært stabil siden 2012. Rundt 50 prosent av utvalget benytter 5 prosent som risikopremie i sitt avkastningskrav, mens over 90 prosent bruker en verdi i intervallet på 4-5,5 prosent (PwC, 2018).

Fernandéz et al (2016) gjennomførte i perioden mai-juni 2016 en internasjonal undersøkelse rundt størrelsen på markedspremier som ble benyttet til å beregne avkastningskravet til egenkapitalen. Han spurte professorer, analytikere og ledelsen i ulike selskaper i 71 land og

derav har ett bredere utvalg enn undersøkelsen til PwC. Resultatene fra undersøkelsen kom frem til at risikopremien i Norge har en median på 5% og et vektet gjennomsnitt på 5,5%. Vi ser også ut fra undersøkelsen at risikopremiene varierer veldig fra land til land, og påstanden på at risikopremiene er lavere i gode tider ser ut til å stemme. Eksempelvis hadde Hellas i 2016 en vektet gjennomsnittlig risikopremie på 13% ut fra analysen til (Fernandéz et al (2016).

Ut fra diskusjonen mener vi det er hensiktsmessig å benytte en risikopremie på 5 prosent i budsjettperioden. Dette med tanke på at flertallet av norske analytikere og økonomer benytter et slikt krav. Videre ønsker vi å benytte en risikopremie i terminalleddet lik den historiske på 5,5 prosent. Dette med tanke på at kontantstrømmen har nådd steady state og derav mener vi den historiske verdien gir det beste estimatet.

6.5 Likviditetspremie

Likviditetspremie skal kompensere investorer for innlåningsrisikoen ved en illikvid plassering, det vil si at det kan bli relativt dyrt eller vanskelig å komme seg ut av posisjonen (Kaldestad og Møller, 2016).

Dermed må investeringer som er mindre likvide tilby investorer en ekstra forventet avkastning, gjerne 1-4 prosent (Gjesdal og Johnsen, 1999). Sparebanken Vest er notert på Oslo børs og derav foreligger det ingen begrensinger for omsettelighet, men volumet som handles må videre diskuteres.

Kjetil Melkevik (2018), leder for institusjonelle kunder i Holberg fondene, skriver at banker er ultra likvide for tiden, mens aksjene er illikvide. Videre mener Melkevik at Sparebanken noterer seg for gode resultater, de har lave tap, gode marginer og avkastningen til egenkapitalbevisene er god. Samtidig som sparebankene leverer gode resultater, faller omsetningsvolumet. Han avslutter sin diskusjon med spørsmålet, hva skjedde med likviditetspremien (Melkevik, 2018)?

Vi ser fra vedlegg 1 at det er lite omsetningsvolum i egenkapitalbevisene til Sparebanken Vest. Basert på de siste 5 årene har Sparebanken Vest en daglig gjennomsnittlig omsetning i aksjene på rundt 2 millioner, mens samme tall for DNB Bank ASA er 325 millioner. Dette

forteller oss at aksjen er lite likvid og det bør vurderes en eventuell likviditetspremie, dette grunnet utfordringen med å komme seg ut av egenkapitalbeviset til ønsket tid. Det er også viktig å ta med i diskusjonen at de 20 største aksjonærene i Sparebanken Vest kontrollerer 66 prosent av egenkapitalbevisene og av disse er sparebankstiftelser eiere for omtrent 30 prosent. Stiftelsenes primære oppgave er å være langsiktige eiere i banken, noe som kan sammenlignes med statlig eierskap. Det er vanskelig å fastsette en likviditetspremie og viktig å bemerke seg at en slik premie kun er aktuell for et likvid eierskap. Som regel vil en sparebankstiftelse eller staten ikke kreve en slik form for kompensasjon.

Etter diskusjonen ønsker vi, som konsekvens for at egenkapitalbevisene er ”innlåst” i form av lav omsettelighet og derav vanskelig å selge til ønsket tidspunkt, legge til en likviditetspremie i avkastningskravet. På bakgrunn i Gjesdal og Johnsen (1999) og Kjetil Melkevik anbefaling og etter beste skjønn har vi fastsatt en likviditetspremie på 3 prosent for avkastningskravet til Sparebanken Vest.

6.6 Avkastningskrav

Fra drøftingen kommer vi fram til avkastningskravet for egenkapitalen ved å sette inn de ulike variablene. Markedets risikopremie er ikke justert for skatt, da denne historisk sett er beregnet etter skatt. Avkastningskravet for budsjettperioden blir da:

$$K_e = 0,0188 * (1 - 0,22) + 0,49 * 0,05 + 0,03 = 6,92\%$$

Vi ønsker å ha et langsiktig avkastningskrav for terminalleddet. Her ønsker vi å benytte en normalisert rente. Dette ettersom vi mener det ikke er representativt å basere Terminalverdien på en risiko fri rente på 1,88 prosent, som historisk sett er svært lavt. Dette også for å forenkle den konstante vekstraten inn i framtiden. Ved en rente på 1,88 prosent ville dette implisert at realrenten for all fremtid er svært lav, kanskje også negativ. Vi velger derfor å benytte 3 prosent som normalisert rente i avkastningskravet til terminalleddet. Det er også den normaliserte renten flest investorer benytter ut fra undersøkelsen PwC Deals har gjennomført for det norske markedet. Dette gir et langsiktig avkastningskrav på 8,04 prosent som benyttes i terminalleddet og et mer normalisert bilde av sammenhengen mellom vekst og rente på lang sikt.

7.0 Prognoser/Fremtidsregnskap

Vi har under valg av verdsettelsesmetode bestemt oss for å bruke fri kontantstrøm til egenkapitalen. For å kunne benytte seg av metoden, er det nødvendig å utarbeide gode estimater for eksterne og interne størrelser. Det er viktig å ha et klart bilde på hvordan utviklingen i resultatpostene har vært og forholdene som har påvirket dem, dette for å kunne gi gode estimater fremover. Vi kommer til å bruke de normaliserte resultatene med den forklaring at de unormale postene vil kunne gi et misvisende bilde av bankens prestasjon. Som tidligere nevnt er sparebankene svært konjunkturutsatt og derav avhengig av hvordan økonomien som helhet utvikler seg. Det er en vanskelig og krevende jobb å fastsette de ulike postenes fremtidige vekst, og det kreves god forståelse av hvilken retning Sparebanken Vest og økonomien som helhet tar. Vi har analysert banknæringen, Sparebanken Vest sin konkurransesituasjon og generelle økonomiske forhold i den strategiske analysen. Vi ønsker å bruke denne kunnskapen sammen med regnskapsanalysene for å kunne gi oss et best mulig grunnlag for å estimere de underliggende, strategiske og økonomisk forholdene i banken og derav kunne estimere gode prognoser for fremtidige kontantstrømmer.

7.1 Tidshorisont for fremtidsregnskap og steady state

Det er viktig å få diskutert hvilken budsjettorisont og tidspunktet for steady state når vi skal estimere fremtidsregnskapet. Vi kaller tidspunktet hvor virksomheten er kommet til en stabil vekstfase for steady state. For bedrifter som er i en vekstfase vil det være hensiktsmessig med en lang budsjettorisont. Dette fordi det er vanskelig å argumentere for når bedriften har nådd steady state. En lang tidshorisont kan også komplisere verdien, dette på bakgrunn at det er knyttet mye usikkerhet til estimering av ulike størrelser fram i tid. Som nevnt i den strategiske analysen opererer Sparebanken Vest i en moden bransje med lang fartstid, noe som tilsier kortere tid til steady state. Selv om banknæringen kan ses på som moden, har vi videre kommet fram til at den har vært gjennom ekstreme endringer de siste årene og det argumenteres for at endringstakten kun skal gå fortere. Banknæringen er konjunkturutsatt, og fra Pestel analysen har nye regulatoriske krav påvirket driften. Vi velger derfor en budsjettperiode på 10 år før vi når steady state. Her vokser selskapet med en konstant vekstrate ved å reinvestere en andel av overskuddet (Koller, Goedhart og Wessels, 2010). I steady state vil vi beregne terminalverdien ved hjelp av Gordons vekstformel.

7.2 Budsjettering

Når vi skal i gang med budsjetteringen for fremtidsregnskapet er det viktig å presisere at det er lite hensiktsmessig å estimere hver enkelt post i regnskapet. Vi mener det er viktig å kunne analysere og estimere de viktigste budsjettdriverne. Vi vil basere fremtidsestimaten med hensyn på den strategiske analysen, regnskapsanalysen, historiske utviklingen og kvalifiserte skjønsmessige vurderinger. Nedenfor finner du prognosene på ulike nøkkelstørrelser for norsk økonomi hentet fra Statistisk sentralbyrå.

	2018F	2019E	2020E	2021E	2022E
KPI-JEA	1,6	2,3	1,9	2,1	2,2
BNP Fastland	2,2	2,4	2,3	2	1,9
Arbeidsledighet	3,8	3,7	3,7	3,7	3,6

Tabell 20: SSB anslag

Vi ønsker også å oppsummere noen viktige størrelser og våre meninger rundt dem:

Norsk økonomi

Fastlands BNP var ut fra Norges banks beregninger på 2,5 prosent i 2018.

Vi mener at det fortsatt er gode utsikter for norsk økonomi, dette grunnet det faktum at det er lav arbeidsledighet, inflasjonen ligger rundt målet på 2 prosent, noe som indikerer finansiell stabilitet og dermed vil kunne gi banker en fortsatt vedvarende vekst. Siden 2016 har BNP-veksten vært god i Norge, mye grunnet at oljeprisen har steget og de historisk lave rentene.

Norges husholdnings økonomi

Kort oppsummert er de norske husholdningers økonomi solid, men kraftig belånt.

Veksten i husholdningens forbruk har holdt seg innenfor 2 prosent siden 2013, selv om den disponible inntekten har hatt store svingninger i samme periode. Forholdet mellom disponibel inntekt minus forbruk har holdt seg positivt i hele perioden vi har sett på.

Vi har siden nedgangen i oljeprisen i 2015 hatt en konsumvekst som har vært marginalt over veksten i disponibel inntekt, noe som har ført til enda høyere belåning og mindre sparing.

Boligmarkedet

Norske boligpriser har hatt en god vekst historisk sett, med unntak av en nedgang rundt finanskrisen og oljepris-sjokket i 14/15. Sistnevnte gikk hardest utover Vestlandet og da primært Rogaland, da disse markedene er mest eksponert mot olje og offshore.

De siste årene har det vært høy aktivitet i eiendomsmarkedet. Norges Bank mener at antall usolgte hus i markedet skal ned, selv om vi ikke ser noe til dette i viktige områder. Det er fortsatt god vekst i utvikling av nye eiendomsprosjekter, noe som på sikt vil kunne legge press på prisene, sammen med høyere renter. Videre er det faktorer som kan bidra i motsatt retning- nemlig at det over tid har vært lav ledighet i Norge, samt at det er ventet inntekstvekst.

Det skal også nevnes at det er karakteristisk norsk å eie bolig. Opp mot 80 prosent av norske boliger er selveide. Dette særnorske aspektet skyldes blant annet at vi har hatt sterk vekst i eiendom, gunstige renter over tid og særnorske skattefordeler. På en annen side har det gjort Norge til land med gjeld. Vi nærmer oss nå et gjeldsnivå på 250 prosent disponibel inntekt.

Styringsrenten

September 2018 økte Norges Bank styringsrenten for første gang på syv år fra 0,5 prosent til 0,75 prosent. Dette påvirker markedsrentene og da gjerne 3 måneders NIBOR. Dette var etter markedsforventning, men er viktig for både bedrifter og husholdningers disponible kapital, gjennom at bankene også øker sine utlånsrenter.

7.3 Resultatvekstanalyse

Under ønsker vi å fremlegge et trendresultat for å se på den overordnede utviklingen i inntekter, kostnader og resultater fra den historiske analyseperioden. Vi har her brukt 2013 som sammenliknings år. Det viktigste med trend analysen, er å gi et overordnet bilde av virksomheten.

Resultatvekst analyse.						
Normaliser resultat	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Renteinntekter og lignende inntekter	1,000	1,038	0,917	0,842	0,863	0,932
Rentekostnader og lignende kostnader	1,000	1,011	0,789	0,643	0,622	0,691
Netto rente- og kredittprovisjonsinntekter	1,000	1,074	1,089	1,110	1,187	1,257
Provisjonsinntekter og inntekter fra banktjeneste	1,000	1,054	1,052	1,086	1,135	1,243
Provisjonskostnader og kostnader ved banktjene	1,000	1,034	0,989	1,034	0,977	1,126
Inntekter av eierinteresser i konsernselskaper og	1,000	1,480	1,400	2,260	2,400	1,120
Netto gevinst/(tap) finansielle instrumenter	1,000	1,321	0,643	4,500	0,464	0,821
Andre driftsinntekter	1,000	0,949	1,030	0,970	1,040	0,242
Netto andre driftsinntekter	1,000	1,069	1,008	1,294	1,196	0,928
Netto driftsinntekter	1,000	1,072	1,083	1,153	1,189	1,180
Lønn og generelle administrasjonskostnader	1,000	1,035	0,965	0,769	0,981	1,015
Avskrivninger	1,000	0,973	1,054	1,080	1,143	1,205
Andre driftskostnader	1,000	1,106	1,163	1,159	1,202	1,212
Sum driftskostnader	1,000	1,029	1,011	0,889	1,015	1,048
Resultat før nedskrivninger og skattekostnad	1,000	1,117	1,158	1,424	1,368	1,317
Netto gevinster varige driftsmidler						
Nedskrivninger på utlån og tap på garantier	1,000	1,411	1,689	1,620	0,875	0,472
Resultat før skattekostnad	1,000	1,076	1,146	1,416	1,436	1,435
Skattekostnad	1,000	0,974	1,115	1,390	1,364	1,572
Resultat for regnskapsåret	1,000	1,111	1,157	1,424	1,461	1,387

Tabell 21: Resultatvekstanalyse

7.4 Vekst i balansestørrelser

7.4.1 Egenkapitalvekst

Veksten i egenkapitalen avhenger av hvor stor veksten er i overskuddet og tilhørende utbyttepolitikk. Dersom bedriften leverer høyere avkastning på driften (super rentabilitet) enn eiernes avkastningskrav, vil det være lønnsomt å holde av større andeler av overskuddet for å foreta nye investeringer. (Koller, Goedhart og Wessels, 2010). Direkteformelen for egenkapitalveksten kommer fra produktet av tilbake holdningsgrad og egenkapitalrentabiliteten:

$$\text{Egenkapitalvekst} = B(\text{tilbake holdningsgrad}) * R(\text{rentabilitet})$$

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Normalisert resultat	905	1005	1047	1289	1322	1255
Utbytte egenkapital bevis	95,3	127	65	266	221	139
Allmennyttige formål	40	50	20	100	150	479
Totalt utbytte	135,3	177	85	366	371	618
Utbytte % av resultat	0,15	0,18	0,08	0,28	0,28	0,49
Normalisert tilbake holdnings	0,85	0,82	0,92	0,72	0,72	0,51
Normaliser ROE	0,12	0,12	0,1	0,11	0,1	0,09
Normalisert egenkapitalvekst	0,1	0,1	0,09	0,08	0,07	0,04

Tabell 22: Normalisert egenkapitalvekst

Vi ser i figuren over den normaliserte egenkapitalveksten for Sparebanken Vest for de siste 6 årene. Vi ser en trend i utbyttene, der det for 2018 deles ut utbytter til både aksjonærene og i form av allmennyttige formål på om lag 49 prosent. Denne økende trenden skyldes i hovedsak tilpasning for å styrke solidariteten og møte nye kapitalkrav. Gjennomsnittet for perioden er på 24 prosent, noe som er lavere enn målet til Sparebanken Vest på opp til 50%. Banken har som nevnt en høy tilbakeholdningsgrad. Dette kan insinuere at det er noe banken faktisk ønsker for å skape vekst, og at den har tro på at den kan skape meravkastning, samt møte strengere kapitalkrav.

Egenkapital veksten har svekket seg de siste årene, dette samsvarer med at utbyttene i samme periode har økt. Vi mener at dette ikke nødvendigvis trenger å være et faresignal - mye på bakgrunn av at banken nå har sterk solidaritet og kapitalreserver.

7.4.2 Vekst i brutto utlån og forvaltningskapital

Vi har nevnt tidligere at bankens netto renteinntekter er den viktigste inntektskilden for Sparebanken Vest. Brutto utlån er den viktigste variabelen for bankens renteinntekter. Derfor mener vi det er viktig å estimere veksten i brutto utlån for budsjetteringsperioden. Som en hjelp ønsker vi å se på veksten historisk for brutto utlån, samt forholdet til forvaltningskapital. Da banken må øke sin forvaltningskapital for å muliggjøre vekst i utlån.

Vi ser under endringen i både brutto utlån og totalkapitalen til Sparebanken Vest:

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Gjennomsnitt
Brutto utlån	112883	119482	129429	137145	148106	159951	
Endring i %		5,80 %	8,30 %	6,00 %	8,00 %	8,00 %	7,20 %
Totalkapital	134 396	147 070	161 085	162 752	174 236	189 376	
Endring i %		9,40 %	9,50 %	1,00 %	7,10 %	8,70 %	7,10 %
Utlån i % av totalkapital	84 %	81 %	80 %	84 %	85 %	84 %	83 %

Tabell 23: Vekst i brutto utlån og forvaltningskapital

Vi ser fra tabellen over at det er en sammenheng mellom endring brutto utlån og forvaltningskapital. Sammenhengen kommer primært fordi det trengs kapital til å finansiere veksten i utlånene. Brutto utlån har hatt vekst totalt sett gjennom analyseperioden, med noe variasjon. Forvaltningskapitalen har historisk sett hatt en gjennomsnittlig vekst på 7,1 prosent, mens det for brutto utlån er 7,2 prosent.

Som tidligere nevnt har rentenivået i Norge i løpet av analyseperioden vært historisk lavt. Dette har som nevnt i den strategiske analysen ført til høy gjeldsandel og økte boligpriser. Omtrent 85 prosent av utlånsporteføljen til Sparebanken Vest er rettet mot eiendom. Derfor mener vi mye av veksten de siste årene har kommet av lav rente og at det derav har vært lukrativt å låne kapital. Styringsrenten økte høsten 2018 og Norges bank predikerer oppgang i styringsrenten for de kommende årene. Vi mener dette vil dempe etterspørselen og muligheten for vekst i utlån.

Myndighetene er også bekymret for stadig høyere gjeldsandel og vekst i boligprisene, og som den strategiske analysen har gjort rede for innført tiltak som for eksempel boligforskriftene. Boligforskriftene er gjeldende fra 01. Januar 2017, og har ikke redusert veksten for brutto utlån for Sparebanken Vest. På en annen side kan det tenkes at veksten ville vært høyere uten dem.

Fra PESTEL-analysen estimerte SSB en moderat befolkningsvekst i kjerneområdene Sparebanken Vest opererte i frem til 2040. Befolkningsveksten vil kunne øke etterspørselen etter boliger og gjennom dette øke etterspørsel etter boliglån.

I konkurranse analysen kom det frem at konkurransen er tilspisset og fra nøkkeltallanalysen har vi sett at veksten har vært omtrent lik bransjegjennomsnittet. Dette taler for at Sparebanken Vest vil ha vanskeligheter med å vinne markedsandeler, men på en annen side

kan denne prognosen endres ved lansering av Bulder Bank. Videre prognostiserer SSB at arbeidsledigheten vil være rundt 3,7 prosent, lønns -og BNP veksten vil øke moderat frem mot 2022. Videre har det vært stor utvikling av nye eiendomsprosjekter og dermed aktivitet de siste årene, noe som på sikt vil kunne legge press på prisene.

Ut fra diskusjonen over mener vi at veksten for brutto utlån vil reduseres i fremtiden. Vi mener faktorer som økt rente og restriksjoner fra myndighetene vil bidra til at etterspørselen og muligheten for å låne går ned. Det vil fortsatt være vekst innenfor utlån, men konvergere mot en langsiktig vekst mål som er lik inflasjonsforventningen til Norges Bank på 2 prosent.

7.4.3 Vekst i innskudd

Tabell 24 viser historisk innskuddsvekst for Sparebanken Vest. Totalt sett har de hatt en vekst i innskudd over perioden på 16,7 prosent og med et årlig gjennomsnitt på 3,2 prosent.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Innskudd	62172	66448	63900	66486	69111	72536
Endring i %		0,069	-0,038	0,040	0,039	0,050

Tabell 24: Vekst i innskudd

Fra den strategiske analysen presiserte vi at lave renter på innskudd har ført til at flere kunder har investert aktiva som aksjer, fond og eiendom de siste årene. Dette er negativt for Sparebanken Vest fordi innskudd er billigere enn markedsfinansiering. En økning i renten gjør det mer fristende å spare i form av bankinnskudd, men fører også til at disponibel inntekt for sparing går ned. SSB prognostiserer at husholdningenes sparerate går fra 6,5 prosent til 8,2 prosent i 2022.

Forbruksbanker har den siste perioden lokket med høye innskuddsrenter for å finansiere driften sin. Fra finansportalen.no er per 10. april 2019 Sparebanken Vest på henholdsvis 45 og 218 plass over høyeste innskuddsrenter. Da fastrenteinnskuddet på 1,8 prosent og høyrentekonto med 1 prosent rente, mot Easybanks rente på 2,5 prosent (Finansportalen, 2019).

Med tanke på denne økte konkurransen og tilsvarende økte kostnadene tilknyttet boliglån for forbruker, mener vi det ikke tilsier at Sparebanken Vest skal kunne kapre markedsandeler og

oppnå innskuddsvekst i 2022 lik estimert sparerate. Den predikerte innskuddsveksten til Sparebanken Vest vil dermed konvergere mot gjennomsnittet på 3,2 prosent fra 5 prosent.

7.5 Vekst i resultatposter

7.5.1 Vekst i nettorenteinntekt og rentemargin

Veksten i renteinntektene avhenger i hovedsak på hvilken vekst utlånene har og til hvilken rente bankene låner ut. Rentenettoen er bankens viktigste måltall og regnes ofte som hovedpulsårene for resultatene. Nettoen er forskjellen mellom renteinntektene og rentekostnadene. Vi mener det viktigste blir å analysere hvordan rente nettoen til Sparebanken Vest blir i fremtiden, da nettoen er av verdi for egenkapitalbevisene.

Bankene finansierer boliglån ved hjelp av innskudd fra publikum og markedsfinansiering. Derav vil bankens rentemargin komme fra både utlån og innskudd, innskuddsmarginen kommer hvis innskuddsrenten er lavere enn markedsfinansieringen. Vi har under estimering av vekst i innskudd og utlån kommet frem til at størrelsene skal vokse i fremtiden og konvergere mot et langsiktig vekstestimat.

Gjennom nøkkeltallsanalysen ser vi hvordan utviklingen for rentemarginene for både privat og bedrift har utviklet seg. Bedriftsmarkedet har hatt jevnere margin enn for det private. Som vi kom fram til i konkurranseanalysen har kundens makt økt den siste tiden og byttekostnadene er lave, noe som igjen tilsier at konkurransen er størst privat. Videre kan vi se konkurransen i nettorentemarginen for både utlån og innskudd har falt fra 1,68 prosent i 2013 til 1,47 prosent 2018 og med en gjennomsnittlig margin på 1,6 prosent basert på forvaltningskapital. Samtidig som konkurransen og markedet har presset marginene ned, har rentenettoen og renteinntektene vokst. Veksten kommer primært fra høy vekst i brutto utlån, samt vekst i innskudd for Sparebanken Vest. Gjennom perioden har renteinntekt nettoen økt med et årlig gjennomsnitt på 4,7 prosent.

Norges Bank kommer i sin rapport "Bankenes marginer" 2014 frem til at gjennomsnittlig utlånsmargin er 1,68 prosent, noe som er lavere enn nivåene vi finner i markedet nå. Sparebanken Vest har hatt en gjennomsnittlig utlånsmargin på 2,05 prosent og 3 prosent de siste 6 årene for privat og bedriftsmarked (Norges Bank, 2014).

Rapporten fastslo at innskudd og utlånsmarginer er negativt korrelert. Dette gir en indikasjon på at marginen er konjunkturutsatt, da gjerne høyere rentemarginer på utlån i dårlige tider, med dårligere margin på innskudd. Med andre ord vegrer bankene seg mot å låne ut og ønsker kapital i form av innskudd. I den siste perioden har innskuddspremiene vært historisk lav, mens utlånspremiene historisk høy. De har begynt å trekke seg mot hverandre, noe som kan tyde på at økonomien bedres.

Vi har fastsatt innskuddsveksten og utlånsveksten. Disse faktorene påvirker renteinntektene positivt. Bankene er i stadig utvikling med digitalisering og konkurransen er økende, noe som vil legge press på marginene til bankene og dermed redusere disse i kommende år. Vi har også bemerket oss at kundemakten er økende med svært lave byttekostnader. Dermed mener vi det blir vanskelig å føre hele rentehevingen fra sentralbank over på kundene i fremtiden. Dette gjør totalt sett at rentemarginene vil være fallende og konvergere rentemargin på 1,4 prosent, noe som er under dagens verdi og historisk gjennomsnitt. Totalt sett vil nettorenteinntekter for Sparebanken Vest øke grunnet veksten – og da primært i utlån og innskudd.

7.5.2 Vekst i netto provisjonsinntekter og andre driftsinntekter

Postene omhandler som tidligere nevnt gebyrinntekter, spare-og plasseringsprodukter, salg av leasing og forsikringsprodukter og eiendomsvirksomhet (Sparebanken Vest Årsrapport).

Posten «andre driftsinntekter» inneholder provisjonsinntekter fra Eiendomsmegler Vest. Denne posten har hatt minimale endringer i analyseperioden og hatt en årlig gjennomsnittsvekst på 1,4 prosent. Fra 2013 har eiendomsmarkedet med historisk høye priser og slagvolum ført til mange oppdrag for Eiendomsmegler Vest (Eiendom Norge, 2019). Vi velger derfor å basere videre vekst i andre driftsinntekter på gjennomsnittsverdien 1,4 prosent.

Videre er den store posten under netto andre driftsinntekter provisjonsinntekter. Netto provisjonsinntekter har hatt en gjennomsnittlig årlig vekst på 4,9 prosent i analyse perioden. Det er primært sparing og forsikring som har bidratt til vekst for denne posten, betalingsformidling og andre gebyr har hatt null vekst. Veksten i plasseringsinntekter har en sammenheng med de historisk lave rentene, dette har ført til mer fond og aksjesparing. Vi

forventer derav en liten reduksjon i plasseringsinntektene for Sparebanken Vest på bakgrunn av økt rentebane. Samtidig som vi i fremtiden tror på litt svakere vekst i utlånene, vil dette redusere etableringsgebyr. Gebyr for ulike tjenester vil også bli vanskeligere å kreve inn da konkurransen i næringen er stigende.

Vi predikerer dermed en fallende trend for netto driftsinntekter og posten vil konvergere 0,5% over Norges Banks inflasjonsmål på 2 prosent.

7.5.2 Lønns og administrasjonskostnader

I 2017 var lønnsveksten for finansbransjen på 3,8 prosent, dette var høyere enn alle andre sektorer (Finans Norge, 2018). Lønnsveksten kommer som et resultat av store digitale omveltninger i finansnæringen og det blir stor etterspørsel etter dyktige ansatte.

Sparebank Vest har i løpet av analyseperioden hatt en minimal vekst i lønn og administrasjonskostnader. Posten inneholder primært lønn inklusiv arbeidsgiveravgift, pensjonskostnader og IT kostnader. År 2016 har vi ikke tatt hensyn til i våre beregninger, dette på bakgrunn av store endringer vedrørende pensjon.

For lønnskostnader inklusiv arbeidsgiveravgift, medfører trenden en reduksjon på om lag 1-2 prosent årlig. Endringen skyldes at konsernet gradvis har gått fra 831 ansatte i 2013 til 692 i 2018. I en stadig mer konkurranseutsatt næring, uttrykker Sparebanken Vest i årsrapportene at de ønsker å kutte kostnadene videre. Det er derfor tenkelig at trenden vil fortsette ved at kunden og systemer blir ytterligere digitalisert. Vi mener derfor at reduksjonen i lønnskostnader skal fortsette fem år inn i budsjetteringen for så å øke med generell lønnsvekst som for 2018 var 2,8 prosent (Moe og Gunnes, 2019).

Som vi har vært inne på i den interne analysen av banken, har Sparebanken Vest en "IN house" IT avdeling. IT avdelingen har vært og er et stort satsingsfelt for Sparebanken Vest. Kostnadene for IT avdelingen har igjennom analyse perioden holdt seg rimelig stabile, men for en ti-års periode er kostandene doblet. Dette mener vi kommer av at de nå har bygget opp tilstrekkelig med IT kapasitet og gode systemer slik at ledig kapasitet nå benyttes til utvikling av nye produkter, eksempelvis Bulder Bank. Det er nærliggende å tro at kapasiteten de har i dag ikke er tilstrekkelig for fremtiden, men vi regner estimerte IT kostnader for banken i budsjetteringsperioden til å være flate.

7.5.3 Avskrivninger og andre driftskostnader

Når det gjelder avskrivninger og andre driftskostnader har disse postene vokst gjennomsnittlig med 3,8 prosent og 4 prosent i analyseperioden. De har også holdt seg rimelig stabile med lite volatilitet. Ser vi på postene i henhold til netto driftsinntekter utgjør de gjennomsnittlig 3,8 prosent og 7,6 prosent, med stabile intervaller på 3,6-4,1 prosent og 7,4-7,6 prosent.

I forhold til budsjetteringen for fremtiden, lar vi derfor avskrivninger og andre driftskostnader bli styrt som en prosentsats av netto driftsinntekter med 3,8 prosent og 7,6 prosent.

7.5.4 Tap utlån

Som tidligere nevnt har vi i enkelte perioder vært vitne til historisk lave renter og rekordvekst i gjeldsandelen til norske konsumenter. Som vi har sett har Sparebanken Vest de siste årene hatt ekstremt lave tap på sine utlån. Styringsrenten ble satt opp høsten 2018 og videre i 2019, med anslag om videre økninger. Dette vil føre til at rentekostnaden på kundens lån går opp, noe som igjen svekker betalingskraften. Dette vil kunne føre til høyere tap på utlån i fremtiden.

Sparebanken Vest har vist god håndtering av sin utlånsportefølje. Porteføljen er i mindre grad utsatt for sykliske næringer, men med stor eksponering mot eiendom.

Vi har under normaliseringen beregnet en normalisert tapsprosent på 0,15 prosent av brutto utlån og valgt å justere denne for svingninger i økonomien. For de neste to årene mener vi tapene på utlån vil være lik normalen, da vi enda ikke har fått den fulle effekten av renteoppgangen. Fra 2020 velger vi å justere opp tapsprosenten til 0,2 prosent og for 2021 til 0,25 prosent. Oppjusteringen er begrunnet med økt rentebane og rekordstor gjeldsandel. Videre fra 2021 mener vi tapsprosenten vil konvergere mot normalen på 0,15 prosent som også er satsen vi benytter i terminalleddet.

7.5.5 Utbytteandel

Når vi skal fastsette utbytte til Sparebanken Vest, må det tas hensyn til ulike faktorer.

Eksempler på slike faktorer er: potensiale for verdiskapende utvikling og forventet resultatutvikling i en normalisert markedssituasjon, eksterne rammebetingelser og behov for kjernekapital (Sparebanken Vest Årsrapport, 2018).

Fra Sparebanken Vest sitt kapittel ”strategiske planer” i årsrapporten for 2018, fremgår det at banken ønsker å ha et utbetalingsnivå på 50 prosent. For 2018 var utbetalingsgraden 40 prosent med lik andel etter eierbrøk til utbytter og allmennyttige formål. Med andre ord holdt eierbrøken seg konstant.

Av det totale resultatet ble det utbetalt utbytte til egenkapitalbevisene på 11 prosent. Grunnen til dette var at eierbrøken til egenkapitalbevisene var 22,5 prosent. Banken har, som vi har nevnt i den strategiske delen, vært gjennom en periode med skjerpede kapitalkrav og har nå opparbeidet seg en buffer.

I løpet av analyseperioden har eierbrøken for egenkapitalbevisene holdt seg mellom 19 og 25 prosent, og stabilisert seg rundt 23 prosent de siste tre årene. Andelen varierer ut fra hvor mye av overskuddet i prosent som tilfaller egenkapitalbevisene, og hvor mye som tilfaller allmennyttige formål. Egenkapitalbevisenes eierbrøk synker for eksempel dersom det betales ut en større andel i utbytte enn til allmennyttige formål.

Vi velger å følge Sparebanken Vest sine anbefalinger og målsetning om at 50 prosent av resultatet skal utbetales til egenkapitalbevisene og 50 prosent til allmennyttige formål.

Vi forutsetter derfor at eierbrøken holdes konstant, lik eierbrøken i 2018 på 22,5 prosent. Med andre ord gir dette oss en konstant eierbrøk på 22,5 prosent for hele budsjetteringsperioden. Eierbrøken brukes som grunnlag for beregning av hvilken kontantstrøm som tilfaller egenkapitalbeviserne i selskapet. Det skal nevnes at det er komplisert å beregne fremtidig utbetalingsnivå. Utbetalingsnivået påvirkes blant annet av bankens resultater, markedsutsikter og regulatoriske krav. Basert på at banken nå har opparbeidet seg en kapitalbuffer, har som målsetning å betale ut 50 prosent av resultatene, og at banken ikke ble regnet som en systemviktig bank av finansdepartementet i mai 2019, mener vi at anslagene er fornuftige.

7.5.6 Skatt

Den gjennomsnittlige normaliserte skattesatsen til Sparebanken Vest over analyseperioden er 25,3 prosent. Dette samsvarer tilfredsstillende med finansskatten som har et nivå på 25 prosent. Vi velger derfor å benytte den normaliserte skattesatsen i analyseperioden, mens vi for terminalleddet legger oss på nivå med finansskatten på 25 prosent (Skatteetaten, 2017).

8.0 Fundamental verdsettelse

På bakgrunn av diskusjonen over kommer vi frem til følgende fremtidsbudsjett:

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Netto rente og kredittprovisjonsinntekter	2843,7	2971,4	3099,2	3223,5	3342,0	3455,5	3555,7	3645,7	3718,2	3785,1
Provisjonsinntekter/inntekter fra banktjenester	657,6	686,1	713,3	738,9	765,5	790,0	812,3	832,0	852,2	872,9
Netto driftsinntekter	3501,2	3657,5	3812,5	3962,4	4107,4	4245,5	4368,0	4477,7	4570,3	4657,9
Lønn og administrasjonskostnader	1118,9	1141,3	1164,1	1187,4	1211,2	1235,4	1260,1	1285,3	1311,0	1337,2
Avskrivninger	133,0	139,0	144,9	150,6	156,1	161,3	166,0	170,2	173,7	177,0
Andre driftskostnader	266,1	278,0	289,7	301,1	312,2	322,7	332,0	340,3	347,3	354,0
Resultat før tap	1983,1	2099,2	2213,7	2323,3	2428,0	2526,1	2609,9	2681,9	2738,3	2789,7
Normalisert tap	254,3	268,3	375,6	490,7	408,2	422,5	326,4	334,6	341,3	348,1
Resultat før skatt	1728,8	1830,9	1838,1	1832,6	2019,8	2103,6	2283,5	2347,4	2397,0	2441,6
Skatt	432,2	457,7	459,5	458,2	504,9	525,9	570,9	586,8	599,3	610,4
Resultat for regnskapsåret	1296,6	1373,2	1378,6	1374,5	1514,8	1577,7	1712,6	1760,5	1797,8	1831,2
Avsatt utbytte	648,3	686,6	689,3	687,2	757,4	788,9	856,3	880,3	898,9	915,6
Endring i EK	648,3	686,6	689,3	687,2	757,4	788,9	856,3	880,3	898,9	915,6

Tabell 25: Sparebanken Vest fremtidsbudsjett

8.1 Utfordringer ved å verdsette bank

Det er i hovedsak tre problemstillinger som gjør seg gjeldende i forbindelse med å verdsette et finansielt foretak (Damodaran, 2009).

1. Vi drøftet i regnskapsanalysen at det oppstår et problem rundt klassifiseringen av operasjonelle eller finansielle poster. Det gjør det dermed komplisert å definere både gjeld og reinvesteringer, og derav estimeringen av de frie kontantstrømmene. Eksempelvis da kundeinnskudd er en gjeld, men også brukes til å finansiere driften. Gjelden kan dermed klassifiseres som bankens råmateriale og ikke bare en finansieringskilde slik som for tradisjonelle bedrifter.
2. Den andre utfordringen er at banknæringen er sterkt påvirket av regulatoriske krav. Endringer i reguleringer og lover vil ha stor effekt på verdien til Sparebanken Vest. Hvis finansdepartementet anser banken som systemviktig, vil dette påvirke verdien av konsernet.
3. Den siste utfordringen handler om at regnskapsreglene for finansielle foretak er forskjellige fra tradisjonelle selskaper. Bankers eiendeler er for det meste verdsatt til markedsverdi i balansen. Dette gjør det utfordrende å estimere framtidbalansen.

Vi ønsker dermed å finne den frie kontantstrømmen til egenkapitalen til Sparebanken Vest ved å benytte tidligere nevnt metode:

Årsresultat +/- Egenkapitalinvesteringer i regulatorisk kapital +/- planlagte endringer i egenkapitalen. Vi har over estimert årsresultatene for perioden 2019-2028, men ønsker nå å estimere hvor stor egenkapitalveksten skal være i årene frem til 2028. Vi finner ingen informasjon i årsrapporten fra 2018 som melder om at Sparebanken Vest har noen planlagte endringer i egenkapitalen, og ser derfor bort fra dette i den videre estimeringen av egenkapitalveksten. Eneste føringen Sparebanken Vest har, er at de ønsker å ha 1 prosent mer i ren kjernekapital enn det regulatoriske kravet tilsier (Årsrapport 2018).

Dermed kommer vi til å bruke de regulatoriske kravene på ren kjernekapital og endringer i kravene som utgangspunkt for å estimere egenkapitalveksten og videre den frie kontantstrømmen til Sparebanken Vest. Ren kjernekapital kommer fra bokført egenkapital, fratrukket ulike regulatoriske fradrag. Slike fradrag kan være immaterielle eiendeler som goodwill og utsatte skattefordeler (Finanstilsynet, 2017).

I 2018 var ren kjernekapitaldekning for Sparebanken Vest 14,9 prosent, med et tilhørende krav fra myndighetene på 13,8 prosent (Sparebanken Vest Årsrapport, 2018). For å beregne egenkapitalveksten med utgangspunkt i vekst i ren kjernekapital, trenger vi å finne et estimat på bankens risikovektede beregningsgrunnlag (IRB). IRB beskriver at kapitalen til banken har ulik risiko og nivået for 2018 var 86 882 millioner (Sparebanken Vest Årsrapport, 2018).

Eksempelvis anses boliglån med pant i bolig å ha lavere risiko enn lån uten pant eller annen sikkerhet. Metoden Sparebanken Vest benytter for å beregne sin IRB er ikke kjent for oss, og dermed vil vi bruke skjønn og analysere dette etter beste evne. Vekst i brutto utlån korrelerer med veksten i IRB. Vi mener at en IRB kan beregnes ut fra veksten på utlån, noe som gir mening da høyere utlån fører til økt risiko og derav et høyere krav til IRB.

Sparebanken Vest sitt krav til ren kjernekapital var 13,8 prosent for 2018, og videre ønsker banken å ha en intern buffer på 1 prosent. Dette betyr en ren kjernekapitaldekning på 14,8 prosent for 2019. Videre har finansdepartementet valgt å heve syklisk kapital med 0,5 prosent fra 31.12.2019. Dette gir et krav på 15,3 prosent for 2020. Finanstilsynet har foreslått å endre regelverket for identifisering av systemviktige finansforetak. De ønsker at banker som har en

utlånsandel til næringslivet på minst 10 prosent i en eller flere regioner skal anses som systemviktige, noe som vil påvirke Sparebanken Vest. Ved å bli beregnet som systemviktig, ilegges det et ekstra krav på 2 prosent i minimum kjernekapital. Den 23. Mai 2019 vedtok finansdepartementet etter høring fra forslaget fra Finanstilsynet at de ikke endrer kriteriene for å identifisere systemviktige banker. Dette fører til at Sparebanken Vest ikke regnes som en systemviktig bank, og det tillegges ikke noe ekstra i beregningen av ren kjernekapital. På dette grunnlag vil kravet til ren kjernekapital bli 15,3 prosent i resten av budsjettperioden (Finans Norge, 2019).

Vi benytter oss dermed av samme oppsett som Sparebanken Vest i årsrapporten for 2018, for å gå fra ren kjernekapital til balanseført egenkapital. Dette er en bottom-up metode, og de regulatoriske fradragene legges til. Vi har analysert de regulatoriske fradragene historisk, uten å finne noen form for korrelasjon eller trend. Veksten for disse variablene settes derfor til 2 prosent, noe som er lik inflasjonsmålet til Norges Bank.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
IRB	86882,0	92094,9	97160,1	102018,1	106609,0	110873,3	114753,9	118196,5	121151,4	123574,4	126045,9
Kjernekapital %	0,149	0,148	0,153	0,153	0,153	0,153	0,153	0,153	0,153	0,153	0,153
Ren Kjernekapital	12953,0	13630,0	14865,5	15608,8	16311,2	16963,6	17557,3	18084,1	18536,2	18906,9	19285,0
Goodwill og andre immatrielle eiendeler	318,0	324,4	330,8	337,5	344,2	351,1	358,1	365,3	372,6	380,0	387,6
Verdiregulering egen gjeld	33,0	33,7	34,3	35,0	35,7	36,4	37,2	37,9	38,7	39,4	40,2
Verdijustering for krav om forsvarlig verd	63,0	64,3	65,5	66,9	68,2	69,6	70,9	72,4	73,8	75,3	76,8
Frdrag fra eierskap i andre selskaper	147,0	149,9	152,9	156,0	159,1	162,3	165,5	168,9	172,2	175,7	179,2
Juster forventet tap i IRB	311,0	317,2	323,6	330,0	336,6	343,4	350,2	357,2	364,4	371,7	379,1
Avsatt utbytte/gaver	617,0	648,3	686,6	689,3	687,2	757,4	788,9	856,3	880,3	898,9	915,6
Bokført egenkapital eks hybridkapital	14442,0	15167,8	16459,3	17223,4	17942,3	18683,8	19328,2	19942,0	20438,1	20847,9	21263,6
Endring egenkapital		725,8	1291,5	764,1	718,9	741,5	644,4	613,8	496,1	409,8	415,7

Tabell 26: Beregning av fremtidig egenkapitalvekst

Vi kan nå finne kontantstrømmen av egenkapitalen til Sparebanken Vest. Oppgavens problemstilling var å finne verdien av egenkapitalbevisene, slik at vi dermed finner kontantstrømmen som tilfaller dem. Da eierbrøken til egenkapitalbevisene er konstant over hele budsjettperioden på 22,5 prosent, grunnet lik utdelingsgrad til egenkapitalbevisene og samfunnsnyttige formål, baseres kontantstrømmen til egenkapitalbevisene på 22,5 prosent av kontantstrømmen til egenkapitalen.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Årsresultat	1296,6	1373,2	1378,6	1374,5	1514,8	1577,7	1712,6	1760,5	1797,8	1831,2
Endring EK	725,8	1291,5	764,1	718,9	741,5	644,4	613,8	496,1	409,8	415,7
Kontantstrøm total EK	570,8	81,7	614,5	655,6	773,3	933,3	1098,8	1264,4	1388,0	1415,5
Kontantstrøm til egenkapitalbevisene	128,4	18,4	138,3	147,5	174,0	210,0	247,2	284,5	312,3	318,5
Nåverdi egenkapitalbevisene	120,1	16,1	113,1	112,9	124,5	140,6	154,8	166,6	171,1	2703,8

Tabell 27: Beregning av kontantstrømmer

Nåverdi budsjettperiode	1119,8
Terminalverdi	2703,8
Verdi	3823,6
Antall aksjer	60,3
Pris	63,44
Avk kort	0,0692
Avk lang	0,0804
Langsiktig vekst	0,0200

Tabell 28: Beregning av nåverdi og verdiestimat

Vi kan se at de frie kontantstrømmene til egenkapitalbevisene er lave for 2020, for deretter å stige frem til budsjettperiodens slutt. Dette kommer av at Sparebanken Vest i denne perioden økte sin kjernekapitaldekning, og dermed en større reinvestering.

Vi har i tabellen over beregnet nåverdien til kontantstrømmen og neddiskontert terminalverdien. Dette ga oss en verdi på egenkapitalbevisene pålydende 3,8 milliarder, og aksjepris pålydende 63,44 kr. Markedskursen på aksjen var 31.12.2018 53 kr. Dermed tilsier vårt verdiestimat at aksjen var underpriset i markedet og anbefalingen er kjøp.

9.0 Komparativ verdsettelse

Som vi tidligere har beskrevet kan komparativ verdsettelse hovedsakelig deles inn i to hovedmodeller. Multiplikatormodellen og substansverdimodellen. Formålet med å gjennomføre en supplerende verdivurdering er å vurdere hvorvidt estimatet vi har kommet frem til i den fundamentale verdivurderingen er fornuftig.

Den førstnevnte metoden er mye brukt i praksis og tar utgangspunkt i sammenlignbare selskaper. Utfordringen med multiplikatormetoden er at prisene i markedet ikke nødvendigvis alltid reflekterer selskapenes underliggende verdi. Prisen kan med andre ord i enkelte perioder være preget av optimisme eller pessimisme i markedet. Et annet problem oppstår dersom man

ikke har tilstrekkelig med selskaper å sammenligne med. Vi mener ingen av disse problemstillingen er særlig relevant i den komparative analysen av Sparebanken Vest. Bankaksjene i Norge er relativt stabile og svinger lite sammenlignet med andre sektorer på Oslo Børs. Videre mener vi Sparebanken Vest potensielt kan sammenlignes med mange av sparebankene i Norge.

Alternativt kunne vi brukt substansverdimetoden. Ved bruk av denne metoden verdsettes selskapet til markedsverdien av selskapets eiendeler fratrukket netto rentebærende gjeld og latent skatt. Eiendelene verdsettes med andre ord etter det de anslagsvis kan selges for i markedet (Kallestad og Møller, 2016). Som nevnt tidligere skiller bankens balanse seg fra ordinære foretak ved at eiendelene består av utlån. Hvorvidt utlånene kan selges i markedet og eventuelt til hvilken pris mener vi er vanskelig å si noe om. Vi mener også det vil være vanskelig og svært tidskrevende å estimere verdien til en bank på bakgrunn av substansverdimetoden.

Basert på beskrivelsen over har vi i den komparative analysen valgt å bruke multiplikatormodellen. Vi mener denne metoden er mest hensiktsmessig å bruke ved verdivurdering av en bankvirksomhet. I analysen har vi valgt å sammenligne Sparebanken Vest med tre ulike grupper. Det første sammenligningsgrunnlaget er regionale sparebanker. Den andre gruppen er lokale sparebanker mens det tredje sammenligningsgrunnlaget er de tre bankene som er brukt i nøkkeltallsanalysen. Grunnlaget for multiplikatormodellen er hentet fra Oslo Børs 01.02. 2019.

9.1 Valg av multiplikatorer

I en komparativ verdsettelse skilles det videre mellom to hovedgrupper multiplikatorer (Kallestad og Møller, 2016). Enterprise Value (EV) multiplikatorer er en av hovedgruppene. Denne metoden legger summen av egenkapitalen og rentebærende gjeld til grunn i telleren. Eksempler på slike beregninger er EV/EBITDA og EV/Salg. Den andre hovedgruppen baserer seg på pris (P) i telleren. Eksempler på P-multiplikatorer er P/book, P/fortjeneste og P/salg av eiendeler minus gjeld. På grunn av at det er problematisk å definere bankens gjeld velger vi utelukkende å analysere pris-multiplikatorer.

9.2 Pris/Bok

P/B-forholdet er i praksis ofte anvendt fordi den nødvendige informasjonen er lett tilgjengelig og kostnadseffektiv (Kallestad og Møller, 2016). Nøkkeltallet vurderer den bokførte verdien av egenkapitalen opp mot markedsverdien av egenkapitalen til selskapet. Forholdstallet forteller hvilke forventninger som eksisterer i markedet. Med andre ord om investorene mener virksomheten besitter evner til å generere overskudd på eksisterende eiendeler eller ikke.

En P/B-multiplikator under 1 indikerer i de fleste tilfeller at markedet vurderer selskapets eiendeler som overvurdert, mens markedet i motsatt tilfelle overvurderer eiendelene til selskapet. Imidlertid kan nøkkeltallet også brukes som et hjelpemiddel til å identifisere underprisede aksjer. I et slikt tilfelle vil en P/B under 1 normalt bety at selskapet er underpriset i forhold til selskapets eiendeler og motsatt (Morningstar, 2016).

I beregningene av Pris/Bok har vi benyttet oss av rammeverket til Knivsflå. Rammeverket gir oss en P/B på 0,99 for Sparebanken Vest. I henhold til teorien indikerer dette at markedet er villig til å betale en pris som er 1 prosent under dagens markedspris på 53 kroner. Markedet mener med andre ord at dagens markedspris er 1 prosent høyere enn hva de underliggende eiendelene i selskapet tilsier at prisen burde vært.

Tabellene under viser henholdsvis P/-multiplikatorer for regionale og lokale sparebanker i Norge. Videre beregner den siste tabellen gjennomsnittlig P/B-multiplikator for utvalgte banker.

Navn	Pris	P/B
SpareBank 1 SR-Bank	92,40	1,13
SpareBank 1 SMN	8,70	1,03
Sparebanken Sør	94,00	0,77
SpareBank 1 Nord-Norge	66,00	1,16
Sparebanken Møre	286,00	0,95
SpareBank 1 Østlandet	84,60	0,98
Regionale banker		1,00

Tabell 29: Pris/Bok regionale banker

Navn	Pris	P/B
SpareBank 1 Nordvest	107,00	0,78
Totens Sparebank	125,00	0,89
Sparebanken Telemark	115,00	0,8
SpareBank 1 Ringerike Hadeland	200,00	0,91
SpareBank 1 Østfold Akershus	204,00	0,85
Sparebanken Øst	57,60	0,97
Sandnes Sparebank	60,00	0,75
Helgeland Sparebank	70,50	0,63
SpareBank 1 Buskerud og Vestfold	37,00	0,88
Lokale banker		0,83

Tabell 30: Pris/Bok lokale banker

	P/B
Gjennomsnitt regionale og lokale sparebanker	0,93

I den første tabellen sammenligner vi P/B forholdet mellom landets regionale sparebanker. Sparebanken Vest ligger her omtrent på snittet for regionale banker og er priset i tråd med bokført verdi av egenkapitalen. Sammenligner vi multiplikatoren med de lokale sparebankene ser vi at vår bank har den høyeste verdien. Sparebanken Vest har en høyere multiplikator enn gjennomsnittet for norske sparebanker. Hvorvidt de lokale bankene er sammenlignbare kan diskuteres. De har eksempelvis betydelig mindre forvaltningskapital og opererer i et mindre marked. Vi mener de regionale sparebankene utgjør et bedre sammenligningsgrunnlag og velger i tråd med tidligere analyser å legge betydelig mer vekt på disse multiplene.

Bruker vi multiplene til de lokale sparebankene kommer vi frem til en markedsverdi for konsernet på 2,6 milliarder noe som gir en egenkapitalbevis-kurs på 43,58 kroner. Denne verdien er vesentlig under dagens markedsverdi. Vi mener dette styrker våre antagelser om at de lokale sparebankene ikke utgjør et representativt sammenligningsgrunnlag for Sparebanken Vest. Bruker vi P/B-multiplene for de regionale sparebankene får vi en verdi på eierandelskapitalen tilsvarende 3,16 milliarder og en egenkapitalbevis-kurs på 52,58 kroner.

Tar vi utgangspunkt i gjennomsnittlig P/B for alle sparebanker blir markedsverdien av egenkapitalen 2,9 milliarder og egenkapitalbevis-kursen 48,90 kroner. Vi mener beregningene over tilsier at Sparebanken Vest er priset omtrent i forhold til sine eiendeler. Markedsprisen var 01.02.2019 50 kroner og vi ser at P/B estimeringen ved bruk av de regionale sparebankene tilsier at kursen burde vært 52,58 noe som er nært markedsprisen for konsernet.

9.3 Pris/Fortjeneste

P/E multiplikatoren defineres som pris per aksje dividert med ordinært resultat etter skatt per aksje, alternativt markedsverdi av egenkapitalen dividert med ordinært resultat etter skatt. Forholdstallet er resultatorientert og passer derfor godt som sammenligningsgrunnlag med egenkapitalmetoden i den fundamentale verdivurderingen. I motsetning til vekstselskaper som ikke har en jevn inntjening er Sparebanken Vest i en stabil vekstfase hvor morgendagens kontantstrøm har høy korrelasjon med dagens kontantstrøm. P/E-multiplikatoren vil derfor kunne være en god pekepinn på selskapets markedsverdi. Som nevnt i forrige delkapittelet om P/B bruker vi også her hovedsakelig regionale sparebanker som komparative selskaper. Vi mener dette er de beste utgangspunktet for tilnærmet komparative selskaper. Vi velger likevel å inkludere de lokale sparebankene i analysen for å vise hvordan markedsverdien vil variere ettersom hvilke komparative selskaper man velger. Tallmaterialet for beregningene i tabellene under er hentet fra Oslo Børs 01.02.2019.

Navn	Pris	P/E
Sparebanken Vest	53,00	8,80
SpareBank 1 SR-Bank	92,40	10,4
SpareBank 1 SMN	8,70	8,7
Sparebanken Sør	94,00	9,7
SpareBank 1 Nord-Norge	66,00	9,8
Sparebanken Møre	286,00	9,7
SpareBank 1 Østlandet	84,60	10,5
Regionale banker		9,7

Tabell 31: Pris/Fortjeneste regionale banker

Navn	Pris	P/E
Sparebanken Vest	53,00	8,80
SpareBank 1 Nordvest	107,00	10,9
Totens Sparebank	125,00	9,1
Sparebanken Telemark	115,00	11,3
SpareBank 1 Ringerike Hadeland	200,00	9,8
SpareBank 1 Østfold Akershus	204,00	8,0

Sparebanken Øst	57,60	9,6
Sandnes Sparebank	60,00	9,3
Helgeland Sparebank	70,50	14,7
SpareBank 1 Buskerud og Vestfold	37,00	7,0
Lokale banker		10,0

Tabell 32: Pris/Fortjeneste lokale banker

	P/E
Gjennomsnitt regionale og lokale	9,8

Multiplikatoren vi har beregnet for Sparebanken Vest er 8,80 som tilsier at konsensus i markedet per 01.02.2018 var villig til å betale 8,80 kroner for hver krone banken hadde i inntjening. Hvorvidt dette er en høy eller lav pris er opp til hver enkelt investor å bedømme, men om man tar utgangspunkt i regionale og lokale banker får man en pekepinn på prisingen av selskapet. Sammenligner vi Sparebanken Vest sin P/E-multiplikator med de regionale bankenes P/E, som vist i tabell 32, ser vi at banken er blant selskapene med lavest P/E. Dette indikerer at konsernet enten har en forventet inntektsvekst som er lavere enn bransjegjennomsnittet, eller at banken er underpriset i markedet. Det samme gjelder dersom vi sammenligner Sparebanken Vest sin P/E med de lokale bankenes multiplikator.

I beregningen av estimert markedsverdien for Sparebanken Vest bruker vi gjennomsnittsmultiplikatoren til de regionale sparebankene på 9,7. Vi mener i likhet med P/B-multiplikatorberegningene at de regionale sparebankene er det beste utgangspunktet for den komparative verdsettelsen. Beregningen gir oss en verdi per egenkapitalbevis på 58,3 kroner og en markedsverdi for egenkapitalen til konsernet på 3,51 milliarder.

9.4 Oppsummering av komparativ verdivurdering

I den første komparative analysen vi gjennomførte fant vi at Sparebanken Vest var minimalt overpriset i forhold til den bokførte verdien av egenkapitalen. På beregningsdagen, 01.02.2019, var selskapets markedsverdi av egenkapitalen 3,19 milliarder mens vi verdsatte selskapet til 3,16 milliarder ved bruk av gjennomsnittlig P/B for de regionale bankene.

I den andre analyse finner vi det motsatte. Gjennomsnittlig P/E-multiplikator for de komparative selskapene gav oss et verdiestimat på 3,51 milliarder. Dette indikerer at selskapet er underpriset. Det kan argumenteres både for og imot hvorvidt den ene multiplikatoren burde vektlegges mer fremfor den andre, men dette er ikke poenget med den komparative analysen.

Målet har vært å gjennomføre en supplerende verdivurdering som kan understøtte den fundamentale verdivurderingen.

10.0 Sensitivitetsanalyse

Verdsettelse er som vi har vært inne på i stor grad basert på skjønnsmessige vurderinger, og dermed kvalifisert gjetting. Dette gjelder til tross for at vi har benyttet velkjente verdsettelsesteorier og modeller. Det foreligger mye usikkerhet i vekstestimatene i budsjetteringen og komponentene i avkastningskravet. Derav vil enkle endringer i disse kunne gi store utslag i den endelige prisen på egenkapitalbevisene til Sparebanken Vest. For å estimere usikkerheten og vise leserne våre sensitivitet i ulike variabler, ønsker vi å gjennomføre en sensitivitetsanalyse, samt en Monte Carlo-simulering. Verdsettelsen av Sparebanken Vest sitt egenkapitalbevis resulterte i en verdi per egenkapitalbevis pålydende 63,44 kroner, noe som er høyere enn prisen i markedet som per 31.12.2018 var 53 kroner. Det er mange faktorer som påvirker verdien til Sparebanken Vest. Avkastningskravet vi benytter i verdsettelsen kan tenkes å være noe lavt, dette på bakgrunn av de historisk lave rentene den siste tiden. Det kan også tenkes at vekstforutsetningen vi har lagt til grunn i oppgaven er for høy blant noen poster og for lav blant andre. Vi ønsker dermed å analysere faktorer som vi mener har stor betydning for prisen på egenkapitalbevisene. Vi mener at vesentlige variabler er tap utlån, renteinntekt netto og variabler i avkastningskravet. Det vi ønsker å oppnå med analysen, er å se hvordan små endringer i de ulike forutsetningene påvirker verdien til Sparebanken Vest. På en annen side eksisterer det en svakhet, nemlig at denne typen analyse bare ser på endringer i hver enkelt forutsetning isolert sett. Med andre ord holder analysen andre forutsetninger konstante.

10.1 Risikofri rente

Vi har i den fundamentale verdsettelsen valgt en risikofri rente basert på en 10-årig statsobligasjon, og en normalisert rente på 3 prosent i terminalleddet. Rentenivået har vært historisk lavt de siste årene, men er i konstant endring hvor det, som nevnt tidligere, er spådd flere rentehevinger i tiden som kommer.

Endring	-1 %	-0,50 %	0 %	0,50 %	1 %
Verdiestimat	74,8	68,71	63,44	58,83	54,77
Avvik	17,9 %	8,3 %	0,0 %	-7,3 %	-13,7 %

Tabell 33: Sensitivitet risikofri rente

Banalt forklart vil en lavere rente gi en høyere verdi på banken. Dette kommer av at lavere rente gir lavere alternativkostnad for plasseringen, og dermed vil alt annet likt føre til at avkastningskravet vil synke. Vi ser at en nedgang i risikofrie renten fører til en større verdiendring enn hva en oppgang i renten gjør. Ved en rente som er 1 prosent høyere, gir dette en verdi som er 13,7 prosent lavere enn dagens.

10.2 Beta

Den justerte betaverdien på 0,49 er beregnet ved samvariasjonen mellom Sparebanken Vest og verdensindeksen MSCI World Index. Det er knyttet stor usikkerhet rundt estimatet, da en ujustert verdi ville vært lavere. Bruk av en ulik tidshorisont, antall observasjoner eller valg av indeks ville også gitt avvik i estimatet. Derfor ønsker vi å analysere hvordan små endringer gir utslag i verdiestimatet.

Beta	0,37	0,44	0,47	0,49	0,51	0,54	0,61
Endring	-25 %	-10 %	-5 %	0 %	5 %	10 %	25 %
Verdiestimat per	72,47	66,94	64,8	63,44	62,13	60,25	56,23
Avvik	14,2 %	5,5 %	2,1 %	0,0 %	-2,1 %	-5,0 %	-11,4 %

Tabell 34: Sensitivitet beta

Vi ser at en økning i betaverdien gir et negativt utslag i verdien til egenkapitalbevisene. Ved en nedgang i beta verdi på 25 prosent (beta 0,37) gir dette en pris per egenkapitalbevis på 72,47 kroner.

10.3 Markedsrisikopremie

Vi har begrunnet vårt valg av markedets risikopremie på grunnlag av en undersøkelse gjennomført av PwC Deals. Hva som reelt sett er risikopremien i markedet til enhver tid er det ingen som vet. Dette gjør at vi ønsker å analysere sensitiviteten i variablene.

Endring	4 %	4,50 %	5 %	5,50 %	6 %
Verdi estimat	70,19	66,66	63,44	60,47	57,72
Avvik	10,6 %	5,1 %	0,0 %	-4,7 %	-9,0 %

Tabell 35: Sensitivitet markedetsrisikopremie

En endring i markedets risikopremie fører til en mindre endring enn ved for eksempel risikofri rente. Dette kommer av at premien blir skalert mot en betaverdi på 0,49.

10.4 Likviditetspremie

Vi begrunnet at det er riktig med en likviditetspremie i avkastningskravet, basert på lavt omsetningsvolum og derav innlåsningsrisiko.

Likviditetspremie	0 %	1 %	2 %	3 %	4 %	5 %
Endring	-3 %	-2 %	-1 %	0 %	1 %	2 %
Verdiestimat	140,46	101,74	78,67	63,44	52,69	44,73
Avvik	121,4 %	60,4 %	24,0 %	0,0 %	-16,9 %	-29,5 %

Tabell 36: Sensitivitet likviditetspremie

Likviditetspremien adderes direkte til avkastningskravet, og vil av den grunn påvirke verdien betraktelig. Vi ser altså at en likviditetspremie på 5 prosent ville redusere verdien med omtrent 30 prosent. Et avkastningskrav uten likviditetspremie gir en økning i verdiestimat på 121,4 prosent.

10.5 Netto rente- og kredittinntekter

Posten baserer seg i hovedsak på utlån og innskuddsvekst, samt tilhørende rentemarginer. Vi ønsker å vise hvor sensitiv verdien er for endringer i vekst i netto renteinntekten, da det ved beregningen av veksten for dette parameteret er brukt deler fra den strategiske- og nøkkeltallsanalysen, samt kvalifisert skjønn.

Endring	-1,5 %	-1,0 %	-0,5 %	0,0 %	0,5 %	1,0 %	1,5 %
Verdiestimat	50,08	54,37	58,82	63,44	68,23	73,21	78,37
Avvik	-21,1 %	-14,3 %	-7,3 %	0,0 %	7,6 %	15,4 %	23,5 %

Tabell 37: Sensitivitet netto rente- og kredittinntekter

Vi ønsker her å vise hvor sensitiv verdien til egenkapitalen er for endringer i veksten for netto renteinntekter. Ved endring på -0,5 prosent er veksten for hele budsjettperioden redusert. En redusert vekst i netto renteinntekter gir et verdiestimat på 58,82 kroner, en nedgang på 7,3 prosent fra basecase.

10.6 Tap utlån

Den normaliserte tapsprosenten for brutto utlån er estimert til 0,15 prosent. Ved å endre den normaliserte satsen for tap, får vi en indikasjon på hvor viktig faktoren er for verdiestimatet.

Normalisert tap	0,05 %	0,10 %	0,15 %	0,20 %	0,25 %
Verdiestimat	72,25	67,84	63,44	59,03	54,62
Avvik	13,9 %	6,9 %	0,0 %	-7,0 %	-13,9 %

Tabell 38: Sensitivitet tap utlån

Ved normalisert tap på 0,1 prosent, økes verdien av egenkapitalbevisene med 6,9 prosent til 67,84 kroner. Sensitiviteten er som ventet høy, da tap utlån reduserer bunnlinjen direkte.

10.7 Oppsummering sensitivitets analyse

Resultatene fra sensitivitetsanalysen viser at verdien per egenkapitalbevis er svært sensitiv til marginale endringer i variablene diskutert over. Små endringer i avkastningskravet eller budsjettstørrelser kan gi resultater som avviker fra estimatet på 63,44 kroner.

11.0 Monte Carlo-simulering

Sensitivitetsanalysen illustrer bare de isolerte effektene ved å endre en variabel.

Vi ønsker nå å gjennomføre simuleringen ved å endre flere variabler samtidig, ved hjelp av en Monte Carlo-simulering.

Monte Carlo-simulering er en metode som ofte blir benyttet i forbindelse med usikkerhetsanalyser, og kan håndtere matematiske problemer ved å kjøre et antall simuleringer. Metoden likner på historisk simulering, bortsett fra at endringer i fremtidige utfall ikke estimeres av analytiker, men trekkes tilfeldig fra en stokastisk prosess (Rystad, Westgaard og Vestrum, 1998).

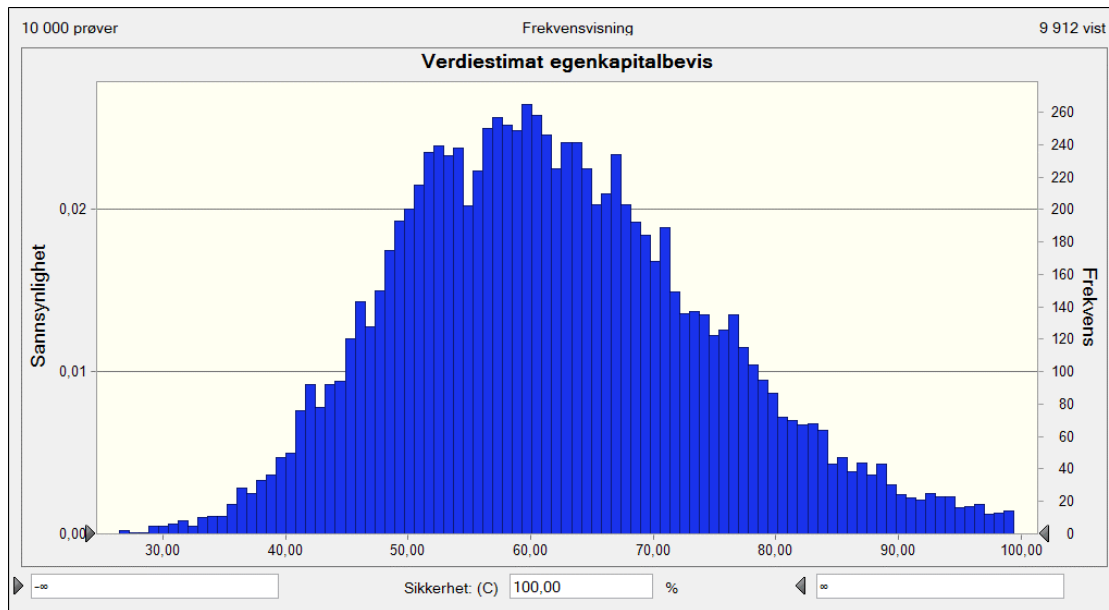
I modellen velges et usikkerhetsområde rundt de ulike stokastiske variablene. Videre simuleres alle mulige kombinasjoner av variablene innenfor mulighetsområdet. Vi definerer de stokastiske variablene som normalt, triangulært eller uniformt fordelt. Normalfordelte variabler vil ha forventningsverdi lik basisverdi og et tilhørende standardavvik. Variablene som er uniformt fordelt vil påvirke intervallet fra en minimumsverdi til maksimumsverdi. Videre vil de triangulære variablene være vektet mot basistilfellet, med tilhørende minimum- og maksimumsverdi. Ulempen med metoden er at det må brukes en del ressurser på å finne fornuftige stokastiske prosesser på de ulike variablene, samt korrelasjonen mellom disse (Rystad, Westgaard og Vestrum, 1998). Det er også en utfordring i form av at variablene kan manipuleres, fordi analytikerne selv velger sannsynlighetsfordelingen. Hele simuleringen gjennomføres i EXCEL i programmet Oracal Crystal Ball.

T= triangulærfordelt, N=normalfordelt, U= uniformt fordelt

Drivere	Fordeling
Risikofri rente	T 0,01 ;0,02 ;0,035
Beta	N ; 0,49 ;0,06
Markedetsrisikopremie	T 0,03, 0,05, 0,06
Likviditetspremie	U 0,02 ;0,04
Vekst netto renteinntekter	N 1,6% ; 0,8%
Tap utlån	N 0,15% ; 0,07%

Tabell 39: Sannsynlighetsfordeling til stokastiske variabler

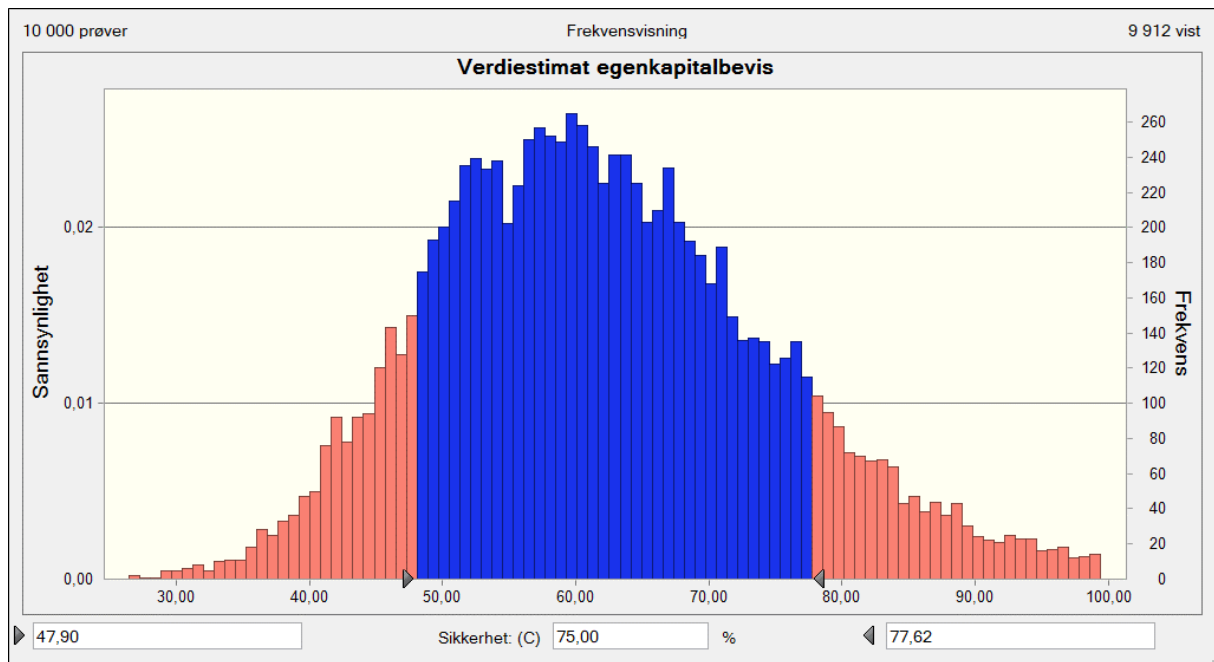
Vi har gjennomført 10 000 treknninger, dette for å sikre et tilstrekkelig antall kombinasjoner. Det er viktig å poengtere at resultatene fra simuleringen er basert på kvalifiserte skjønsmessige input-verdier. Dette fører til at resultatene ikke vil gi eksakte svar på problemstillingen i oppgaven, men vil bidra med å gi informasjon om hvilke variabler det er knyttet størst usikkerhet rundt, og hvilke som påvirker verdiestimatet mest. Monte Carlo-simuleringen vil også bidra til å besvare hvilken sannsynlighet ulike typer avvik i verdiestimatet vil ha. Knivsflå (2019) poengterer også at det vil finnes samvariasjon mellom ulike variabler i modellen. Det argumenteres for eksempel for at vekst i driftsinntekter og markedets risikopremie i mange tilfeller korrelerer. Dette begrunner Knivsflå med at høyere vekst ofte gir høyere krav. Vi har ikke tatt hensyn til korrelasjon i simuleringen, på bakgrunn av at det er vanskelig å finne et velbegrunnet estimat på korrelasjonskoeffisienten. Etter 10 000 simuleringen fikk vi følgende resultat:



Figur 34: Verdiestimat 100 prosent sannsynlighet

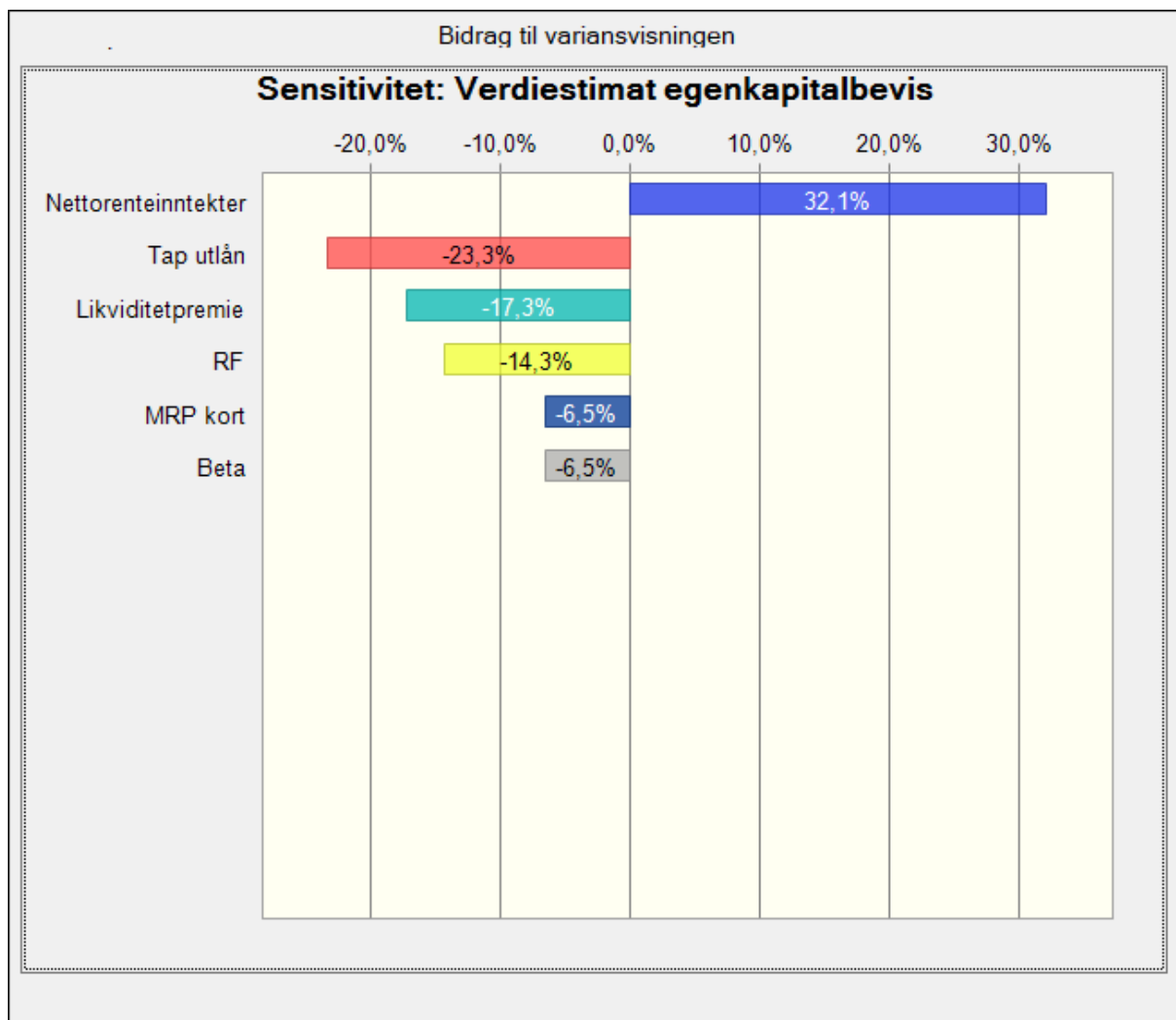
Viktige statistikk.	
Prøver	10 000
Basistilfelle	63,44
Gjennomsnitt	62,32
Median	61,06
Minimum	26,40
Maksimum	128,19
Standardavvik	13,26
Varianskoeffisient	0,2128

Tabell 40: Resultater av Monte Carlo simuleringen



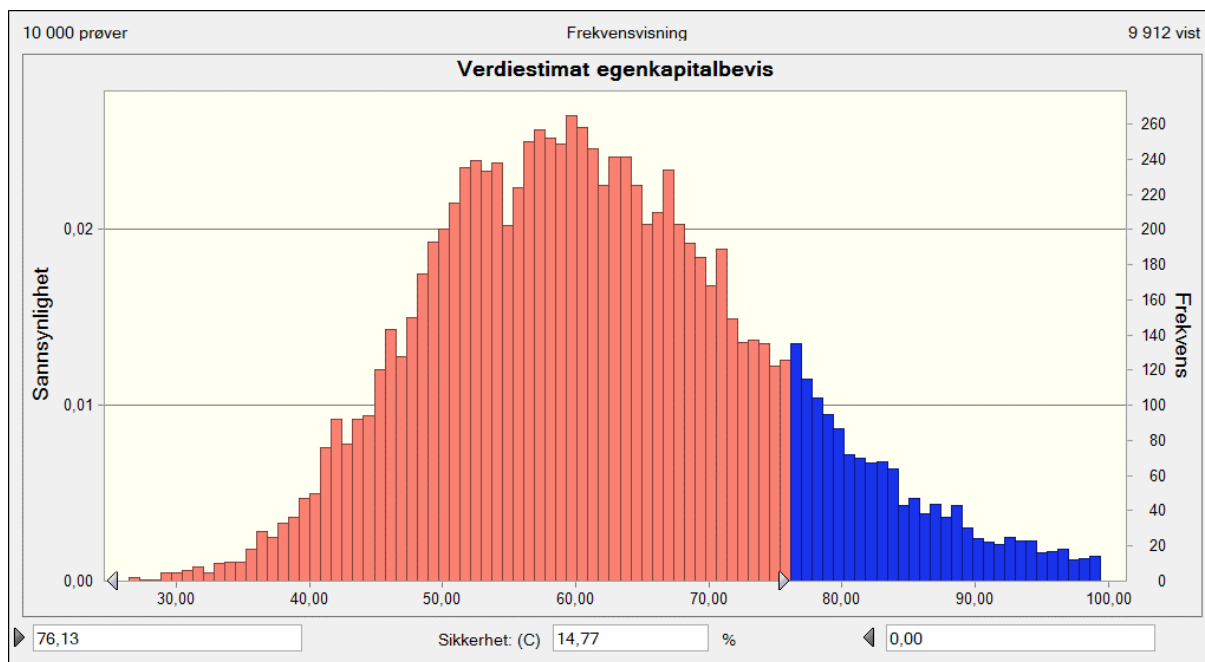
Figur 35: Verdiestimat 75 prosent sannsynlighet

Resultatene fra Monte Carlo-simuleringen gir oss et intervall mellom 26 og 128 kroner per egenkapitalbevis. Ytterpunktene representerer ekstremverdiene i simuleringen, og dermed anser vi disse verdiene som lite sannsynlige. Prisen på egenkapitalbevisene ligger med 75 prosent sannsynlighet innenfor et intervall på 47,9- 77,6 kroner i henhold til analysene. Gjennomsnittsverdien er 62,32 kroner og medianen er 61,01 kroner, noe som er lavere enn basisverdien fra den fundamentale verdsettelsen. Videre kan dette komme av at inputverdiene i simuleringen er basert på vårt syn, og dermed eksisterer det en mulighet for at vi har valgt for store eller for små sannsynlighetsintervaller for variablene. Samtidig er det ønskelig å belyse hele mulighetsområdet for verdien av egenkapitalbevisene, og hvilken usikkerhet som finnes i anslagene. Vi har under fremstilt et diagram som viser de ulike variablenes bidrag til resultatet.



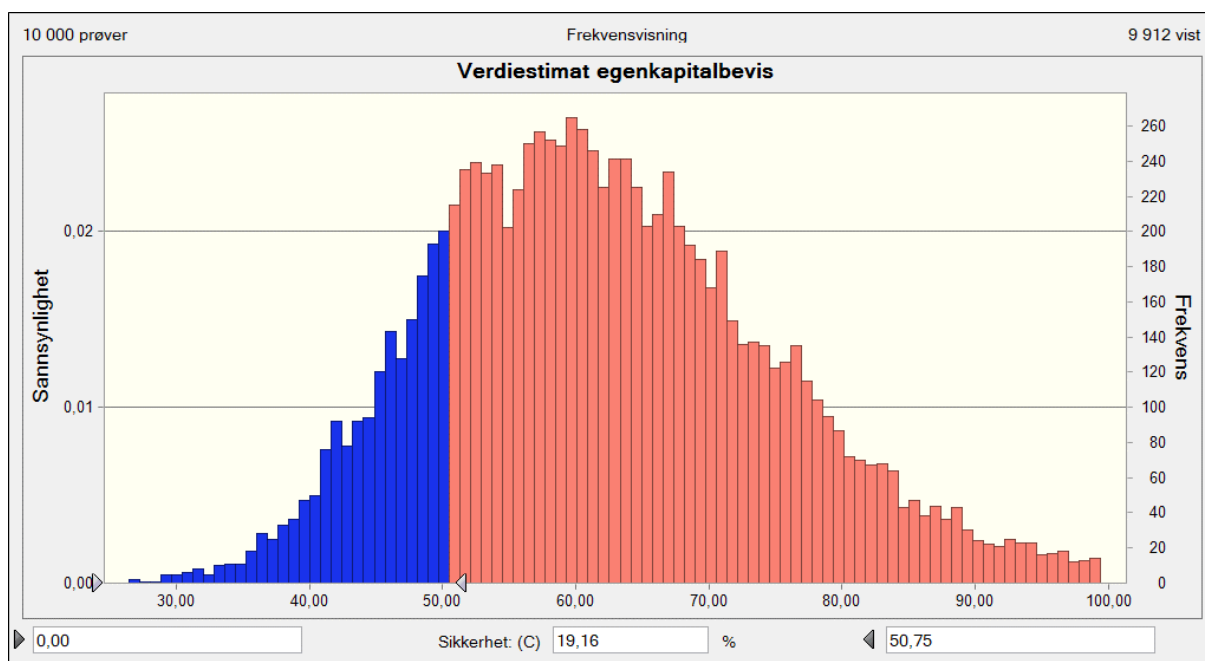
Figur 36: Oversikt over bidrag til varians i verdiestimatet

Resultatene fra figuren over viser hvilke variabler som har størst påvirkningskraft til verdiestimatet per egenkapitalbevis. Det er netto renteinntekter som står for den største delen av variasjonen. Videre ser vi at en positiv endring for variablene vil bidra til høyere verdiestimat. Kostnadsposter eller variabler i avkastningskravet vil ha motsatt effekt for verdiestimatet. Dette stemmer godt overens med resultatene vi fikk under sensitivitetsanalysen. Fra et investorsyn anser vi det som relevant å se på oppsidepotensialet og nedsiderisikoen. Knivsfå (2019) anbefaler å beregne oppsidepotensialet som 120 prosent av basisverdi, og nedsiderisikoen som 80 prosent. Vi anser denne anbefalingen som rimelig.



Figur 37: Oppsidepotensialet i simuleringene

Vi ser at det er 14,7 prosent sannsynlighet for at prisen på egenkapitalbevisene er over 76,13 kroner.



Figur 38: Nedsiderisiko i simuleringene

Det er 19,16 prosent sannsynlighet for at verdien på egenkapitalbevisene er priset under 50,75 kroner. Videre ser vi at nedsiderisikoen er høyere enn oppsidepotensialet – med andre ord er utvalget noe skjevt fordelt til tross for at dette kan anses som minimalt.

11.1 Oppsummering Monte Carlo-simulering

Monte Carlo-simuleringen har gitt oss en bedre forståelse av usikkerheten i estimatene. Resultatet gir indikasjoner på at verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen er rimelig, men noe høy i forhold til gjennomsnittet og medianen. Det har blitt bekreftet at netto renteinntekter er faktoren som bidrar til størst variasjon i verdiestimatet, og at marginale endringer i avkastningskravet vil ha stor betydning for verdien av egenkapitalbevisene til Sparebanken Vest. Standardavviket for simuleringen er rundt 20%, noe som forklarer at estimatene er rimelig usikre. Det er til slutt viktig å poengtere at resultatene bærer preg av subjektive skjønnsmessige vurderinger.

12.0 Konklusjon og handlingsstrategi

Problemstillingen som skulle besvares i denne masteroppgaven var; Hva er markedsverdien til Sparebanken Vest sine egenkapitalbevis per 31.12.2018.

Vi har i løpet av oppgaven studert og analysert Sparebanken Vest internt og eksternt. Det er mange faktorer som har bidratt til det endelige verdiestimatet. Vi har gjennomført en grundig strategisk analyse, samt regnskapsanalyse, for til slutt å estimere verdien ved hjelp av fremtidige kontantstrømmer til egenkapitalen diskontert på et beregnet avkastningskrav.

Det ble gjennomført en sensitivitetsanalyse og Monte Carlo-simulering på verdiestimatet fra den fundamentale verdivurderingen. Analysene fastslo at estimatet er sensitivt for marginale endringer i budsjettstørrelser og ulike variabler i avkastningskravet. Virkelig verdi per egenkapitalbevis per 28.12.2018 var 53 kroner, og verdiestimatet beregnet fra den fundamentale analysen ga en verdi på 63,44 kroner. Fra den komparative verdsettelsen beregnet multiplene P/B til 52,58 og P/E 58,3 kroner. Disse størrelsene tilsier usikkerhet i verdiestimatet, samt at det potensielt sett er litt høyt. Vi anbefaler en buy-strategi for egenkapitalbevisene til Sparebanken Vest.

13.0 Kilder

Litteratur:

Barney, Jay B. (2007). *Gaining and sustaining competitive advantage*. 3. utg. Pearson Education Inc. New Jersey.

Damodaran, Aswath. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, University Edition. Wiley

Gjesdal, Frøystein. og Johnsen, Tore. (1999). *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Cappelen akademiske forlag

Johnson, Gerry., Whittington, Richard., & Scholes, Kevan. (2012). *Fundamentals of Strategy* (2. utg.). Harlow; Pearson.

Kristoffersen, Trond. (2016). *Årsregnskap- en grunnleggende innføring*. Utg 5. Fagbokforlaget.

Kaldestad, Yngve., & Møller, Bjarne. (2016). *Verdivurdering: teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper* (2. utg.). Fagbokforlaget

Koller, T., Goedhart, M. og Wessels., D., (2010). *Valuation*. 5rd ed. New Jersey: John Wiley & Sons, inc. http://elibrary.bsu.az/books_200/N_1.pdf

Løwendahl, Bente R., Wenstøp, Fred E., Fjeldstad, Øystein. D., Kvålshaugen, Ragnhild., Lunnan, Randi., (2010). *Grunnbok i Strategi* (3. utg.). Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.

Massari, Mario. Gianfrate, Gianfranco. Zanetti, Laura. (2014). *The valuation of financial companies: Tools and techniques to value banks, insurance companies and other financial companies*. Wiley

Penman, S. (2012). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (5. utg.). McGraw Hill-Professional

Ross, Gøran. Krogh, Georg Von. Roos, Johan. Fernstrøm, Lisa. (2005). Strategi- en innføring. 4 utg. Fagbokforlaget. Bergen

Artikler:

Cloud media i samarbeid med Deloitte. 2018. E24.no.

<https://e24.no/betalt-innhold/bak-tallene/fem-trender-som-endrer-bank-og-finansbransjen/23550196?fbclid=IwAR0xYuYDASA1uabC08bGDvaW6LnVELRvRA6kVIDczR2-m5gnioB5tqSzgc>

Schølberg, Ove. 2008. Finanst teori anvendt i praksis. Magma 2008

<https://www.magma.no/finanst teori-anvendt-i-praksis>

Rystad, Kjell-Magne. Westgaard, Sjur. Vestrum, Geir. 1998. Styring av markedsrisiko i finansielle organisasjoner. Magma. 1998

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

Kinserdal, Finn. Hva blir avkastningskravet og vekstforventninger når rente er lav?. Magma

<https://www.magma.no/hva-blir-avkastningskrav-og-vekstforventninger-nar-renten-er-lav>

Gjesdal, Frøystein. 2012. Valg av verdsettelsesmodell. Magma. 2012

<https://www.magma.no/valg-av-verdsettelsesmodell>

SSB. 2018 stabil utvikling i husholdningens spareing. 2018

<https://www.ssb.no/nasjonalt regnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/stabil-utvikling-i-husholdningens-sparing>

Damodaran, Aswath. 2009. Valuing Financial Service Firms. Stern School of Business, New York.

<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/finfirm09.pdf>

EY. Damodaran, Aswath, 2002. Valuing financial services firms. Stern School of Business, New York.

[https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-valuing-financial-services-firms/\\$FILE/ey-valuing-financial-services-firms.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-valuing-financial-services-firms/$FILE/ey-valuing-financial-services-firms.pdf)

Rapporter

Monique, e og Erlandsen. E. 2014. *Bankens margniner*. Norges Bank

https://www.norges-bank.no/contentassets/7a03b208570347b099e553f17e708f44/aktuell_kommentar_4.pdf?fbclid=IwAR2X2MhCOZVr8UqJPzsExXpQtiSs_7mT4In9STjGpHwZU7y1ozRkyf9nJj4

Konjunkturtedensene med økonomiske utsyn over 2018. SSB.no

https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/_attachment/380156?ts=16958558ee0&fbclid=IwAR0m6D6W5KBXQhKSCRCOuPov5IG1cFJZrb5p_hvBNsiotWZluSKNY115uX0

DnB Markets. 2019. *Økonomiske utsikter*

https://www.dnb.no/portalfront/nedlast/no/markets/analyser-rapporter/norske/okonomiske-utsikter/HR190124.pdf?fbclid=IwAR0JbYIfVizgoAjI60MBEMvC5CNy-epEOQQNRfDAvnhWIX_Pi6_NgJYS0d4

Basel Committee on Banking Supervision. 2006. *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards.*

<https://www.bis.org/publ/bcbs128.pdf>

King, P. og Tarbert, H. (2011). “Basel III- an overview”. Banking and financial services policy report).

https://www.researchgate.net/publication/228202695_Basel_III

Sparebankforening 2004. *Sparebankens sturkturendring 1960-2004*

https://www.sparebankforeningen.no/siteassets/dokumenter/sparebankenes-strukturutvikling-1960---2004.pdf?fbclid=IwAR37Ke61qBvCIUBI-cxt8fmf95_YCIfQNUMWT7OyfvNYDh1LJfXbdBOTygY

Corrigan, Gerald. 1982. *Are Banks Special?*

http://www.bu.edu/econ/files/2012/01/Corrigan-Are-Banks-Special_main-text.pdf?fbclid=IwAR2DD6ucDlxvmTHxt4l8fOPOqdVYyDR4_QxSepqzd9Qtrfeoc3jg4W9WKtU

Norges Bank 2018. Finansiell stabilitet sårbarhet og risiko.

https://static.norges-bank.no/contentassets/1afe861c5f1c43afaf61fb57082e7c7a/fs2018_rapport.pdf?v=11%2F23%2F2018133919&ft=.pdf&fbclid=IwAR1vmlpzMAiCPv-bco18xasmyuEDLAdRtRMKYI98GUmKL_GFiaXNvRG3yAI

Norges Bank. 2019. *Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet.*

https://static.norges-bank.no/contentassets/6398d2e8e1644dc58a4a6a8a33656c6e/ppr_1_19.pdf?v=03%2F21%2F

[2019085837&ft=.pdf&fbclid=IwAR2DD6ucDlxvmTHxt4l8fOPOqdVYyDR4_QxSepqzd9Qtrfeoc3jg4W9WKtU](https://www.norges-bank.no/contentassets/72cd4e2718904fb4a3dc68bab0ff4bf1/bankers_likviditet_og_finansiering.pdf?fbclid=IwAR2DD6ucDlxvmTHxt4l8fOPOqdVYyDR4_QxSepqzd9Qtrfeoc3jg4W9WKtU)

Hoff, Erna. 2011. *Bankers likviditet og finansiering*. Norges Bank.

https://www.norges-bank.no/contentassets/72cd4e2718904fb4a3dc68bab0ff4bf1/bankers_likviditet_og_finansiering.pdf?fbclid=IwAR3pFBraoLOdP2LcT3QGSiuZDBBD7dNbSAS7MZlx5WTQ0jfAOprkbwuW878

Kreutzer, Idra. 2018. Finansnæringen 2018- Banknæring i brytningstid.

<https://www.finansnorge.no/globalassets/presentasjoner/2018/nordea-markets-bankseminar---banknaringen-i-en-brytningstid.pdf?fbclid=IwAR0cFQz-F84DCqfOLhrvAyNOi6hcqmXqHiLdPwJxS-sjehj05GgXXQ92Rw>

PwC. 2018. Risikopremien i det norske markedet. 2018. Hentet 25. April 2019.

<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/PwC-risikopremie-2018.pdf>

Års- og kvartalsrapport Sparebanken Vest, 2008-2018

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

Års- og kvartalsrapport Sparebank 1 SR-Bank 2012-2018

<https://www.sparebank1.no/nb/sr-bank/om-oss/investor/finansiell-info/rapporter.html>

Års- og kvartalsrapport Sparebank Sør 2012-2018

<https://www.sor.no/felles/om-sparebanken-sor/investor/finansiell-rapportering/>

Års- og kvartalsrapport Sparebank 1 SMN 2012-2018

<https://www.sparebank1.no/nb/smn/om-oss/investor/finansiell-info/kvartals-og-arsrapporter.html>

Års- og kvartalsrapport DNB Bank ASA 2012- 2018

<https://www.ir.dnb.no/press-and-reports/financial-reports>

Internettkilder:

Finanstilsynet 2019. *Systemviktige banker*. Hentet 5 april

https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/nyheter/2019/systemviktige-banker/?fbclid=IwAR1vQoq90TRGkzeiYAi5AelcSm75RQ-QSy_nk-27IbmUtT5nZM2yO_ya5pc

Finanstilsynet. 2017. *Likviditet*. Hentet 9 april

https://www.finanstilsynet.no/tema/likviditet/?fbclid=IwAR2DD6ucDlxvmTHxt4l8fOPOqdVYyDR4_QxSepqzd9Qtrfeoc3jg4W9WKtU

Sbanken.no 2019. *Rating*. Hentet 2 april 2019

<https://sbanken.no/IR/IR-english/funding-and-rating/rating/?fbclid=IwAR0cFQz-F84DCqfOLhr-vAyNOi6hcqmXqHiLdPwJxS-sjehj05GgXXQ92Rw>

Statenepensjonkasse.no 2019. Hentet 4 april 2019

<https://www.spk.no/Boliglan/?fbclid=IwAR0cFQz-F84DCqfOLhr-vAyNOi6hcqmXqHiLdPwJxS-sjehj05GgXXQ92Rw>

DNB nyheter. 2019. DNB åpner for Google-pay. Hentet 20 mai 2019

https://www.dnbnyheter.no/dnb/dnb-apner-for-google-pay/?fbclid=IwAR0m6D6W5KBXQhKSCRCOuPov5IG1cFJZrb5p_hvBNsiotWZluSKNY115uX0

Norgesbank. 2016. *Digitale utfordringer i betalingssystemet*. Hentet 31 mars 2019

<https://www.norges-bank.no/aktuelt/nyheter-og-hendelser/Foredrag-og-taler/2016/2016-06-09-Digitaliseringskonferanse/?fbclid=IwAR0X5WhePy--fw2u0z7KzI7hpViXZUKtljRj4mrD9gBPXh2OKN51WdvKovU>

Moe, Sigrid. 2018. *Eksperter ening om bankenes fremtid: Tror bankene vil tilby helt nye tjenester*. Hentet 31 mars 2019.

https://e24.no/digital/bank/eksperter-enige-om-bankenes-fremtid-tror-bankene-vil-tilby-helt-nye-tjenester/24193153?fbclid=IwAR2oebJGE3oAigNukZOa9VPaTehkI_yCM2aoByxGw5EpGxhn9OB61gO9Dts

Evensen, Vidar. 2019. Mangel på IT- kompetanse. Vismablogg.no. hentet 30 mars 2019

https://www.visma.no/blogg/nyutdannede-ja-takk/?fbclid=IwAR3U6b1_Zbxd2gqwAyDQ2VhkNxtJvP3GXG7Ds4vtXwFX56A3PXExfVu4MzM

Finanstilsynet. 2019. *Finansielt utsyn*. Hentet 30 mars 2019

https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/pressemeldinger/2018/finansielt-utsyn---desember-2018/?fbclid=IwAR0m6D6W5KBXQhKSCRCOuPov5IG1cFJZrb5p_hvBNsiotWZluSKNY115uX0

Sparebanken vest.no. *Buffer*. Hentet 27 mars 2019.

https://www.spv.no/bedrift/laane-og-finansiere/buffer?fbclid=IwAR1X6sY8gc7mpG_wL2k2QsCLujKc9kbsYgnBwD9UpwTJTZ8BWjBCtBsVvD8

Sparebankvestnyheter. 2018. *Sparebanken Vest går sammen om SMB-satsning med start-up selskapet Folio*. Hentet 27 mars 2019

https://www.spvnyheter.no/teknologi/sparebanken-vest-gar-sammen-om-smb-satsning-med-start-up-selskapet-folio/?fbclid=IwAR2oebJGE3oAigNukZOa9VPaTehkI_yCM2aoByxGw5EpGxhn9OB61gO9Dts

Etikkbankguide.no 2019. *Bankenes detaljerte skåringer*. Hentet 25 mars 2019

https://etiskbankguide.no/media/494722/detaljert-score-alle-banker-2018.pdf?fbclid=IwAR2JvSHS_TseHRO4uvEalLlouyev4WYkGKxxkuik_VeO07wLQIXvxf0ltDE

https://etiskbankguide.no/?fbclid=IwAR1tHGKUUuF9zL5qkC6r8SeObU2toNecwVZMdpMJXCni8_XvYkT-q_BS1_s

NCEFinanceinnovation.no. 2019. Hentet 25 mars 2019

<https://www.financeinnovation.no/about-us?fbclid=IwAR0Izfzwy7J-QwbMB6dAapwYiWGy5vi31OIQFxAwFJh1wcGuSIKWitutng>

DNBNyheter.no. 2017. *Bank er teknologi*. Hentet 24 mars 2019

https://www.dnbnyheter.no/privatokonomi/bank-er-teknologi/?fbclid=IwAR1vmlpzMAiCPv-bco18xasmyuEDLAdRtRMKYI98GUmKL_GFiaXNvRG3yAI

Morningstar. 2016. *P/B*

http://www.morningstar.no/no/glossary/102754/p-b.aspx?fbclid=IwAR0JbYIfVizgoAjiI60MBEMvC5CNy-epEOQQNRfDAvnhWIX_Pi6_NgJYS0d4

Hordalandfylkeskommune.no. 2019. *Forventer låg befolkningsvekst i Hordaland*. Hentet 23 mars 2019

https://www.hordaland.no/nn-NO/nyheitsarkiv/2018/forventar-lag-befolkningsvekst-i-hordaland/?fbclid=IwAR2_uRrc_u1PnWne2xnIc9yQQjJs_C1HPWK7T2S-HxR4nECuTuh2nWD03iQ

Rogalandfylkeskommune.no. 2019. *Befolkningsutvikling*. Hentet 22 mars 2019

https://www.rogalandstatistikk.no/statistikk/e10a76c4-1fd0-4982-9d00-0a3f7e98e7ad?fbclid=IwAR0m6D6W5KBXQhKSCRCOuPov5IG1cFJZrb5p_hvBNsiotWZluSKNY115uX0

Sparebanken Vest. 2019. *Vestlandsindeks*. Hentet 22 mars 2019

https://www.spv.no/om-oss/b%C3%A6rekraft/vestlandsindeks?fbclid=IwAR1vQoq90TRGkzeiYAi5AelcSm75RQ-QSy_nk-27IbmUtT5nZM2yO_ya5pc

SSB.no. 2018. *Lavere befolkningsvekst framover*. Hentet 21 mars 2019

https://www.ssb.no/befolkning/artikler-og-publikasjoner/lavere-befolkningsvekst-framover?fbclid=IwAR0JbYIfVizgoAjI60MBEMvC5CNY-epEOQQNRfDAvnhWIX_Pi6_NgJYS0d4

Norgesbank.no. 2019. *Endring i styringsrenten*. Hentet 21 mars 2019

<https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/Styringsrenten-Oversikt-over-rentemoter-og-endringer-i-styringsrenten-/?fbclid=IwAR0X5WhePy--fw2u0z7KzI7hpViXZUKtljRj4mrD9gBPXh2OKN51WdvKovU>

Regjeringen.no. 2019. *God vekst i Norsk økonomi*. Hentet 20 mars 2019

<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/oppdaterte-anslag-for-norsk-okonomi/id2632916/?fbclid=IwAR1D7pQB0lpN70HqUKtbfG7ebctd6Ui6c3xpD7zQsQCcAlLsCi1EsxZx0Pg>

Regjeringen.no. 2016. *Forskrift om krav til nye utlån med pant i bolig (boliglånsforskriften)*. Hentet 19 mars 2019.

https://www.regjeringen.no/no/dokument/dep/fin/lover_regler/forskrifter/2016/forskrift-om-krav-til-nye-utlan-med-pant-i-bolig-boliglansforskriften/id2523973/?fbclid=IwAR1OD0qxxwnBvBc6xZi6FmEgbf-KZZKtBmJV9hOMrZLNZz--ncqxMtkoETY

Bt.no. 2019. *Tjente en halv milliard på tre måneder – nå åpner de ny bank*. Hentet 15 mars 2019

https://www.bt.no/nyheter/okonomi/i/wPnMzd/Tjente-en-halv-milliard-pa-tre-maneder--na-apner-de-ny-bank?fbclid=IwAR2_uRrc_u1PnWne2xnIc9yQQjJs_C1HPWK7T2S-HxR4nECuTuh2nWD03iQ

Compello.com. 2018. *PSD2 (Payments Services Directive 2)* Hentet 15 mars 2019

<https://www.compello.com/no/ordbok/hva-er-psd2/?fbclid=IwAR38aNmNJaf-V7oho1YwKJT6B1uiGGQecJ3ZUyP-i0D-gRk8nHs-rmvBRqM>

Finans Norge. 2019. *Regionbanker ikke systemviktige*. 25 mai 2019

<https://www.finansnorge.no/aktuelt/nyheter/2019/05/regionbankene-ikke-systemviktige/?fbclid=IwAR1bC-mJi7nfA64U9VpDOeElZUlopV4w-OJvYaaKpXYH2iCIveB78tiBGvs>

Amundsen, Bård. 2018. *Hvor mye skatt betaler vi i Norge?*. Forskning.no. Hentet 2 mars 2019.

<https://forskning.no/samfunnsokonomi-ny-samfunnskunnskap/hvor-mye-skatt-betaler-vi-i-norge/268353?fbclid=IwAR0yO8hdDyIUYCTUTQR-X6IhfhICnRWnC3CiAifwmY2kLatg4gZpxkxWn74>

Sparebankenvest.no. 2019. *Bankens historie*. Hentet 3 mars 2019.

<https://www.spv.no/om-oss/om-banken/historikk?fbclid=IwAR0Izfzwy7J-QwbMB6dAapwYiWGy5vi31OIQFxAwFJh1wcGuSikWitutng>

Regjeringen.no 2006. Hentet 27 februar 2019

https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/otprp-nr-66-2005-2006-/id132930/sec8?fbclid=IwAR2_uRrc_u1PnWne2xnIc9yQQjJs_C1HPWK7T2S-HxR4nECuTuh2nWD03iQ

Finanstilsynet.no. 2016. *Kapitaldekning*. Hentet 22 mars 2019

https://www.finanstilsynet.no/tema/kapitaldekning/?fbclid=IwAR2yEQxMrl9kVDN6Sfq9h4qIgemYDdeSVzpnqhDSPwrjCt_8zTBY4WJym-Q

Sparebankforeningen. 2018. Hentet 3 februar

https://www.sparebankforeningen.no/banker-og-stiftelser/antall-sparebanker/?fbclid=IwAR1X6sY8gc7mpG_wL2k2QsCLujKc9kbsYgnBwD9UpwTJTZ8BWjBCtBsVvD8

Strøm, Karl O. 2017. *Investere i egenkapitalbevis*. Paretosecurities.no. hentet 04 mars 2019.

https://www.paretosec.no/aktuelt?itemId=Aktuelt%3A279&fbclid=IwAR049IWOKQCmaMJH0lkBRQtYtmBqSLIYkbYg_bOfpOYBeQCwU84AUP8fmeI

Damodaran, Aswath. Damodaran Online: Hjemmeside for Aswath Damodaran.

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar> Hentet: 02.02.19-20.05.19

Evensen, Vidar. 2018. Mangel på IT-kompetanse. Visma.no hentet 25 februar 2019

https://www.visma.no/blogg/nyutdannede-ja-takk/?fbclid=IwAR2v2kYeyE23_ISKVVC7Wm3jgYnkcrtGC-rYcYWSH4FRVmf_FM6cRbz8Co

Melkevik, Kjetil. 2018 ultralikvide banker med illikvide bevis. Dn.no. Hentet 30 april 2019

<https://holbergfondene.no/assets/Gjestegrafer/Gjestegraf-261118.pdf>

Moe, Sigrid. 2018. *Hele konkurransebildet er i endring*. E24.no. hentet 03 mars 2019

https://e24.no/digital/bank/sparebanker-satser-nasjonalt-hele-konkurransesbildet-er-i-endring/24155728?fbclid=IwAR3nplZHRa_BFKuKFqhVffl7PBs9XYQT_E4PVrsyOCjwmo7mM0dQ854onBQ

MSCI.com

<https://www.msci.com/world>

BYU library, 2019. *Bloomberg Guide: Beta*.

http://guides.lib.byu.edu/c.php?g=216390&p=1428678&fbclid=IwAR1tHGKUUuF9zL5qkC6r8SeObU2toNecwVZMdpMJXCni8_XvYkT-q_BS1_s

Regjeringen.no. Ingen endringer i kriteriene for identifisering av systemviktige banker: Hentet 24 mai 2019

<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/ingen-endringer-i-kriteriene-for-identifisering-av-systemviktige-banker/id2646014/>

Oslo Børs hentet 02 februar 2019. Hentet 27 mars 2019

<https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/SVEG.OSE/overview>

Kinserdal, Finn. 2018. Beregner du beta feil?. Kapital.no hentet 28 april 2019

<https://kapital.no/investor/2018/09/beregner-du-beta-feil>

SSB.no hentet 22 februar 2019

<https://www.ssb.no/380165/makrookonomiske-hovedstorrelser-2009-2022.regnskap-og-prognoser.prosentvis-endring-fra-aret-for-der-ikke-annet-framgar>

<https://www.ssb.no/bank-og-finansmarked/statistikker/orbofbm/maaned/2015-05-15>

Finansportalene 2019. Hentet 28 april 2019

https://www.finansportalen.no/bank/bankinnskudd/?fbclid=IwAR0GR2C_tkLAJ_10C3M5RV_14kp3xmz02qbXs3lk_B8JQN5HtCAP4boT2zM

Kenton, Will. 2018. *A+/A1*.

<https://www.investopedia.com/terms/a/a-a1.asp>

EiendomNorge. 2019.

http://eiendomnorge.no/boligprisstatistikken/?fbclid=IwAR3nplZHRa_BFKuKFqhVffl7PBs9XYQT_E4PVrsyOCjwmo7mM0dQ854onBQ#nokkeltall

FinansNorge. 2018. *Lønnsvekst i bank og finans*

https://www.finansnorge.no/aktuelt/nyheter/2018/02/lonnsvekst-i-bank-og-finans/?fbclid=IwAR2mwXy5m7Pckqm7IoHGJg320vZ0IFbPWOjsnUicXga_0f7egjbgcv72YDg

Skattetaten. 2017. *Finansskatt*

https://www.skatteetaten.no/bedrift-og-organisasjon/rapportering-og-bransjer/finansskatt/?fbclid=IwAR3U6b1_Zbxd2gqwAyDQ2VhkNxtJvP3GXG7Ds4vtXwFX56A3PXExfVu4MzM

(Finansdepartementet, 2010) *Statsbudsjettet 2010*. Hentet 4 april 2019

https://www.statsbudsjettet.no/Statsbudsjettet-2010/Dokumenter/html/Meld-St-1/3-Den-ekonomiske-politikken/34-Pengepolitikk-og-finansiell-stabilitet/?fbclid=IwAR1vmlpzMAiCPv-bco18xasmyUEDLAdRtRMKYI98GUmKL_GFiaXNvRG3yAI

Norgesbank.no. 2019. *Statsobligasjoner årsgjennomsnitt*. Hentet 1 april

<https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>

Moe, Sigrid H. Gunnes. Nina. 2019. *Lønnsvekst 2,8%*. ssb.no hentet 5 mai 2019.

<https://www.ssb.no/arbeid-og-lonn/artikler-og-publikasjoner/lonnsvekst-pa-2-8-prosent?fbclid=IwAR2Db01ppjdKwwiMUNVckLnRtRmxZ18RzT-HxSHJ2VJ3kstdTm1fjwfYvdo>

Forelesninger

Kinserdal (2017): Forelesning ved Finn Kinserdal i faget BUS 425 Verdsettelse og Regnskapsanalyse. NHH høsten 2017.

Kinserdal, F., 2017. Forelesning – Finansregnskap og omgruppering. Bergen: NHH

Kinserdal, F., 2017. Forelesning –Ulike verdsettelses metoder. Bergen: NHH

Kinserdal, F., 2017. Forelesning – GRS oversikt skjønsmessige poster for normalisering. Bergen: NHH

Kinserdal, F., 2017. Forelesning –Normalisering av historisk resultat. Bergen: NHH

Kinserdal, F., 2017. Forelesning – Historisk resultatet. Bergen: NHH

Kinserdal, F., 2017. Forelesning – Strategisk analyse. Bergen: NHH

Kinserdal, F., 2017. Forelesning – Forecasting og budsjettering. Bergen: NHH

Kinserdal, F., 2017. Forelesning –Kokebok i verdsettelse. Bergen: NHH

Kinserdal, F., 2017. Forelesning –Avkastningskrav. Bergen: NHH

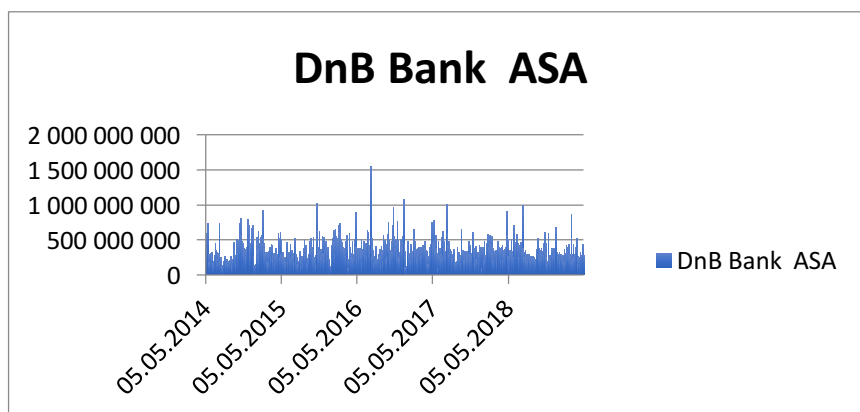
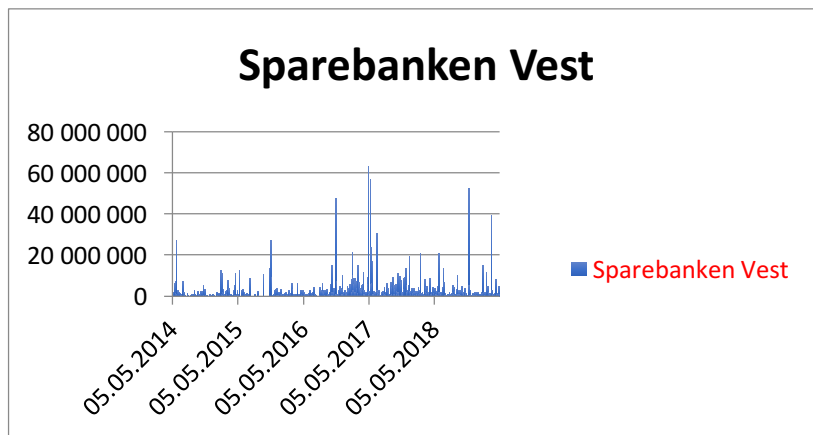
Knivsflå, K. H. (2019) Forelesninger ved Kjell Henry Knivsflå i faget BUS 440A

Verdivurdering med regnskapsanalyse. NHH våren 2019. Hentet fra

<http://course.nhh.no/master/BUS440/>

Vedlegg

Vedlegg 1.



Omsetningsvolum Sparebanken Vest, DNB Bank ASA.

Tabeller

Tabell 1 :Resultat Bransjeanalyse

Tabell 2: Resultat VIRO-analyse

Tabell 3: Resultatregnskap

Tabell 4: Balanse

Tabell 5: Balanse

Tabell 6: Finansielle instrumenter

Tabell 7: Netto valuta

Tabell 8: Unormale tap utlån

Tabell 9: Justering av normalt tap utlån

Tabell 10: Justering av pensjon

Tabell 11: Engangsposter

Tabell 12: Normalisert resultatet

Tabell 13: LCR

Tabell 14: Endring brutto utlån og innskudd

Tabell 15: Bankens utlånsportefølje

Tabell 16: Intern kredittkvalitet bedriftsportefølje

Tabell 17: Intern kredittkvalitet privatportefølje

Tabell 18: Intern kredittkvalitet totalportefølje

Tabell 19: Egenkapitalandel

Tabell 20: SSB anslag

Tabell 21: Resultatvekstanalyse

Tabell 22: normalisert egenkapitalvekst

Tabell 23: Vekst i Brutto utlån og forvaltningskapital

Tabell 24. Vekst i innskudd

Tabell 25: Sparebank Vest fremtidsbudsjett

Tabell 26: Beregning av fremtidig egenkapitalvekst

Tabell 27: Beregning av kontantstrømmer
Tabell 28: Beregning av nåverdi og verdiestimat
Tabell 29: P/B regionale banker.
Tabell 30: P/B lokale banker
Tabell 31: P/E regionale banker
Tabell 32: P/E lokale banker
Tabell 33: Sensitivitet risiko fri rente
Tabell 34: Sensitivitet Beta
Tabell 35: Sensitivitet MRP
Tabell 36: Sensitivitet Likviditetspremie
Tabell 37: Sensitivitet Netto rente- og kredittinntekter
Tabell 38: Sensitivitet tap utlån
Tabell 39: Sannsynlighetsfordeling til stokastiske variabler
Tabell 40: Resultater av Monte Carlo simuleringen

Figurer:

Figur 1: Markedsandeler utlån (Norges Bank, 2019)
Figur 2: Antall sparebanker (Sparebankforeningen)
Figur 3: Strukturoversikt med fokus på sparebanker
Figur 4: Beregningsgrunnlag Basel II
Figur 5: Organisasjonskart (Sparebanken Vest, årsrapport 2019)
Figur 6: Kursutvikling SVEG (Oslo børs, 2019)
Figur 7: Rammeverk for strategisk analyse(Knivsflå, 2019)
Figur 8: Pris og lønnsvekst.
Figur 9: Kvartalsending befolkning
Figur 10: Utvikling i arbeidsledighet
Figur 11: Rangering av bankers retningslinjer, krav og policydokumenter knyttet til etikk og miljø. (etisk bankguide)
Figur 12: Porters fem konkurransekrefter
Figur 13: Finansieringsstruktur for norske banker
Figur: 14 Komponenter for total kapitalen
Figur 15: EPSI, kundetilfredshet privat- og bedriftsmarked
Figur 16: SWOT-analyse

Figur 17: Omgruppering av balansen.

Figur 18: Prosessen i forholdstallsanalysen

Figur 19: LCR

Figur 20: Vekst brutto utlån

Figur 21: Innskuddsgrad

Figur 22: Kapitaldekning

Figur 23: Kjernekapitaldekning

Figur 24: Andel brutto utlån i privat i forhold til bedriftsmarkedet.

Figur 25: Tapavsetningsnivå

Figur 26: Netto tapsnivå

Figur 27: Egenkapitalavkastning i innenlands banksektor.

Figur 28: Egenkapitalrentabilitet

Figur 29: Rentenetto i % av gjennomsnittlig forvaltningskapital

Figur 30: Innskudds.-og Utlånsmarginer privatmarked

Figur 31: Innskudds.-og Utlånsmarginer bedriftsmarked

Figur 32: Provisjon- og andre inntekter i % av gjennomsnittlig forvaltningskapital

Figur 33: Kostnader per inntektskrone

Figur 34: Verdiestimat 100% sannsynlighet

Figur 35: Verdiestimat 75% sannsynlighet

Figur 36: Oversikt over bidrag til variansen i verdiestimatet

Figur 37: Oppsidepotensialet

Figur 38: Nedsiderisiko

