

STRATEGISK ANALYSE OG VÆRDIANSÆTTELSE AF BRFKREDIT A/S

Muligt opkøbsemne

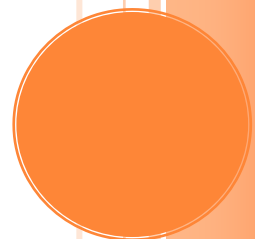
Af: Steffen Aagaard

04-05-2009

Vejleder: Palle Nierhoff

Copenhagen Business School – Institut for Finansiering

Opgave nr.: 1



INDLEDNING.....	6
PROBLEMFORMULERING.....	7
AFGRÆNSNINGER.....	8
METODE OG MODELVALG.....	9
STRATEGISK ANALYSE	9
REGNSKABSANALYSE.....	10
VÆRDIANSÆTTELSEN	11
BRFKREDIT A/S	12
HISTORIE	12
DANSK REALKREDIT	14
KONKURRENTER	16
STRATEGISK ANALYSE.....	17
MARKEDER.....	17
MÅL I BRFKREDIT	17
INTERESSENTANALYSE	18
INTERN ANALYSE	20
<i>Porters værdikædeanalyse</i>	<i>20</i>
<i>Analyse af ressourcer.....</i>	<i>24</i>
EKSTERN ANALYSE	26
<i>PEST-analyse</i>	<i>26</i>
<i>Konkurrenceeffektiviteten.....</i>	<i>32</i>
SWOT-ANALYSE	36
<i>Interne forhold.....</i>	<i>37</i>
<i>Eksterne forhold.....</i>	<i>39</i>
<i>Sammenhold af interne og eksterne forhold</i>	<i>40</i>
ÅRSRAPPORT.....	41
MENINGEN MED BANK OG REALKREDIT	41
REGNSKABSANALYSE.....	43
ANVENDT REGNSKABSPRAKSIS	43
HOVEDTAL FOR BRFKREDIT	43
RESULTATOPGØRELSEN	44
<i>Egenkapitalens forrentning (ROE).....</i>	<i>44</i>
<i>Indtjening pr. omkostningskrone.....</i>	<i>45</i>
<i>Basisindtjening.....</i>	<i>46</i>
BALANCEN	47
<i>Porteføljesammensætning</i>	<i>47</i>
<i>Solvens</i>	<i>48</i>
RENTERISIKO	49

SAMMENFATNING	49
VÆRDIANSÆTTELSE AF BRFKREDIT A/S.....	51
VALG AF VÆRDIANSÆTTELSESMODEL	51
<i>Kapitalværdibaserede modeller</i>	51
<i>Relative værdiansættelsesmodeller</i>	52
<i>Substansmodeller</i>	53
<i>Optionsmodeller</i>	53
RESIDUALINDKOMSTMODELLEN.....	54
<i>Egenkapital i BRFKredit</i>	54
<i>Return on Equity og ejernes afkastkrav</i>	55
VÆKSTUDSIGTER/BUDGETTAL	56
<i>Netto rente- og gebyrindtægter</i>	57
<i>Nettorente indtægter</i>	57
<i>Netto gebyrindtægter</i>	58
<i>Kursreguleringer</i>	60
<i>Personale- og administrationsudgifter</i>	60
<i>Andre indtægter</i>	61
<i>Tab, hensættelser og afskrivninger</i>	61
<i>Skat</i>	62
VÆRDIEN AF BRFKREDIT	62
<i>Følsomhedsanalyse</i>	65
OVERTAGELSES MULIGHEDER.....	68
KONKLUSION	70
LITTERATURLISTE	72
BILAG	74

FIGUROVERSIGT

FIGUR 1: OPBYGNING AF OPGAVEN	9
FIGUR 2: EJERSKAB I BRFKREDIT KONCERNEN.	13
FIGUR 3: FORDELING AF MARKEDSANDEL	17
FIGUR 4: INTERNE OG EKSTERNE INTERESSETER I BRFKREDIT	18
FIGUR 5: PORTERS VÆRDIKÆDEANALYSE.....	20
FIGUR 6: HVAD SKAL FIGUREN HEDDE.....	21
FIGUR 7: RESSOURCER I BRFKREDIT.....	26
FIGUR 8: PEST-ANALYSE	26
FIGUR 9: RENTEUDVIKLINGEN MELLEM DKK OG EUR	28
FIGUR 10: FORDELING AF TVANGSAUKTIONER 1993 TIL 2008	29
FIGUR 11: PORTERS FIVE FORCES	33
FIGUR 12: SWOT-ANALYSE.....	37
FIGUR 13: OVERSIGT OVER ET BANKREGNSKAB.....	41
FIGUR 14: PORTEFØLJESAMMENSÆTNING AF UDLÅNSMASSEN	47

TABELOVERSIGT

TABEL 1: RATING I BRFKREDIT	15
TABEL 2: TEKNOLOGISK UDVIKLING AF RUTINER	32
TABEL 3: KONKURRENCESITUATIONEN PÅ REALKREDITMARKEDET	33
TABEL 4: FORDELING AF UDLÅN PÅ EJENDOMSKATEGORIER	35
TABEL 5: SAMMENFATTET ÅRSREGNSKAB 2004 TIL 2008.....	43
TABEL 6: SAMMENFATTET BALANCE 2004 TIL 2008.....	44
TABEL 7: EGENKAPITALFORRENTNING (ROE) 2004 TIL 2008	44
TABEL 8: EGENKAPITALFORRENTNING ØVRIGE INSTITUTTER 2004 TIL 2008	45
TABEL 9: INDTJENING PR. OMKOSTNINGSKRONE 2004 TIL 2008	45
TABEL 10: INDTJENING PR. OMKOSTNINGSKRONE ØVRIGE INSTITUTTER 2004 TIL 2008.....	46
TABEL 11: NETTORENTEINDTÆGTER OG BIDRAG 2004 TIL 2008.....	46
TABEL 12: RESTANCEPROCENT 2004 TIL 2008	48
TABEL 13: SOLVENSPROCENT 2004 TIL 2008.....	48
TABEL 14: BETYDNINGEN AF BETA	55
TABEL 15: BETAVÆRDIER I ØVRIGE BANKER.....	56
TABEL 16: NETTORENTEINDTÆGTER OG RENTEMARGINALER 2004 TIL 2008	57
TABEL 17: NETTORENTEINDTÆGTER OG RENTEMARGINALER I BUDGETPERIODEN	58
TABEL 18: NETTOGEBYRINDTÆGTER 2004 TIL 2008	59
TABEL 19: NETTOGEBYRINDTÆGTER I BUDGETPERIODEN	59
TABEL 20: KURSREGULERINGER 2004 TIL 2008	60
TABEL 21: KURSREGULERINGER I BUDGETPERIODEN	60
TABEL 22: PERSONALE- OG ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER 2004 TIL 2008.....	61
TABEL 23: TAB OG NEDSKRIVNINGER FOR FORDRINGER 2004 TIL 2008.....	62
TABEL 24: UDVIKLINGEN I REGNSKABET I BUDGETPERIODEN	63
TABEL 25: VÆRDIANSÆTTELSE AF BRFKREDIT.....	64
TABEL 26: FØLSOMHEDSANALYSE VED ÆNDRING AF OVERSKUD OG KE	65
TABEL 27: VÆRDISAMMENSÆTNING AF RESIDUALINDKOMSTMODELLEN	65
TABEL 28: FORUDSÆTNINGER FOR BULL- OG BEAR-CASE.....	66
TABEL 29: BULL OG BEAR CASE – BETYDNING FOR VÆRDIEN	67

INDLEDNING

Den finansielle sektor befinder sig i en dynamisk periode og de udfordringer sektoren har været mødt af indtil nu, med en "subprime-krise" i Amerika, en generel opbremsning i verdensøkonomien, store fald på kapitalmarkederne og en stigende mistillid mellem de finansielle virksomheder. Historien viser dog at verdensøkonomien fra tid til anden vil komme igennem op- og nedgange – eksempler kan være børskrakket i 1929 på Wallstreet, finanskrisen i Asien i slut 90'erne eller Danmark i slut 80'erne som langt hen ad vejen var udløst af "kartoffelkuren".

Et af de selskaber, som bliver berørt af både opsving og nedgangsperioder i den finansielle sektor, er det danske realkreditselskab BRFkredit. Trods flere finansielle kriser og turbulente år, er selskabet i dag vokset til en af Danmarks større finansielle virksomheder, med rødder mange år tilbage, en position der er kommet gennem mange år på det danske marked. Gennem alle årene har BRFkredit været en uafhængig kreditforening og har ikke haft en stor bank som ejer, som det ses hos bl.a. hos Danske Bank, med deres ejerskab af Realkredit Danmark eller Nordea med deres Nordea Kredit.

Netop på baggrund af denne uafhængighed, kan det skabe problemer for BRFkredit på grund af det manglende distributionsnetværk og den almene retning mod finansielle "supermarkeder" hvor forbrugeren kan handle alt et sted. Vil det derfor være hensigtsmæssigt at lade BRFkredit indgå i en anden bank for at styrke positionen på markedet.

Værdiansættelsen tager udgangspunkt i en strategisk analyse ved hjælp af både mikro- og makroøkonomiske modeller, derefter en analyse af regnskabstal, budgetlægning af fremtiden under forskellige antagelser og endelig estimering af BRFkredits markedsværdi.

Selve det at analysere en bank bringer visse udfordringer med sig, de gængse modeller falder let fra hinanden, da regnskaber ikke nødvendigvis giver den fulde forståelse for sammenhængen mellem drift og finansieringsaktiviteter. Derudover kan der komme uventede tab som i betydelig grad kan reducere de finansielle virksomheders regnskabsmæssige præstationer, yderligere er banker og realkreditselskaber underlagt relative strenge lovmæssige krav og endeligt har banker og kreditforeninger den særegne mulighed at skabe værdi direkte i passivsiden på balancen som følge af forskel i udlån og indlån. Netop disse punkter gør at værdiansættelsen af et realkreditselskab rejser visse problemstillinger.

Det at eftersøge et svar på hvordan den "rigtige" måde at værdiansætte en kreditforening i den gældende litteratur, skaber ikke nødvendigvis et tydeligere billede, de få der har behandlet emnet, har forskellige tilgangsvinkler til emnet, fælles er dog at ingen af dem behandler emnet tilbundsgående og tilbyder tilgange til det at værdiansætte finansielle selskaber herunder BRFkredit.

PROBLEMMFORMULERING

I disse finanskriser er det at kende virksomhedens styrker og svagheder af særlig vigtighed. Endvidere er der igennem krisen set stadig større konsolidering af banker imellem, og en mulighed for BRFkredit også kan gøre brug af.

Denne opgave vil derfor belyse om der er mulige overtagelseskandidater og analysere om der er en plads til selvstændige kreditforeninger.

Hovedspørgsmål:

- **Strategisk analyse og værdiansættelse af BRFkredit, for derigennem at belyse om BRFkredit er moden for overtagelse af en konkurrent.**

Underspørgsmål:

- Hvordan værdiansætter man BRFkredit?
 - Hvilken værdiansættelsesmodel kan anvendes og hvad adskiller sig fra traditionel værdiansættelse?
- Hvilke udefrakommende faktorer påvirker BRFkredit, både samfundsmæssige, branchespecifikke og virksomhedsspecifikke?
- På baggrund af disse faktorer, hvad er BRFkredits fremtids- og vækstudsigter?
- Hvilken estimeret værdi har BRFkredit ud fra den valgte værdiansættelsesmodel?
- Hvem er mulige emner til opkøb af BRFkredit?

AFGRÆNSNINGER

Da BRFkredit er en finansiel virksomhed og ”varerne” på hylden derfor er penge, er dette medvirkende til at skabe forstyrrelser i bl.a. pengestrømsopgørelsen hvorfor denne udeladt i opgaven. Dette forstærkes ligeledes af BRFkredits refinansiering ultimo året, i denne periode udstedes der store mængder obligationer, som først skal ”bruges” i det efterfølgende regnskabsår.

Regnskabsanalysen vil belyse de generelle tildenser i regnskabet med særlig vægt på de seneste årsregnskaber. Der vil derfor ikke blive lavet en dybdegående analyse. Eventuelle reklasifikationer af regnskabsposter vil ligeledes blive behandlet her. Samtidig er alle tal i hele millioner danske kroner, med mindre andet er tydeligt anført.

Eventuel lovgivning på området vil kun blive gennemgået i overordnet form, selvom dette område i forbindelse en virksomhedsovertagelse vil spille en væsentlig rolle. Ligeledes vil vedtægterne i BRFholding og BRFFonden ikke blive gennemgået nærmere, selvom disse vil have en betydelig effekt på virksomhedsovertagelsen.

Al anvendt data vil være offentligt tilgængeligt i form af årsrapporter eller øvrige presse meddelelser fra BRFkredit.

Der vil blive anvendt en værdiansættelse model, dog vil øvrige modeller blive præsenteret på det overordnede teoretiske niveau. Der er valgt en 5-årig regnskabsperiode fra 2004 til 2009, denne periode er valgt da det vurderes at være tilstrækkeligt til at kunne vurdere retningen i de analyserede tal.

Der er foretaget dataindsamling til og med ultimo februar 2009.

METODE OG MODELVALG

Formålet med dette afsnit er at beskrive det overordnet opbygning af opgaven samt at underbygge valget af modeller i de respektive afsnit. Strukturen på opgaven ses herunder efterfølgende vil de enkelte afsnit blive diskuteret.

Henvisninger til teoretisk litteratur, årsregnskaber, artikler og andet er vist med en fodnote og hvis muligt et sidetal, fodnoten er opbygget på følgende måde: efternavn (år for udgivelse-x) – side x, for yderligere information henvises til litteraturlisten til sidst i opgaven.



Figur 1: Opbygning af opgaven

Strategisk analyse

For at anskueliggøre BRFKredits strategiske position på det danske marked er der anvendt en række modeller til analyse at og dokumenter koncernens placering strategisk og udviklingspotentiale. Opbygningen af de strategiske aspekter vil være som følger:

- **Definition af markedet**
- **Mål og strategier**
- **Interessentanalyse**, klarligger hvilke interessenter BRFkredit har og giver mulighed for at analysere hvordan BRFkredits interessenter påvirker hinanden.
- **Intern analyse**, analysen har til formål at belyse BRFkredits styrker og svagheder, udgangspunktet hertil er porters værdikædeanalyse, da den viser hvor og hvordan tilgængelige ressourcer udnyttes, det er imidlertid nødvendigt at tilrette modellen til en finansiell virksomhed. Under "normale" forhold anvendes modellen på produktionsvirksomheder hvor der skabes værdi ved produktionen. Endvidere analyseres BRFkredit ressourcer og sammenfattes.
- **Ekstern analyse**, analysen har til formål ved hjælp af en PEST-analyse at vise de politiske, økonomiske, sociale og teknologiske faktorer der har en indvirkning på BRFkredit. Særligt ved klarlægningen af eventuelle overtagelseskandidater er det vigtigt at kende netop hvordan BRFkredit står og hvor der ligger yderligere muligheder.
- **Konkurrenceeffektiviteten**, Porters Five Forces, anvendes til at klarlægge BRFkredits konkurrencesituation, hvilke adgangsbarrierer der er til markeder, om leverandørstyrke og kunde styrke samt eventuelle substituerende produkter alle faktorer der kan medvirke til at ændringer i omsætningspotentialerne.
- **Sammenfatning via SWOT-analyse**, afslutningsvis anvendes swot-analysen til at opsummerer de forudgående afsnit og vise hvilke muligheder/trusler og stærke/svage sider BRFkredit har.

Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen er opdelt i fire mindre dele,

- Nærmere gennemgang af forskellighederne ved et finansielt regnskab set i forhold til en traditionelt regnskab fra en producerende virksomhed.
- Analyse af BRFkredit rentabilitet ud fra en række nøgletal
- Analyse af balancen, med fokus op porteføljesammensætningen og solvensen
- Gennemgang af rente- og kreditrisiko

Valget af nøgletal er valgt ud fra hvad Finanstilsynet anvender ved gennemgang af finansielle virksomheder, hvor nøgletal som omsætningshastighed, overskudsgrad og lignende er fravalgt. De anvendte nøgletal vil blive gennemgået under afsnittet regnskabsanalyse.

Værdiansættelsen

Igennem starten af dette afsnit præsenteres de generelle værdiansættelsesmodeller inden for de fire overordnet kategorier, efterfølgende præsenteres den model der vil blive anvendt til den endelige værdiansættelse mere dybtgående.

Brugen af en værdiansættelsesmodel kræver en beslutningstagen til en række forudsætninger der anvendes ved den endelig budgettering, igennem et afsnit vil disse forudsætninger på budgettal blive gennemgået og underbygget.

Værdien fundet af værdiansættelsen vil blive diskuteret og sammenlignet med det nuværende niveau for BRFKredit.

BRFKREDIT A/S

Dette afsnit har til formål at give et overblik over BRFkredit igennem tre forskellige dele:

- historie,
- dansk realkredit og
- kort præsentation af konkurrenter

Historie

Den særlige opbygning af dansk realkredit har sine rødder langt tilbage i tiden, første gang realkrediten, eller nærmere forløberen for dansk realkredit, kom til Danmark var i 1797. Baggrunden for at oprette ”kreditkassen for Husejerne i København” var den store brand i København i 1795, branden var opstået på flådens arealer på holmen, som dog hurtigt bredte sig til resten af København. På daværende tidspunkt havde en befolkning på cirka 100.000 personer. Selve branden rasede i to døgn og knap 1.000 huse var nedbrændt, 25.000 personer var fra den ene dag til anden blevet hjemløse og behovet for kapital var enormt. En kapital det daværende brandforsikringsselskab skulle dække. Men da omkostningerne blev vurderet til 4,6 millioner rigsdaler og formuen i brandforsikringsselskabet var på 2 millioner rigsdaler, var der behov for yderligere kapital, da der inden for en kort årrække skulle opføres et stort antal ejendomme.

I de første mange år var der ikke en særlig stor regulering af disse kreditforeninger som var opstået i årene efter storbranden. Den første rigtige regulering af dansk realkredit kom i 1850, hvorefter ”rigtige” kreditforeninger blev etableret. I årene derefter førte realkreditinstitutterne en relativ stille – næsten anonym – tilværelse.

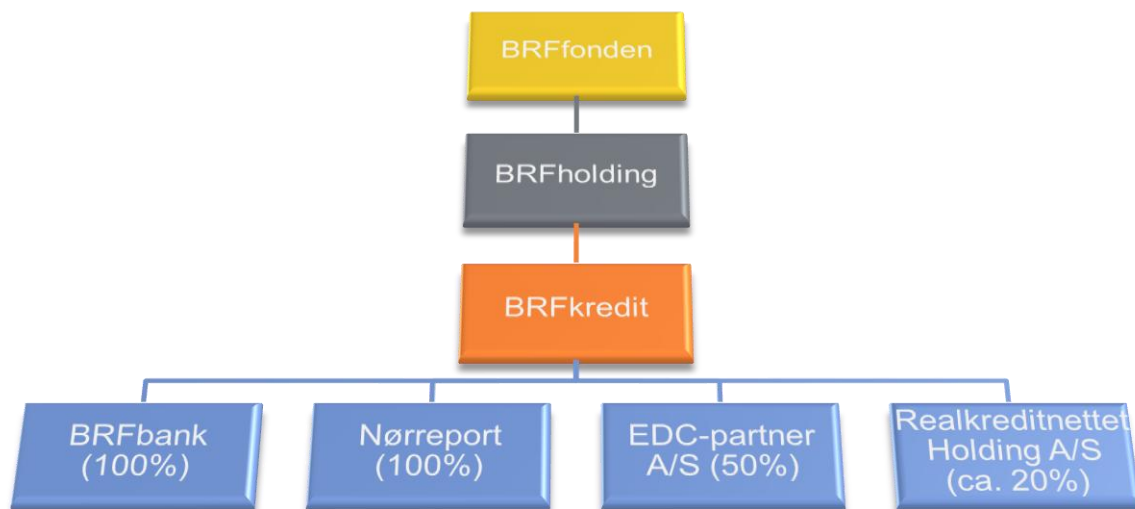
Men i 1980’erne, hvor boligmarkedet boomed og arbejdsløsheden faldt, var det begyndt at gå stærkt, ejendomspriserne steg markant, samtidig med at realkrediten fik mulighed for at tilbyde belåning op til 80 pct. af ejendomsværdien, hvor det tidligere kun havde været muligt at tilbyde 40 pct. belåning, dette var realkrediten ikke sene til at se, og en uset hård konkurrence begyndte. Hvilket førte til sager om massiv overbelåning, meget store underskud og de ene avisartikel efter den anden.

Det var blevet klart for enhver at gode tider ikke varer ved. Økonomien så en hård opbremsning i slut 80’erne og start 90’erne, som følge af forskellige samfundsøkonomiske stramninger, sammen med store fald i ejendomspriserne, nogle steder faldt priserne med op imod 25-30 procent i løbet af nogle få år. Dette resulterede i store tab for realkreditsektoren som betød at ellers store og – udadtil – stabile selskaber kom i alvorlige økonomiske vanskeligheder, særligt i de sidste år af 1980’erne og starten af 1990’erne.

En anden væsentlig ændring var realkreditloven som blev ændret december 1989, dette var yderligere med til at skærpe konkurrencen blandt institutterne, idet behovskriteriet blev ophævet og pengeinstitutter fik mulighed for at oprette realkreditinstitutter.

Samtidig var det muligt for sektoren at ændre måden hvorpå realkreditselskaberne var opbygget på, hvilket betød at der ingen for kort tid var alle selskaberne omdannet til aktieselskaber. Samtidig fik banker mulighed for at oprette realkreditselskaber og omvendt fik realkreditten mulighed for at oprette banker, hvilket førte til at der i 1995 kom et nyt medlem til BRFkredit familien, BRFbank blev oprettet.

Nutidens BRFkredit har sine kernekompetencer inden for at yde realkreditlån og samtidig udstede nye obligationer og sælge disse til investorer. BRFkredit befinder sig på primært på den danske marked, men har dog mindre aktiviteter i Sverige, Tyskland og indtil primo 2009 også i England. Disse aktiviteter må dog alt andet lige anses som ubetydelige og vil ikke blive behandlet særskilt. Selve BRFkredit er ejet af BRFholding som igen ejers af BRFfonden. Nedenfor er vist et overordnet organisationsdiagram tal i () angiver ejerandel:



Figur 2: Ejerskab i BRFkredit koncernen.

BRFfonden har ud over ejerforholdet af BRFholding, ikke nogen selvstændig drift.

BRFholding har ligeledes ikke nogen selvstændig drift ud over ejerforholdet af BRFkredit A/S.

BRFkredit, er koncernens hovedaktiv og selskabet der leveret hovedparten af omsætningen. BRFkredit er et fondsejet uafhængigt realkreditselskab, der tilbyder finansielle løsninger og øvrige ydelser der er tilknyttet til lån i fast ejendom. Der ydes lån til primært privatkunder med fast ejendom, erhvervskunder inden for særlige segmenter og endelig offentligt støttet byggeri hvor BRFkredit har en stor markedsandel. Hovedparten af BRFkredit er beliggende i Kgs. Lyngby lidt uden for København. Der findes

ikke et stort filialnet i landet, da dette varetages af BRFkredits samarbejdspartner EDC. BRFkredit har en egenkapital på cirka 10 milliarder kroner.

BRFbank, oprettet i 1995 og skulle på daværende tidspunkt udelukkende understøtte realkreditvirksomheden ved at udstede pantebrevsgarantier. Eftersølgende er virksomheden dog vokset betragteligt og har i dag et udlån på op i mod 6 milliarder kroner.

Nørreport er et ejendomsselskab hvis primære formål, er at eje og drive de lokaler der ligger i Århus og som understøtter ”erhverv vest”, altså alle erhvervslån beliggende i vest Danmark. Derudover udlejes der til forskellige fremmede selskaber beliggende i samme ejendom.

EDC-partner ejes i lige sameje med EDC-mælgerne. EDC-kæden er en af Danmarks største ejendomsmæglerkæder og igennem disse yders der lån til primært privatkunder. Selskabets primære arbejdsområde er at vedligeholde og udbygge distributionsnet.

Realkredit holding selskabet er stiftet i 2004 og driver den elektroniske platform mellem en række realkreditselskaber, der anvendes til udveksling af data, fx restgæld, forespørgsel på indfrielse og lignende. Selskabet ejes af de deltagende realkreditselskaber. (Realkredit Danmark/Danske Kredit, Nykredit/Totalkredit, DLR-kredit og BRFkredit).

BRFkredit styres i dagligdagen af en bestyrelse bestående af ni personer med advokat Oluf Engell som formand. Den daglige ledelse varetages af to personer med Sven Arne Blomberg i spidsen. Sven Blomberg er ud over at være administrerende direktør også oberst af reserven og har været administrerende direktør i BRFkredit siden 1995.

Dansk realkredit

Som gennemgået tidligere har dansk realkredit mange år på bagen og måden hvorpå der udlånes penge har ikke ændret sig væsentligt. Et realkreditinstitut er i princippet en formidler af adgang til det finansielle marked. Der er på den ene side en person der ønsker at købe et nyt hus, og på den anden siden en investor der ønsker en forrentning af sine penge. Det er her realkreditselskabet træder til, ved udlån til en låntager, udsteder realkreditobligationer der sælges på kapitalmarkederne (fx via Nasdaq OMX, Nordic Exchange Copenhagen (tidligere kendt som Københavns Fondsbørs.)). På denne måde får låntager et gennemskueligt produkt med en kendt rente. Efterhånden som lånet afdrages og der betales rente, holder realkreditselskabet styr på at alle rente og afdrag (udbytte) bliver sendt videre til investoren. Realkreditinstituttet tjener således ikke på selve renten eller afdraget, men på de gebyr der bliver opkrævet ved optagelsen af lånet og på det bidrag låntager betaler til realkreditselskabet for at administrere ordningen. Intet er derfor skjult for investoren og låntageren får ligeledes et let og forståeligt lån.

For at selskaber som BRFkredit kan tilbyde en konkurrencedygtig belåning af fast ejendom, er realkrediten generelt nødsaget til at lade deres virksomhed og kapitalcentre

vurdere af et ratingfirma. På verdens plan findes tre større firmaer nemlig: Standard and Poors, Moodys Investors Service og endelig Fitch Ratings. BRFkredit er rated af Moodys Investor Service¹ og selv firmaet BRFkredit er rated A2 tilbage i 2001, denne rating er fastholdt gennem finanskrisen, med som Moodys kalde det "outlook stable"². Selve kapitalcenterne er ligeledes rate. Kapitalcenterne dækker hvorfra obligationerne udstedes og hvor det enkelte pant (ejendomme) er registeret. Ratingen fremgår her under:

Kapitalcenter	Rating
E	Aa1
B	Aa1
Øvrige	Aa2

Tabel 1: Rating i BRFkredit

En rating på Aa1 betyder at obligationerne vurderes til at være at meget høj kvalitet og er pålagt med en lav risiko, men med en lidt højere risiko en fx danske statsobligationer. På samme måde dækker en Aa2 rating over en lidt højere risiko en Aa1, dog er obligationerne anset for relative sikre værdipapir. Obligationer udstedt fra kapitalcenter E er af SDO typen, mens obligationer fra de øvrige centre er af RO typen.

Det er ikke kun banker og realkreditselskaber der udsteder obligationer, også "normale" selskaber gør brug af obligationer. Traditionen med at udstede erhvervsobligationer er særligt fremherskende i Amerika, hvor selskaber som General Electric, Ford, Hilton Group, Philip Morris men også selskaber som Volvo, Commerzbank er med på bølgen. Problemet med erhvervsobligationer er imidlertid at der normalt ikke er den store sikkerhed bag obligationerne, der har derfor den seneste tid været mange investorer der har tabt penge på denne type obligationer. Omvendt er der også et større forventede afkast på disse obligationer.

Selve princippet det gør sig gældende inden for realkredit er balanceprincippet. Selvom det ikke er et krav længere anvendes dette princip generelt i den danske realkreditsektor. Princippet bygger på at der ikke udstedet (emmitteres) nye obligationer før der ligger et udlån. Det er altså en en-til-en sammenhæng mellem udlånsmassen og de udstedet obligationer. På samme måde indfries der også obligationer når en kunde indfrier sit realkreditlån og de løbende afdrag fra kunderne sendes som beskrevet videre til investor i form af udtrækninger og balanceprincippet opretholdes. Indtil for få år siden var dette princip lovpligtigt og skulle overholdes, men i forbindelse med vedtagelsen af den nuværende lovgivning (SDO-loven) blev der åbnet for muligheden for at sammensætte funden på andre måder en den kunden havde valgt. Eksempelvis kan BRFkredit udstede korte rentetilpasningsobligationer, selvom kunden har fået udbetalt et fastforrentet lån. BRFkredit bliver således eksponeret mod yderligere renterisiko, som så kan vælges at afdække på andre måder ved hjælp af finansielle kontrakter.

¹ www.moodys.com og årsrapport (2009)

² Risiko (2009)

Konkurrenter

Der findes i Danmark syv realkreditselskaber, da det ottende er ejet af Nykredit:

Nykredit yder lån i alle ejendomssegmenter og er samtidig ejer af **Totalkredit** som har sit primære fokus på udlån til private ejerboliger.

Realkredit Danmark er ejet af Danske Bank koncernen som samtidig har realkreditselskabet **Danske Kredit**, som dog er under afvikling og øvrige aktiviteter føres videre i Realkredit Danmark. RD udlåner til alle ejendomsstgementer.

Nordea Kredit er en del af Nordea koncernen og yder lån inden for næsten alle segmenter med undtagelse af offentligt støttet byggeri.

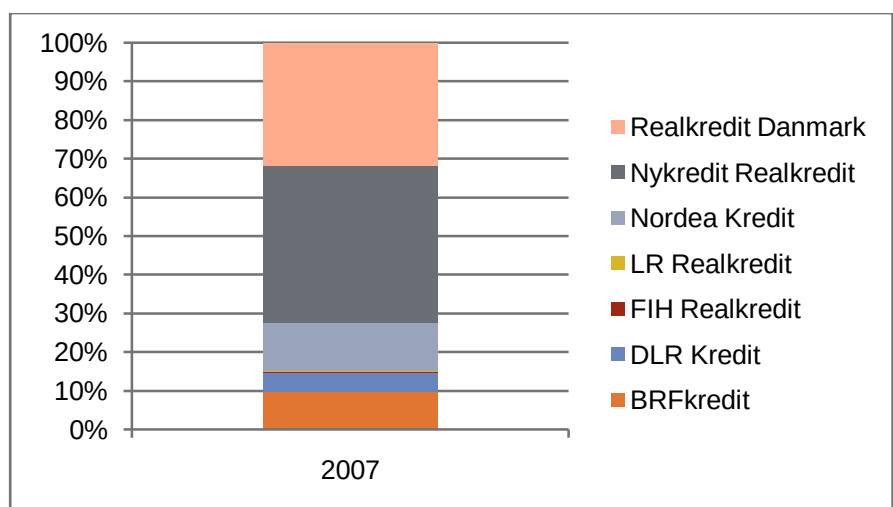
BRFkredit yder lån inden for private ejerboliger, fritidshuse, offentligt støttet byggeri, kontor- og forretningsejendomme herunder udlejningsejendomme og under visse forudsætninger industriejendomme.

Endeligt findes **FIH-realkredit**, **DLR** og **LR-realkredit**, der alle er specialkreditforeninger der kun yder udlån inden for særlige områder. Endvidere er FIH-realkredit stoppet med nyudlån og BRFkredit yder disse lån i stedet.

Alle institutterne yder lån i hele landet og enkelte af institutterne også i mindre omfang i udlandet. Fx har Nykredit igennem en årrække ydet lån i det sydlige Spanien. Lovgivningsmæssigt hører alle selskaberne under Økonomi- og Erhvervsministeriet og er samtidigt underlagt Finanstilsynet regler og undersøges løbende af netop finanstilsynet.

Endelig findes også **Danmarks Skibskreditfond**, men grundet selskabets segment er denne ikke medtaget.

Af nedenstående graf ses markedsandele for de enkelte selskaber.



³ Kilde: Realkreditrådet (2009-1) og egen tilvirkning

Figur 3: Fordeling af markedsandel

STRATEGISK ANALYSE

Som beskrevet i indledningen udgør de samfundsmæssige- og branchespecifikke forhold en betydelig rolle i udviklingen af BRFkredit. Det overordnet formål med den strategiske analyse er derfor at analysere BRFkredits valgte strategi i forhold til den omverden virksomheden befinder sig i.

Markeder

BRFkredit befinder sig primært på det danske marked, men har dog mindre forrentninger i både Tyskland, Sverige og i England. På det danske marked henvender BRFkredit sig til privat-, erhvervskunder og inden for støttet byggeri hvor BRFkredit sidder på en betydelig markedsandel på 31,7 pct.⁴ inden for de øvrige kundegrupper ligger markedsandelen på knap 10 pct.

Mål i BRFkredit

BRFkredit vision kan opdeles i fire dele,

- en mod låntagerne
- en mod investorerne
- en mod samarbejdspartnere
- og en mod medarbejderne

Det overordnede mål er at sikre at alle, låntagere, investorer, samarbejdspartnere og medarbejdere, får en godt indtryk af BRFkredit, hvad enten det ses fra en kunders synspunkt, der ud fra visionen skal modtage den enkleste rådgivning og finder BRFkredit ”produkter” konkurrencedygtige. Eller som det ses fra obligationsinvestorerne der ud fra visionen skal modtage et konkurrencedygtigt afkast osv.

Dette bliver underbygget af BRFkredits overordnet kerneværdier der gennemsyrrer virksomheden, Engagement, Ansvarlighed, Handlekraft, Lønsomhed og Helhedssyn.

Ellers som beskrevet i kerneværdierne:

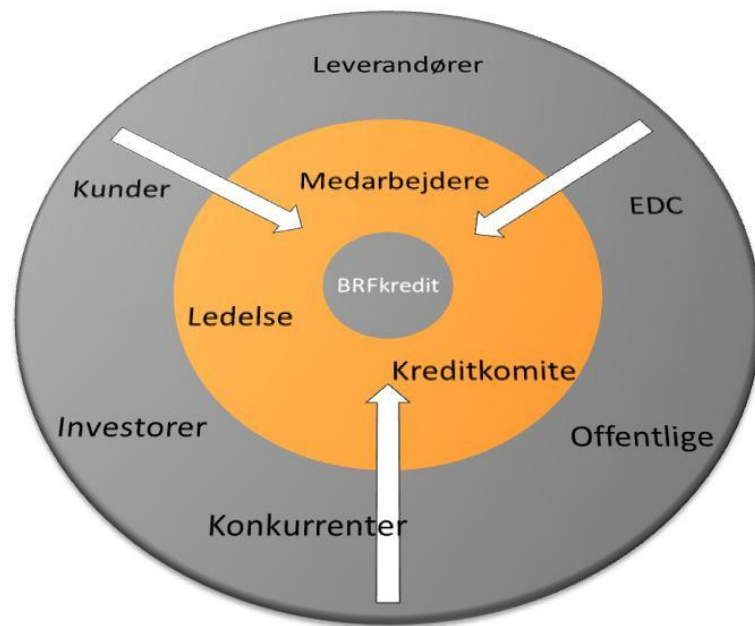
”Gennem dialog på alle niveauer sikrer vi sammenhæng og indbyrdes forståelse. Vi bidrager alle aktivt ved at motivere, støtte og hjælpe kollegaer, og vi er indstillet på, at det er teamet, der sejrer⁵”

⁴ Årsrapport (2009) – side 16

⁵ Kerneværdier fra BRFkredit.

Interessentanalyse

Det er vigtigt at kende BRFkredits interessenter og dermed hvem der har en interesse i BRFkredits resultater. Det er derfor muligt at se på organisationen som en koalition af deltagere eller rettere interessenter. Illustrationen herunder viser en oversigt over de primære interesser. Mellem BRFkredit og interessenterne sker der en udveksling af ydelser og modydelser, såsom løn, rådgivning, arbejdskraft, investeringer og afkast.⁶



Figur 4: Interne og eksterne interessenter i BRFkredit

Den indre ring er de indre interessenter som er dem der arbejder internt i virksomheden, og har ud over adgang til eksternt materiale, som regnskaber og lignende også har adgang til interne regnskaber, forretningsgange, møde referater og generelt BRFkredits interne informationskanaler.

- **Ledelse**, træffer de strategiske beslutninger om retningen på BRFkredit, der er af afgørende betydning for BRFkredit fremtid og fremtidige resultater. Ledelsen styrer efter de af bestyrelsen udstukket retningslinjer.
- **Kreditkomite**, sikre at der ikke ydes lån ud over de gældende forretningsgange, samtidig medvirker komiteen i særlige sager, der kan være af stor betydning for BRFkredit.
- **Medarbejdere**, stiller deres arbejdskraft til rådighed, med at modtage løn og pension.

⁶ Melander (1998) – side 26 ff.

Den ydre ring vedrører de eksterne interessenter som befinder sig i længere væk fra virksomheden og som ikke nødvendigvis har stor påvirkningskraft. De eksterne interesser har alene adgang til information der stilles krav om. Fx offentlige regnskaber, krav fra myndigheder og lignende.

- **Kunder**, kan opdeles i tre overordnet grupper, Privatkunder – der ønsker lån i private ejerboliger eller sommerhuse. Erhvervskunder – der ønsker lån i kontor-, forretnings-, industri-, eller boligudlejningsejendomme og endelig støttet byggeri, hvor stat eller kommune stiller garanti for en større eller mindre del af lånet. Fælles for alle kunder er de opnår adgang til kapitalmarkederne mod at betale et bidrag til BRFkredit. For BRFkredit er det vigtigt at sikre at kunden oplever hele forløbet fra tilbud til afdrag som simpelt og effektivt som det fremgår af BRFkredits vision.
- **Konkurrenter**, der findes en række danske udbydere af realkreditlån, som er gennemgået tidligere. Samtidig vil konkurrencesituationen blive beskrevet senere, endvidere er der indgået finansielle kontrakter (swap, cap etc.) med en række af de største danske banker. Samtidig samarbejder BRFkredit via Realkreditrådet med at sikre bedst mulige forhold for sektoren. Et sådan samarbejde kan ses i samarbejdet om Realkreditnettet, som er en elektronisk platform. Der er også et samarbejde med blandt andet Danmarks Nationalbank.
- **Offentlige**, det offentlige har stor indflydelse på BRFkredit, der er meget klare regler for det at drive realkreditvirksomhed, dette finde blandt andet i lov om finansiell virksomhed, lov om realkredit og realkreditobligationer samt en række bekendtgørelser og senest EU-direktivet MiFID. Samtidig er Finanstilsynet gennem deres kontrol med BRFkredit en vigtig interessent.
- **Investorer**, modparten til kunder er BRFkredits investorer, der køber de obligationer udsteder på vegne af kunderne der optager lån. Investorerne ønsker at konkurrencedygtigt afkast af deres investeringer hvilket BRFkredit skal forsøge at leve op til. Konkurrencedygtigheden sikres gennem en høj rating af et af ratingvirksomhederne.
- **EDC (samarbejdspartnere)**, et vigtigt punkt, en stor del af BRFkredit indtjening kommer igennem samarbejdspartnere og særligt EDC-ejendomsmæglerne er af afgørende betydning. Samhørigheden er styrket af det fælles ejerskab af EDC-partner A/S.
- **Leverandører**, leverandører spiller ikke stor aktiv rolle for BRFkredit da selskabet selv producerer sine råvarer (obligationer), en mere indirekte rolle findes dog via IT leverancer, som spiller en stadig større rolle for BRFkredit.

Intern analyse

Porters værdikædeanalyse

Michael Porter har opstillet en metode til at klassificere interne kompetencer, modellen er opstillet i 1980. Værdikædeanalyse går ud på at opdele aktiviteterne i en virksomhed i en fortløbende kæde af primære aktiviteter og støtte aktiviteter. Værdikædes er således medvirkende til at klarlægge hvor i virksomheden der skabes værdi, modellen finder sin primære anvendelse i produktionsvirksomheder, der er derfor rette til i modellen så den kan anvendes på en finansiel virksomhed som BRFkredit.



Figur 5: Porters Værdikædeanalyse

Værdikæden er opdelt i en række primære aktiviteter samt nogle støtteaktiviteter. De primære aktiviteter er forbundet direkte med produktionen/leveringen af produktet til kunden, hvorimod støtteaktiviteterne supportere de primære aktiviteter, for at opnå større værdi for både virksomheden og kunden. Det er derfor netop når der er et godt samspil mellem primæraktiviteter og støtteaktiviteter at den virkelige værdiskabelse sker.

De primære aktiviteter i en finansiel virksomhed som BRFkredit er:

- Salg
- Leverance
- Opfølgning

Og disse primære aktiviteter understøttes af følgende støtteaktiviteter:

- Infrastruktur
- Personaleledelse
- Udvikling
- Styring af indkøb

Salg og leverance

BRFkredits primære aktiviteter består af salg af finansielle ydelser samt generel rådgivning til kunderne.

Leverancen findes i den rådgivning kunderådgiverne i BRFkredit tilbyder kunden og derfor er salg og leverance i dette tilfælde nært beslægtet.

Den egentlige værdiskabelse for BRFkredit er at, såfremt kunden føler han har modtaget en god og effektiv rådgivning, igen vil vælge BRFkredit på et senere tidspunkt og forblive kunde i BRFkredit. Samtidig forsøger BRFkredit også at øge kendskabet og dermed fremme salget igennem at arrangere arrangementer, primært indenfor støtte af og rådgivning i problemområder, og derigennem skabe en merværdi for kunden. Derfor rettes salget også mellem de tre overordnet grupper som forventer en forskellig behandling, privat kunder ønsker et tydeligt billede af fordele og ulemper af forskellige låntyper mens erhvervskunderne ønsker en finansiell sparringspartner og inden for det støttede byggeri ønskes en samlet løsning i et segment der er reguleret af mange regler.

Fælles for alle segmenterne er dog at der er et behov der skal afdækkes og som kunden og BRFkredit i sidste ende kan være tilfreds med. Dette underbygges som nævnt af BRFkredit vision om at tilbyde kunden en god oplevelse af hele rådgivningsprocessen. Denne sammenhæng kan illustreres ud fra nedenstående figur:



Figur 6: Hvad skal figuren hedde

Opfølgning

Efter kunden har modtaget rådgivning og har besluttet sig for lånet, sker det nemt at en kunde bliver "glemt", den gode opfattelse kunden har fået igennem rådgivningen bliver let spildt, det gælder derfor om at opretholde kontakten til kunden og "binde" kunden til BRFkredit.

Der findes en række måder at opretholde kundekontakten på, kunden kan i forbindelse med den første rådgivning vælge at vil modtage et nyhedsbrev der udsendes med jævnlige mellemrum, igennem dette har kunden mulighed for at følge sit lån og se om det vil være fordelagtigt at omlægge lånet til et andet type lån. Samtidig har kunden mulighed for at følge ejendomspriserne i lokalområdet og endelig bliver der medsendt analyser af den danske økonomi, ejendomsprisernes udvikling og eventuelle messer hvor BRFkredit deltager vil der normalt være mulighed for få adgangsbilletter til disse arrangementer. Dette er selvfølgelig rettet mod privatsegmentet. I forhold til erhvervssegmentet og det støttede byggeri, førers der en tættere relation, og der er løbende kundemøder hvor kundens engagementer bliver gennemgået. Derudover bliver der holdt sociale arrangementer, så som adgang til superliga fodboldkampe, skovture og lignende.

Alt dette er for at sikre kunder ikke føler sig overset og blot et nummer i rækken, da det i disse situationer er let for en konkurrent at vinde en kunde over.

Dertil har BRFkredit også et samarbejde med EDC ejendomsmæglerkæden som hjælper med til at sikre at BRFkredit kan forblive tæt på kunden, og at kunden også kan sidde over for en rådgiver.

Infrastruktur

I en finansiel virksomhed kan infrastrukturen henføres til de forretningsgange der findes i BRFkredit. Det er af stor vigtighed at den enkelte rådgiver følger nogle forud defineret regler og overholder kompetencer de er givet. Dette underbygges til stadighed af både kreditkomiteen samt af BRFkredits afdeling for kvalitetssikring. Der har til formål at sikre klare forretningsgange og klare definitioner af det overordnede regelsæt for kreditgivning. Samtidig sker der løbende kvalitetssikring af de enkelte sager i form af stikprøver, og gennem gennemlytning af samtaler med kunder.

Netop her ligger en stor arbejdsopgave skulle BRFkredit vælge at lade sig indgå i en anden finansiel virksomhed, da hver enkelt virksomhed har sine måder at gøre tingene på. Det lige fra selve udførelsen af arbejdsopgaver til opstart af nye projekter, hvor BRFkredit har en måde at håndtere projekter og den anden virksomhed en helt anden måde.

Personaleledelse

Som nævnt i visionerne er det BRFkredit mål at tiltrække og fastholder samt at medarbejderne anser BRFkredit som en sund og attraktiv arbejdsplads.

Når en ny medarbejder tiltræder en stilling hos BRFkredit er det påkrævet at selskabet tager hånd om de dygtige medarbejdere. Efter ansættelsen er der en opgave forbundet med at fastholde denne medarbejder. Så foruden det at få oplært medarbejderen med de interne procedure er der også en opgave med at tilbyde yderligere videreudvikling.

Medarbejderen kan også have forskellige særlige interesser om sit job i BRFkredit, det kan være områder som:

- God løn
- God pensionsordning
- Generelt udfordrende arbejdsopgaver
- Egen indflydelse på arbejdsopgaver
- Udviklingsmuligheder i arbejdet

Mulighed for at opfylde disse ønsker for medarbejderen er særligt vigtigt i perioder med øget konkurrence om medarbejdernes arbejdskraft, netop en sådan periode har BRFkredit netop været igennem, hvor det at tiltrække den rigtige arbejdskraft netop er særligt vigtigt. Efterfølgende er tiderne vendt og der nu ikke samme rift om arbejdskraft og der ses direkte fyringer rundt om i sektoren, dette har ikke nået BRFkredit endnu, da ledes arbejder ud fra en retningslinje om at der efter krisen vil være stillet bedre, da selskabet så ikke skal ud og oplærer nye medarbejdere.

For at opfylde medarbejdernes krav bliver der løbende gennemført tilfredshedsundersøgelser blandt medarbejderne og der holders samtaler med alle medarbejdere som minimum en gang årligt og normalt også ofterne, for at fange eventuelle problemer i opløbet.

For kun med kvalificerede og engagerede medarbejdere vil BRFkredit kunne skabe øget værdi i de primære aktiviteter.

Udvikling

Det er tidligere i analysen gennemgået at der skabes værdi for kunden når, kunden har en god oplevelse, det er imidlertid en forudsætning af for at kunne tilbyde en god rådgivning at den enkelte rådgiver altid har adgang til den rette information, som kan gives videre til kunden. Det være sig lige fra rentens udvikling til hvordan den gældende lovgivning er skruet sammen. Men da der konstant sker ændringer på området kan de enkelte rådgivere ikke holde kontrol med det hele. Dette styres i dag af forskellige it-systemer, der kan beregne boligydelse, oversigt over renteutviklingen. BRFkredit har derfor indgået nogle strategiske samarbejder med blandt andet NNIT og dataleverandøren BEC. Det er derfor vigtigt, at BRFkredit kan tilbyde sine rådgivere og i sidste ende også kunderne nogle gode it-værktøjer.

Samtidig er der til stadighed en udvikling i gang over for privatkunderne, da BRFkredit udvikler "netbank-løsninger" til kunderne, så kunden kan administrere sit realkreditlån og samtidig også ansøge om nye lån eller forespørge på en låneomlægning.

Det er dog ikke udelukkende nye værktøjer der skal udvikles, også de allerede udviklede systemer skal vedligeholdes, for at undgå risiko for et større IT-nedbrud, der ville lamme

forretningen. Et sådan nedbrud er blandt andet set hos Danske Bank, så på den baggrund var ude af stand til at tilbyde kunder adgang til deres nedbank og øvrige bankforretninger generelt. For at dæmme op for netop sådanne nedbrud, er der lavet procedure for håndteringen af nedbrudene. Når det er sagt er det en af de operationelle risici der ikke fuldt kan afdækkes.

Styring af indkøb

Støttefunktionen har ikke direkte indvirkning på BRFkredits forretning og vil på denne baggrund ikke blive behandlet yderligere. Det kan dog bemærkes at indkøb til støtte for de øvrige funktioner, hvad enten det er computer, software eller nyt kontorinventar.

Analyse af ressourcer

De interne ressourcer i BRFkredit der er med til at skabe en konkurrencemæssig fordel og som samtidig er værdiskabende set i forhold til konkurrenterne kan opdeles i tre dele⁷:

- Materielle anlægsressourcer
- Immaterielle ressourcer
- Menneskelige ressourcer

Generet kan de materielle aktiver aflæses i årsregnskaber og kan opdeles i de finansielle og de fysiske ressourcer. Hvad angår den finansielle del vil disse blive behandlet yderligere under afsnittet "Regnskabsanalyse".

De fysiske aktiver er ressourcer er primært ejendomme, både investeringsejendomme på cirka 130 millioner og domicilejendomme for cirka 500 millioner kroner. I det samlet billede hvor udlån vægter langt størst kan det ikke siges at BRFkredit har en særlig konkurrencefordel af at besidde disse ejendomme. Et aspekt kan være BRFkredit har samlet alle medarbejdere under et tag (på nær nogle få medarbejder der er placeret i Århus i forbindelse med rådgivning af Erhverv).

Hvad angår de immaterielle ressourcer har disse langt større betydning for BRFkredit, ressourcerne danne hele grundlagt for virksomheden. For BRFkredit måles immaterielle ressourcer i viden og image. Både den viden der er blandt medarbejderne og samtidig indlejret i virksomheden. Samt det image der er opbygget som et uafhængigt realkreditselskab gennem en årrække.

Den interne viden bruges blandt andet i forbindelse med produktudvikling af nye tiltag både over for kunder og internt for at løse uhensigtsmæssige arbejdsgange. Der er for at samle alle gode ideer et sted oprettet en afdeling til tages sig af både projektstyring og

⁷ Elling (2005) – side 76 ff.

idéudvikling. Et meget jordnært problem var udviklingen af en funktion så BRFbanks kunder fik mulighed for at fravælge meddelelser og få disse leveret direkte via mail eller e-boks, en funktion der ikke kostede meget i udvikling, men som sparer koncernen for et større beløb alene i sparet porto.

Den anden del af de immaterielle ressourcer er BRFkredits image. For det er almindelig kendt at en dårlig oplevelse eller en dårlig nyhed fra aviserne, ender hos langt flere personer, en hvad en god behandling eller god nyhed i avisen gør. Så det kan godt være Simon Spies i sin tid udtrykte at dårlig omtale er bedre end ingen omtale, men i mange situationer kan netop dårlig omtale være særdeles skadelig. Hvorfor det siger sig selv at det gælder om at fastholde de gode oplevelser hos kunderne.

Afslutningsvis er der også de menneskelige ressourcer hvor der kan fokuseres på områder som alder, uddannelse, erfaring i BRFkredit, loyalitet og beslutningsevne. Det er derfor som nævnt ovenfor af stor vigtighed at fastholde de rette medarbejdere og sikre at disse medarbejdere er motiverede og forbliver loyale.

Dette forsøger BRFkredit at sikre gennem videreuddannelse af de ansatte og i 2008 resulterede det i at hver medarbejder i gennemsnit brugte 7 arbejdsdage på uddannelse eller kurser, en pæn fremgang fra tidligere år. Dette er desuden medvirkende til at det generelle uddannelsesniveau er højt.

Ved siden af uddannelsesniveauet og de færdigheder dette giver medarbejderne, er der også en række færdigheder og know-how der sikre at der til stadighed er udvikling i koncernen. Det er dog ikke tilstrækkeligt at viden og færdighederne er tilgængelige, det kræves også at medarbejderne formår at anvende denne viden og evner at kommunikere denne viden videre til øvrige kollegaer, dette forsøges opretholdt fra flere sider, både via forretningsgange og arbejdsbeskrivelser men også på et mere overordnet niveau, nemlig igennem den ene af fem kerneværdier, helhedssyn som skal sikre at der trods forskellighed er og andres holdning at det altid handler om at arbejde i samme retning. Dette skal gerne resultere i øge salg fra salgsafdelingerne eller nye og bedre måder at gøre tingene på.

BRFkredit samlede ressourcer kan på denne baggrund sammenfattes på følgende måde:



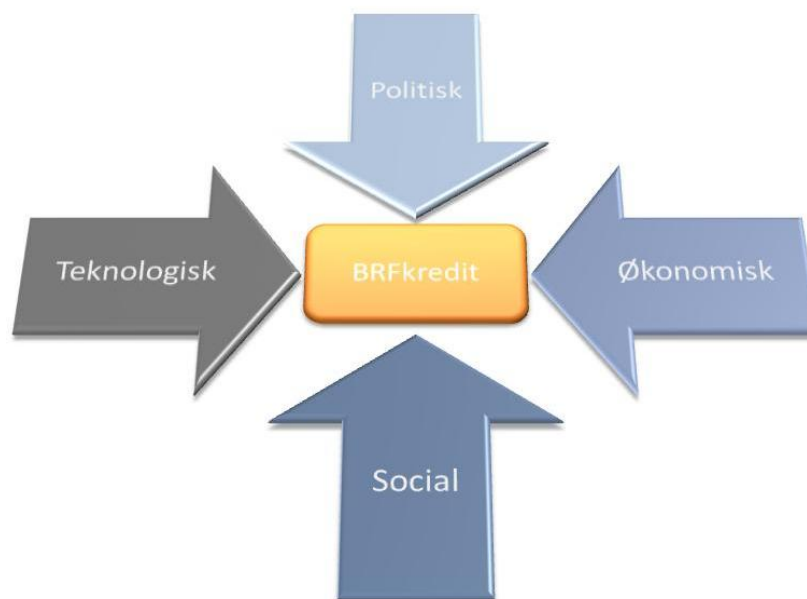
Figur 7: Ressourcer i BRFkredit

Ekstern analyse

Omverdensanalysen kan i princippet omfatte alle tænkelige faktorer, der kan have indflydelse på BRFkredits forretning og værdiskabelsen i selskabet. På et samfundsniveau kan blandt andet anvendes en PEST-analyse⁸. Modellen søger at vise hvilke eksterne faktorer inden for den samfundsøkonomiske verden der kan påvirke forretningen, da samfundsøkonomien i op- og nedgangsperioder stiller BRFkredit over for forskellige beslutninger.

PEST-analyse

Det ses fra tid til anden at modellen udbygge med et E og et L (Legal og Environmental), imidlertid vil disse i det omfang de er relevante blive lagt ind under de politiske emner.



Figur 8: PEST-analyse

⁸ Elling (2005), PEST: Political, Economic, Social og Technological

De enkelte punkter vil blive behandlet i det omfang de vil være relevante i relation til BRFkredit.

Politiske faktorer

Har til formål at belyse de politiske faktorer herunder lovgivningen og hvordan de indvirker på BRFkredits forretning. Følgende faktorer vurderes at have størst indvirkning:

- Lovgivningsmæssige ændringer
- Nationalbankens rentepolitik og statens valutapolitik
- Situationen på finansmarkederne og statens bankpakker

Som nævnt i interessentanalysen er BRFkredit underlagt den danske lovgivning for finansielle virksomheder, endvidere er BRFkredit underlagt yderligere lovgivning i form af realkreditspecifikke regler, og det er derfor naturligt at de politiske vinder der blæser har betydning for BRFkredit.

Ud over den direkte påvirkning ved lovændringer, som det blandt andet sås for få år tilbage, da den danske regering vedtog ”SDO-lovgivningen” der betød at også banker fik mulighed for at udstede obligationer til at funde deres udlån med, dog under visse forudsætninger. Samtidig blev der ændret ved det oprindelige balanceprincip, forstået på den måde at der ikke længere er krav om et-til-et princip, hvor fundingen ikke nødvendigvis er den samme som den kunden får udbetalt lån i. Påvirkningen kan også komme fra andre kanter, da BRFkredit bliver påvirket af kundernes beslutninger, sker der ændringer i forholdene for kunderne vil disse i større eller mindre grad også slå igennem hos BRFkredit.

Ses der på nationalbankens og statens beslutninger hvad angår henholdsvis rentepolitikken og valutapolitikken, hvor Danmark har valgt at stå uden for den fælles europæiske valuta Euroen. Dette har betydet at det danske renteniveau er højere end i de europæiske lande der har indført Euroen, et billede der er blevet særligt tydeligt efter den generelle økonomiske krise har udviklet sig. Indtil for knap et år siden var det danske rentespænd over for Euroen begrænset, men som følge af udviklingen skete der et markant udvidelse af rentespændet hen over efteråret 2008.

Beslutningen med stå uden for euroen har ligeledes betydet at BRFkredit er nødsaget til at udstede euroobligationer i Luxembourg for at opfylde investorenes krav om nationalbank belånbare obligationer. Samtidig er det forbundet med yderligere omkostninger dels at udstede obligationer i Luxembourg og Danmark samt at fører konti i flere valutaer.

Den allesteds værende finanskrisen har naturligvis også ramt BRFkredit, vedtagelsen af de to bankpakker var derfor en lettelse for de danske finansmarkeder. Bankpakkerne har blandt andet hjulpet danske låntagere med rentetilpasningslån, ved at sikre at

pensionsselskaberne ikke blev tvunget til et "fire-sale"⁹ af obligationer som følge af presset på renter og kurser. Hvad angår statsgarantien på indlån valgte BRFBank at deltage i denne del, for at sikre stabilitet omkring indlån i banken. Hvorvidt BRFBank og BRFBank vil benytte sig hybrid kernekapital er på skrivende stund uafklaret.

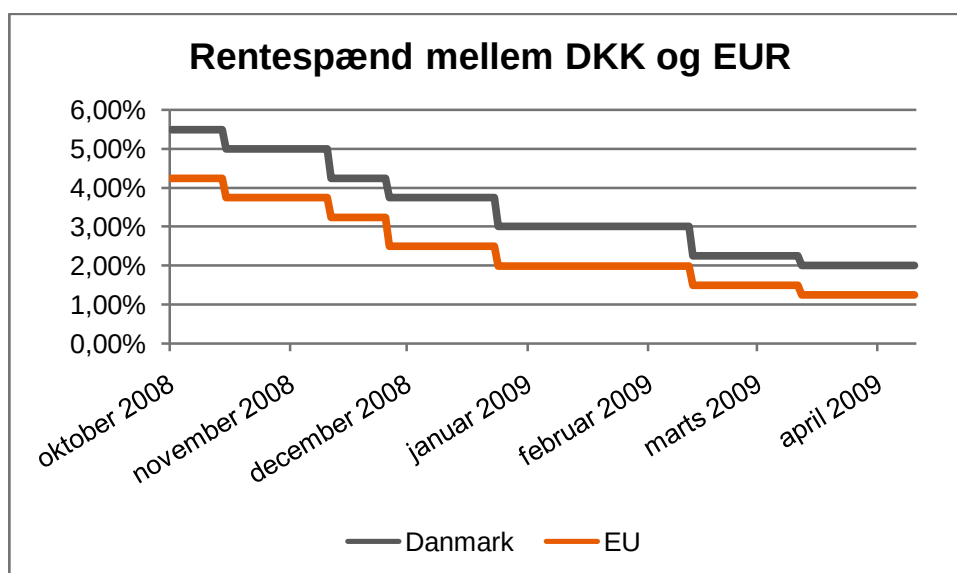
Endelig sker en stor del af den danske lovgivning efterhånden i EU-regi, senest er der i november 2007 vedtaget et investorbeskyttelsesprogram, MiFID, har til en vis grænse har ramt BRFBank, med yderligere tiltag til følge overfor beskyttelsen af kunder og private obligationsinvestorer.

Økonomiske faktorer

De økonomiske faktorer søger at finde de områder der påvirker BRFBank via de samfundsøkonomiske ændringer:

- Den danske rentes udvikling
- Danmarks manglende deltagelse i euro sammenslutningen
- Konjunkturudviklingen i Danmark
 - Ejendomsmarkedet

Som nævnt under de politiske emner vil henholdsvis den førte rentepolitik og valutapolitik have stor indflydelse på situationen for BRFBank, som nævnt ovenfor er der et rentespænd mellem den danske og den europæiske rente, en renteforskel der gør det dyrere at være låntager i Danmark forbi investorerne kræver en yderligere præmie for at placere penge i danske kroner. Dette ses også af at BRFBanks obligationer udstedt i euroland, ligger betydeligt under de danske, med en gevinst til låntager på cirka 1 pct. spændet er dog igen begyndt at indsnævre sig. Udviklingen i renten ses herunder:



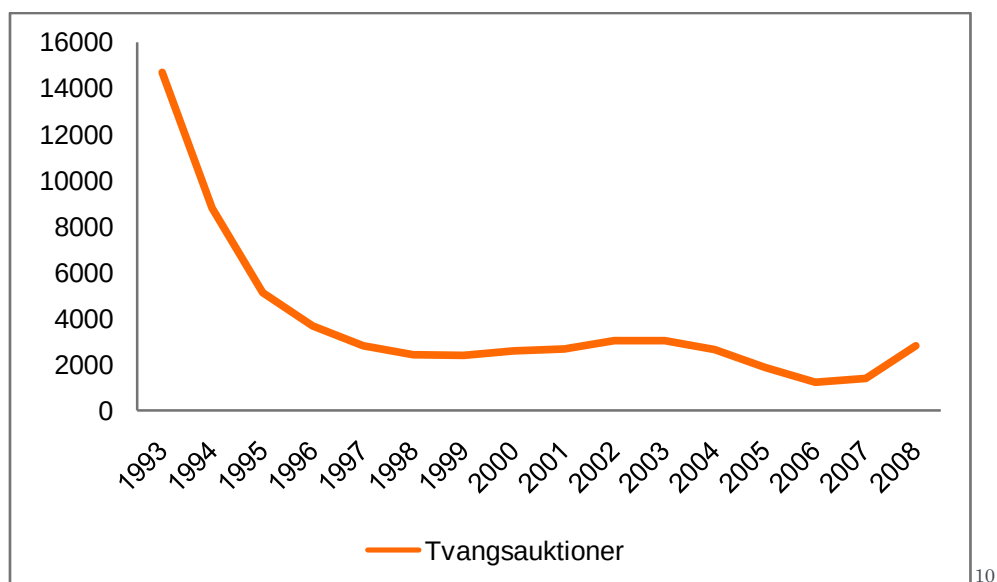
Figur 9: Renteudviklingen mellem DKK og EUR

⁹ Det at aktier og obligationer sælges til lav pris, kan medvirke til skabe yderligere frygt på et i forvejen nødlidende marked.

Som det ses betyder dette at BRFkredits kunder bliver stillet dårligere end øvrige låntagere i udlandet. Samtidig er den funding BRFkredit rejser i Danmark bliver dyrere end hvis kapitalen rejses i euroland. Den højere rente gør også at flere kunder risikere ikke at kunne betale deres terminer og dermed misligholder deres lån. Hvilket medfører stigende tvangsauktioner og mulige tab for BRFkredit.

En deltagelse i den fælles valuta euroen, vil på denne baggrund hjælpe BRFkredit fra flere sider. Der vil mindske omkostningerne forbundet med at udstede obligationer to forskellige steder, samtidig vil det alt andet lige betyde lavere renter, eller rettere samme rente som det øvrige euroområde.

Hvad angår udviklingen i Danmark er denne kommet under et stort præs, udløst af den amerikanske boligkrise, det har udløst med et stigning i tvangsauktioner på landsplan, som det fremgår af nedenstående graf:



Figur 10: Fordeling af tvangsauktioner 1993 til 2008

Det skal bemærkes at niveauet for tvangsauktioner fra 1998 og frem til udgangen af 2007, lå på et særdeles lavt niveau, så selvom niveau er stigende, ligger det stadig på et lavt niveau set over de seneste 15 år. Særligt i slutningen af 80'erne og starten af 90'erne lå tvangsauktionerne på et særligt højt niveau, et niveau der truede flere realkreditinstitutter på livet, heriblandt BRFkredit. Den generelle stigning i tvangsauktionerne er fortsat ind i første kvartal af 2009. Der er dog set en forbedring i antallet af tvangsauktioner som faldt i marts med op i mod 40 pct. i de sæsonkorrigerede tal¹¹. Om denne forbedring skyldes et bedre marked eller blot er udtryk for en midlertidig forbedring er endnu for tidligt at gætte på. Men en ting er sikkert tvangsauktionerne udløses af en manglende betalingsevne.

¹⁰ Egen tilvirkning og statistikbanken.dk/tvang1

¹¹ Dst (2009)

Manglende betalingsevne fra kundernes side udløses af omskiftninger i kundernes nærmiljø, hvad enten det er en fyring fra jobbet, et dødsfald i familien eller skilsmisse, er der risiko for at kunden ikke længere kan klare at betale på sit lån, og BRFkredit derfor lider økonomiske tab. Det er i disse situationer at boliger ender på tvangsauktion, for at dække det udlån banken eller kreditforeningen har.

Det generelle billede for den danske økonomi 2009 hvor udviklingen (Bruttonationalproduktet) er at tidligere års stigning enten afløses af begrænsede stigninger og der er endda åbnet mulighed for direkte fald i BNP. Der forventes dog at hen mod slutningen af 2009 eller i begyndelsen af 2010 igen vil se forbedringer i økonomien, efterhånden som de mange hjælpepakker har virket og de igen er kommet en hvis tillid i markedet. Så selvom BRFkredit kun i meget begrænset omfang er eksponeret mod udenlandske markeder, har udviklingen i lande som Kina, Indien og USA særdeles stor betydning, da Danmark grundet sin størrelse bliver ramt fuldt ud af hvad der sker i udlandet.

Hvor store fald og stigninger i BNP der er i vente er der stor uenighed om, hvor de enkelte centralbanker forventer et lavniveau på omkring -2 pct¹². forventer blandt andet Cepos et noget mere optimistisk niveau med nulvækst¹³. Der er dog generel enighed at vi, som nævnt, vil se forbedringer frem mod 2010.

Sociale faktorer

For BRFkredit vil der være følgende sociale faktorer der påvirker i væsentlig grad:

- Indkomstfordeling bland kunder
- Forbrugsmønstre bland kunderne
- Kvalificeret arbejdskraft

Der har i de seneste år af højkonjunktoren været fokus på at skaffe de rigtige medarbejdere som omtalt under interessentanalysen. Netop her er en af ulemperne ved kun at have et hovedsæde og ikke nogle filialer, alle medarbejdere skal bo inden for en relativ begrænset afstand af Lyngby for at ville taget et arbejde i BRFkredit, problemet er dog relativ begrænset da der inden for 20-25 kilometer i radius bor over 1 million mennesker.

Ydermere har det hidtil været vigtigt for BRFkredit at fremstå som socialt ansvarlige¹⁴, dette sikres gennem en række initiativer, her kan nævnes projektet "På Tværs" der som omtalt medvirker til at gøre ghettoområder mere trykke og "hyggelige". Samtidig er der løbende integrations projekter, hvor personer uden for arbejdsmarkedet sluses ind på arbejdsmarkedet. Et projekt der har haft politisk bevågenhed og medførte en deltagelse i at

¹² Nationalbanken (2009)

¹³ Cepos (2009)

¹⁴ Også kaldet Corporate Social Responsibility

vinde integrationsprisen. På denne måde forsøger BRFkredit at fremstå som en moderne virksomhed med et stort socialt ansvar. Endelig kan det nævnes at BRFkredit i 2005 opsagde aftalen om rengøring af BRFkredit hos et traditionelle rengøringsfirma og i stedet gav personer med et større eller mindre fysiske og psykiske handicap muligheden. Dette har skabt en positiv effekt både på det nye rengøringspersonale men også på de ansatte. Skiftet fik i sin tid stor bevågenhed i medierne og underbygget valget om at være en social ansvarlig virksomhed.

Hvad angår indkomstfordelingen blandt BRFkredits kunder, er det tydeligt at der igennem de seneste år med voldsomt stigende priser på boliger i Københavnsområdet er sket et skred i indkomstfordelingen. Det har været muligt for eksisterende ejere at optage store lån som følge af friværdis. Intet varer dog ved og i den seneste tid med finanskriser er det blevet tydeligt at der er familier der har levet over evne. De står nu med et hus der ikke kan sælges og en belåning af huset der langt overstiger den faktiske handelsværdi. Kunden er blevet teknisk insolvent. Disse kunder har nu potentialet til at påfører BRFkredit og de øvrige kreditforeninger tab. Om det sker har meget at gøre med om der sker ændringer i omverden omkring låntageren som tidligere omtalt.

Teknologiske faktorer

Den teknologiske faktorer af stor betydning er:

- Teknologisk udvikling
 - Krav om selvbetjeningsløsninger
 - Hurtigere sagsbehandling

Det er vigtigt for BRFkredit at opretholde den teknologiske know-how der er oparbejdet igennem en årrække, således at BRFkredit hele tiden kan følge med markedet og de krav der stille af BRFkredits kunder eller hvis en konkurrent lancere et nyt produkt, at BRFkredit besidder færdighederne at kunne være med på samme niveau.

Realkreditlån er generelt ens fra institut til institut, det er kun navnet der er forskelligt. BRFkredit kalder det er rentetilpasningslån, Realkredit Danmark kalder det er flexlån. Det er det samme lån der ligger bag og der er derfor vigtigt at institutterne alle kan tilbyde de samme produkter til alle deres kunder. Der sker derfor en stor ”kopiering ” blandt sektorens spillere.

På investeringssiden er der over de sidste 25 år også sket meget, tidligere var der personale ansat til at ”klippe” obligationer, i forbindelsen med udtrækningerne. Dette arbejde er i dag overtaget af it-systemer, dette har også betydet at den styk størrelse det er muligt at købe obligationer i her i Danmark er nedsat til en øre, som følge af matematisk udtrækning.

Nedenfor er vist en oversigt over de teknologiske udviklinger, der er samtidig givet et bud på hvordan fremtiden vil udvikle sig. En fremtid er ikke nødvendigvis er særlig langt væk, eksempel køres der test blandt en række samarbejdspartnere hvor det er muligt at danne et tilbud med det samme og ikke som tidligere i løbet af en dags tid.

	Før 2000	Nu	Fremtiden
Fastkursaftaler	Op til 6 dage	15 minutter	Øjeblikkeligt
Bevilling af lån	Op til 5 dage	1 dag	Øjeblikkeligt
Bevilling af nyt tillægslån	Op til 10 dage	Op til 5 dage	Øjeblikkeligt
Forhåndskodkendelse	Op til 4 dage	½ dag	Øjeblikkeligt
Åbningstider	Mandag til fredag 9 – 16	Alle dage 9-21	Personlig kontakt uændret, selvbetjening døgnet rundt.
Kommunikation	Få muligheder	Mulighed for at ansøge om nye lån via brf.dk og "mine lån" ("netbank-løsning"), stor kontakt vi hjemmesiden og via e-mail	Alle typer lån kan ansøges via "netbank-løsning" og mulighed for live-chat med medarbejdere i BRFkredit.

Tabel 2: Teknologisk udvikling af rutiner

Konkurrenceeffektiviteten

For at analysere konkurrencesituationen som BRFkredit befinder sig i anvendes Porters Five Forces, for at kortlægge de faktorer, der gør sig gældende for BRFkredit. De fem markeds kræfters relative styrke er forskellig fra branche til branche. Opgaven er således at fastlægge de faktorer under de fem kategorier, der har den største indflydelse på BRFkredit.

Ifølge modellen afhænger indtjeningspotentialer af følgende fem faktorer:

- Konkurrencen blandt konkurrenterne i branchen
- Kundernes forhandlingsstyrke
- Trusler om nyetableringer
- Leverandørernes forhandlingsstyrke
- Truslen fra substituerende produkter

Modellen er vist herunder:



Figur 11: Porters Five Forces

Konkurrencesituationen

For at kortlægge konkurrencen i realkreditsektoren anvendes følgende model:

	En stor	To store	En stor og en række mindre	Få store	Mange
Homogent marked (ingen præference)	Monopol	Duopol	Delvist monopol	Oligopol	Fuldkommen konkurrence
Heterogent marked (præference)	Monopol	Differentieret duopol	Differentieret delvist monopol	Differentieret oligopol	Monopolistisk konkurrence

Tabel 3: Konkurrencesituationen på realkreditmarkedet

For at kunne fastlægge konkurrencesituationen på markedet, skal markedsformen først identificeres. Markedet for at yde realkreditlån relativt homogent marked, om man vælger et rentetilpasningslån fra BRFkredit eller vælger det fra Nykredit, spiller ikke den store rolle, produktet er det samme og prisen er i det store hele den samme. Der kan dog argumenteres at en række af de større banker forsøger at sælge en samlet pakke til kunden og der derfor er en hvis del af præference, blandt disse kunder, om end det er tvunget loyalitet.

Antallet af udbydere af realkreditlån i Danmark er otte og må derfor betegnes som få store, dette bekræftes også hvis man ser på den samlet udlånsmasse at den er isoleret på et relativt få antal udbydere. På denne baggrund kan markedsformen fastlægges til oligopol.

Nye udbydere

Der er generelt en hård konkurrence mellem den få store udbydere af realkreditlån i Danmark. De øvrige konkurrenter som fx Realkredit Danmark og Nordea Kredit har en stor bank i ryggen, og har på denne baggrund en hvis konkurrencefordel, som dog også kan vise sig at være en ulempe.

I rene banker igennem sektoren ligger man med en rentemarginal på omkring et par pct. sådanne marginaler findes ikke inden for realkreditsektoren, kunder betaler samme rente til BRFkredit som BRFkredit betaler videre til investoren af obligationerne. Der tjenes derfor alene på det bidrag kunden betaler til selskaberne. I skrivende stund ligger dette bidrag på 0,5 pct. og må siges at være en lav pris for adgang til kapitalmarkederne.

Hvad angår adgangsbarriere for adgang til det danske marked, er der ingen begrænsninger for hvor mange der kan være etableret, men der stille store krav fra Finanstilsynets side, i form af kapital, der skal lægges mange millioner kroner. Kravene til kapital findes i lov om finansiel virksomhed. Samtidig kræves der en betydelig udlånsporteføje for at danne et grundlag for at udstede obligationer en investor ønsker at købe. Der skal en vis kritisk masse til inden priserne på de udstedte obligationer er gode nok. Dette var faktisk en af årsagerne til at FIH-realkredit stoppede deres nyudlån, priserne på obligationerne var ikke gode nok.

På denne baggrund må det antages at være meget usandsynligt at et nye selskab vil etablere sig i Danmark, indtjeningsmulighederne er alt for små og der stille for store økonomiske krav for at opnå tilladelse. Samtidig er det danske realkredit system relativt unikt, der ligger et pant bag alle ejendomme, og indtil nu er det et-til-et forhold (eller et balanceprincip) bag alle lån og obligationer og endelig kræves der et relativt stort administrative set op, med forretningsgange og procedure der er unikke for Danmark.

Leverandørernes forhandlingsstyrke

Da BRFkredit leverer en serviceydelse og ikke et produkt i sig selv, kan det være irrelevant at tale om særlige leverandører, en anden tilgangsvinkel kan være at se investorerne som leverandører af penge, som BRFkredit kan sende videre til låntagerne. Disse investorer indvilger i at købe de bagvedliggende obligationer, mod at modtage rente og udbytte. På denne baggrund må det siges at BRFkredits leverandører besidder en stor forhandlingsstyrke, hvis ikke BRFkredit sikre at obligationerne har en høj nok rating eller der sker fejl ved udbetaling af udbytte og rente, kan det betyde at investorerne (nok primært de store professionelle og institutionelle investorer) ikke vil købe obligationerne eller at kurserne vil blive lavere end konkurrenternes.

Vigtigheden af at obligationerne bliver korrekt ratet bliver varetaget at en særlig afdeling i BRFkredit, Finanssekretariatet.

Kundernes forhandlingsstyrke

En ting er sikkert, antallet af kunder i den danske realkredit sektor er stor nedenfor ses det samlede udlån fordelt på ejendoms-kategorier og i procent af det samlede udlån:

Ejendoms-kategori	Udlån	i pct.
Ejd. til soc., kult. og underv. formål	28,8	1,36%
Ejerboliger og fritidshuse	1258,5	59,24%
Industri og håndværk	50	2,35%
Kontor og forretning	181	8,52%
Landbrug	238,4	11,22%
Private udlejningsejendomme	202,7	9,54%
Støttet byggeri til beboelse	164,2	7,73%
Ubebyggede grunde	0,9	0,04%
Hovedtotal	2124,5	100,00% ¹⁵

Tabel 4: Fordeling af udlån på ejendoms-kategorier

Tabellen viser hvorledes fordelingen af kunder ser ud for hele branchen, ud fra årsrapporten er det specificeret hvorledes BRFkredits sammensætning er og det viser sig at der tilnærmelsesvis er sammenfald mellem procent-vis andel og BRFkredit andel af porteføljen. Med undtagelse af støttet byggeri hvor BRFkredit sidder på en stor del af det danske marked, og har gennem årene oparbejdet en særlig kompetence inden for dette område.

Kontakten til kunder sker, for størstedelen, på to forskellige måde, via BRFkredits samarbejdspartner EDC og via BRFkredits egen kundecenter. Som det ses ovenfor er cirka 60 pct. af kunderne fra privatsegmentet det samme gør sig gældende for BRFkredit, hvor privatsegmentet vægter tungt. Segmentet besidder en ringe forhandlingsevne, grundet den store masse (mange små låntagere der i sig selv ikke har stor forhandlingsstyrke). Dog er den del af privatsegmentet der kommer ind via samarbejdspartnere og som derfor besidder en noget større forhandlingsevne, igennem styrken samarbejdspartneren kan lægge på BRFkredit.

Samtidig ser erhvervssegmentet præget af hård konkurrence, med store aktører som derfor besidder en noget større forhandlingsstyrke i forbindelse med optagelsen af lån, det ses at store erhvervskunder fra tid til anden opnår at få nedsat bidraget eller de gebyr der normalt skal betales ved lånesager.

Samlet set besidder kunderne derfor en forhandlingsstyrke af en vis størrelse, som ikke må undervurderes, endvidere ses det, til forskel fra tidligere generationer, at kunder shopper rundt for det bedste tilbud og ikke besidder den samme loyalitet som de tidligere har gjort.

¹⁵ Egen tilvirkning med tal fra realkreditrådet.dk

Substitution

Ved substituerende produkter, menes produkter, der kan udfylde den samme funktion som det produkt BRFkredit leverer (fx et rentetilpasningslån eller realkreditlån generelt). Eksempelvis et produkt der prismæssigt er mere fordelagtigt.

Men da BRFkredits og sektorens produkter er særlige grundet lovgivning og det faktum at der tages pant i ejendommen ved udbetaling af lånet, gør at der ikke umiddelbart kunne findes nogen direkte substituerende produkter, da almindelige lån i banker og øvrige kreditselskaber hidtil ikke har kunnet hamle op med realkreditens lave renter.

Der er dog de seneste på år begyndt at bevæge sig et nyt produkt ind på det danske marked, prioritetslånet, eller boligkredit som det også kaldes. Her er det muligt at opnår renter der til en hvis grænse kan sammenlignes med et normalt realkreditlån. Her bliver renten typisk fastsat ud fra en referencerente fx CIBOR eller NIB¹⁶. Det kræver imidlertid at det lånte beløb normalt ikke overstiger 300 tkr.

Sammenfatning

Gennem analysen er det blevet belyst hvordan de branchemæssige forhold er. Ud fra de fire ydre faktorer kan det konkluderes at der generelt i sektoren er en hård konkurrence, med få store spillere, hvilket har umuliggjort det for BRFkredit at hæve gebyr og bidrag i større omfang.

Samtidig er sandsynligheden for en helt ny konkurrent på det danske realkreditmarked relativ lille, som følge af de høje adgangsbarrierer, derfor bør BRFkredit fokusere på det nuværende marked, og søge at udvikle dette. På denne baggrund vurderes konkurrenceintensiteten at forblive på et uændret og stabilt niveau.

Det at yde realkreditlån er en serviceydelse, hvorfor der som udgangspunkt ikke er nogen direkte leverandører at tage særligt hånd om. Igennem analysen blev det imidlertid klarlagt at BRFkredits investorer bør anses som en leverandør, grundet deres store forhandlingsstyrke, som da også blev underbygget af BRFkredits organisatoriske opbygning, med en afdeling der udelukkende varetager rating og investorpleje.

Af substituerende produkter, var der et begrænset udbud grundet måden det danske realkreditmarkedet er opbygget på, og eventuelle produkter var primært inden for prioritetslån.

SWOT-analyse

Igennem en swot-analyse skabes der et overblik over BRFkredits styrker og svagheder (de interne faktorer) samt muligheder og trusler (de eksterne faktorer). Samtidig er swot-analysen godt som et redskab for at give bestyrelsen og den daglige ledelse til at

¹⁶ CIBOR: Copenhagen interbank offered rate, NIB: Nationalbankens indskudsbevis rente.

anskueliggøre hvordan BRFkredit er placeret i markedet og hvordan den fremtidige strategi skal lægges ud.

Swot-analysen kommer virkelig til sin ret når de interne dele matches med de eksterne dele. På denne måde er det muligt at se om den valgte strategi er den rigtige eller om der er plads til forbedringer.

Nedenfor vil de enkelte punkter blive gennemgået enkeltvis og efterfølgende vil punkterne fra de interne aspekter blive sammenholdt med punkterne fra de eksterne.



Figur 12: SWOT-analyse

Interne forhold

Af betydende interne styrker er det at BRFkredit står som et uafhængigt realkreditselskab og ikke har en stor bank som ejer, det vil tiltale kunder der ikke ønsker at deres bank skal stille krav om at alt skal samles et sted eller have muligheden for at binde kunden i for stor omfang. Samtidig giver uafhængigheden mulighed for at BRFkredit kan være særligt målrettede mod det at yde den rigtige og bedste rådgivning når det kommer til realkredit, da det netop er her BRFkredit har sine kernekompetencer. Der skal således ikke tages et særligt hensyn til øvrige dele af koncernen ved ledelsesbeslutninger, samtidig kan uafhængigheden medvirke til at øge omstillingsparatheden hvis der sker ændringer fx en finansiell krise.

Den teknologiske platform der benyttes ved håndteringen af kunderne udvikles til stadighed, således at kunderådgiverne stille med den bedst mulige platform, så kunden behandles hurtigt og modtager en god rådgivning. Samtidig sker der udvikling at en

egentlig e-platform, hvor kunderne i eget tempo kan sammensætte det nye lån og endelig ansøge om lånet. Samtidig har kunden mulighed for at have en hurtig adgang til sine lån og modtage generel information om markedet og udviklingen i dansk økonomi. En løsning der endnu ikke er til rådighed i samme omfang hos konkurrenterne.

Hvad angår BRFkredits medarbejdere, tilskyndes der til videreuddannelse og kurser til at øge kvalifikationerne, dette ses blandt andet at et højt antal uddannelsesdage pr. medarbejder, samtidig tilskyndes der til at medarbejder holder sig sunde igennem forskellige initiativer kaldet "balance-projektet".

Endelig er der ratingen der spiller en yderst central rolle for BRFkredits virksomhed, uden en høj rating falder efterspørgslen på BRFkredit obligationer og kurserne vil komme under præs, noget der i sidste ende kan true eksistensen.

På den modsatte side findes de svagheder BRFkredit lider under, hvor det at BRFkredit kan har et hovedsæde og ikke filialer liggende rundt om i hele Danmark, som de øvrige konkurrenter. Dog er der et større samarbejde med primært EDC ejendomsmæglerkæden, som begge parter vider på. Det vil således være at stor betydning hvis dette samarbejde ophørte, da BRFkredit således vil stå uden et distributionsnet. Denne egenskab giver således BRFkredit samarbejdspartner en større forhandlingsstyrke. Ud over EDC, findes der en række mindre pengeinstitutter og FIH som samarbejdspartner, samtidig var der indtil for nyligt også et samarbejde med henholdsvis Alm. Brand Bank og Lån og Spar bank, men som følge af BRFkredit gik ind på markedet for boligkreditter, valgte Alm. Brand at opsige samarbejdet.

Udviklingen i markedet har i mange år ligget stille, blandt andet som følge af store tab i udlandet tilbage i 80'erne. Der er dog begyndt et mindre udlån i både Sverige og Tyskland, som over tid gerne skulle løfte omsætningen. Kunder der tilbydes at låne penge til ejendom i de to lande er erhvervskunder, der allerede har lån i danske ejendomme og som derfor tilbydes at kunne låne pengene et sted i stedet for at skulle gå til en konkurrerende virksomhed enten her i Danmark eller i udlandet. Der er dog vær at bemærke at der gælder en noget andet lovgivning for sikring af pant i de udenlandske lande og det derfor kræver nærmere analyser inden BRFkredit indtræder yderligere på disse markeder, et arbejde der allerede er i gang.

Markedet for realkreditudlån er stort set uden præferencer, da de serviceydelser der leveres stort set er ens i alle de danske realkreditselskaber. En mulighed er derfor at tilbyde kunderne noget yderligere serviceydelser som differentierer produktet fra de øvrige konkurrenters.

Eksterne forhold

En nem og forholdsvis billig måde at øge omsætningen er via nye samarbejdspartnere eller en udbygning af de eksisterende, muligheden kan dog vise sig at være begrænset på dette punkt, en lang række af de lokale pengeinstitutter har nemlig indgået samarbejde med Totalkredit som tilbyder en attraktiv forretningsmodel. Dog genforhandlers disse aftaler fra tid til anden, og netop her skal BRFkredit udnytte mulighed for at skabe et større distributionskanal til sine lån. En anden og betydelig mere omkostningstung tilgangsvinkel er udbygning af et filialnet, en mulighed der derudover også er meget tidskrævende og som vil forudsætte at der skal sælges yderligere finansielle ydelser eksempelvis via BRFbank.

Hvad angår den teknologiske udvikling er BRFkredit nået langt, men det er stadig masserer af udviklingspotentiale inden for yderligere udvikling af den elektroniske platform, inden for kort tid sker der allerede noget. Igennem sektoren generelt og med domstolsstyrelsen er der udvikling af elektronisk tinglysning i gang. Hvad det vil betyde for fremtidens sagsgang må tiden vise.

Endelig bør den position som BRFkredit har i de danske medier ikke underkendes, som følge af at være en af de store spillere indenfor boligøkonomi, sker det ofte at BRFkredits økonomer udtager sig til medierne, dette medvirker til at skabe kendskab til navnet BRFkredit og forhåbentligt huske navnet i forbindelse med en senere låneanmodning.

En af de største trusler i øjeblikket er uden tvivl den økonomiske udvikling både her i Danmark men også i udlandet. Lavkonjunktoren har ramt landet hårdt med stigende arbejdsløshed og stigende tvangsauktioner (selvom der i den seneste måned er set en forbedring af tallene), så der er ingen tvivl om at vi i den kommende tid vil se at restancerne vil stige.

På lovgivningssiden kan ændringer ses både som muligheder og trusler, sker der en udvikling i lovgivningen, der åbner nye markeder, det kunne være højere belåningsprocenter eller mulighed for at belåne enkelte andelslejligheder og ikke som i dag hvor der er selve ejerforeningen der skal optage lånet. Lovreguleringer kan imidlertid også gå imod BRFkredit, som tilbage i 80'erne hvor politiske stramninger gjorde det vanskeligt at drive realkreditvirksomhed på en rentabel måde. Sådanne stramninger vil uden tvivl presse kunderne og derfor presse BRFkredit. Lovændringerne kan også være rettet direkte mod BRFkredit, i form af nye kapitaldækningskrav, krav og hvad der må placeres penge i, krav om særlig uddannelse til kunderådgiverne¹⁷ og lignende.

¹⁷ Børsen (2009)

Sammenhold af interne og eksterne forhold

Styrken "uafhængigt realkreditselskab" har sammenfald med muligheden "Nye strategiske samarbejder". At der er sammenfald mellem de to punkter skyldes BRFkredit trods det at tilbyde kunderne et uafhængigt selskab, godt er klar over at det at møde kunderne er vigtigt. Samtidig har de mindre pengeinstituter mulig for at tilbyde kunden fuld belåning af hele huset og ikke sende kunde i videre til en større bank, der vil kunne tilbyde "hele pakken". Samme tilgangsvinkel skabes over for EDC, som med deres medarbejdere sikre en god rådgivning af kunden. Der skabes derfor en konkurrencefordel i form at der ikke kræves et filialnet der skal betales for. Det giver dog også svage sider "manglende filialnet" og "opsøger ikke nye markeder" hindre den mulighed andre banker har med baggrund i en større volumen, der skal således arbejdes på at binde samarbejdspartnere tættere til BRFkredit, eller alternative løsninger til distributionen.

Styrken "veluddannede medarbejdere" og muligheden "annonceværdi i form af medieomtale", det er klart at som følge af en stor viden omkring den danske boligøkonomi og realkredit i almindelighed, skaber det at optræde i aviser og tv en god presseomtale, som underbygger den rådgivning BRFkredit efterfølgende forsøger at videregive til kunderne. Medieomtalen skal også gerne på længere sigt medvirke til at nye kunder vælger BRFkredit.

Styrken "stærk teknologisk platform" og muligheden "teknologi – selvbetjeningsløsninger" grundet den store satsning på selvbetjeningsløsninger, har BRFkredit i dag en fordel i forhold til konkurrenterne. Det ses dog at de øvrige spillere ligeledes også er på vej med lignende teknologi. Men den fordel BRFkredit har på nuværende tidspunkt kan med fordel udnyttes. Det at have en stærk platform skal også gerne medvirke til at hindre "illoyale kunder" ved at forsøge at binde kunden tættere til BRFkredit, ved at have en mere direkte salgskanal til kunden.

Alt dette som forsøgt underbygget af den gældende vision men også af de omtalte kerneværdier.

ÅRSRAPPORT

Dette afsnit vil forsøge at give et overblik over de vigtigste punkter i BRFKredits resultatopgørelse og balance. Det er imidlertid værd at bemærke at bankregnskaber varierer en del fra traditionelle regnskaber fra en producerende virksomhed.

Meningen med bank og realkredit

I sin mest simple form er en bank i princippet til for at acceptere indlån fra kunder og låne disse penge ud til andre kunder, for derigennem at tjene på renteforskellen mellem indlånsrente og udlånsrente, også kaldet rentemarginalen. Princippet for banker finder også anvendelse i realkreditinstitutter, men i stedet for indlån, udsteder kreditforeningerne obligationer, som bliver solgt på kapitalmarkederne som derigennem sikre et provenu til kunden. På denne måde tjener realkreditinstitutterne ikke direkte på rentemarginalen, men nærmere på det bidrag som kunderne betaler for at få adgang til kapitalmarkederne. Banker og realkrediten spiller derfor en vigtig rolle i den samlede samfundsøkonomi, også på en mere indirekte da udlån fra banker og kreditforeninger via nye indlån i banker igen vil kunne genudlånes mod at bankerne tilbageholder en mindre del i reservemidler¹⁸ også kaldet multiplikatoreffekten.

Imidlertid er verden ikke helt så simpel som beskrevet ovenfor, som det ses af nedenstående gennemgang af resultatopgørelsen og balancen.

Renteindtægter
Renteudgifter
Netto Renteindtægter
Udbytte af aktier mv.
Gebyrer og provisionsindtægter
Afgivne gebyr og provisionsudgifter
Netto rente- og gebyrindtægter
Kursreguleringer
Andre ordinære indtægter
Udgifter til personale og administration
Af- og nedskrivninger på immaterielle og materielle aktiver
Tab og nedskrivninger på fordringer
Resultat af kapitalandele i ass. Virksomheder
Ordinært resultat før skat
Skat
Årets resultat

Figur 13: Oversigt over et bankregnskab

¹⁸ Mankiw (2002), side 484-485

Indtjening i en bank kan inddeles i to hovedgrupper, renteindtægter, -udgifter og ikke-renteindtægter, -udgifter. Renteindtægter er for langt hovedparten genereret fra udlån til kunder og modregning af de renteudgifter der tilfalder investorer, enten via rente og udbytte på obligationer eller via forskellige typer indlån fx ansvarlige lån, mezzaninkapital eller simple anfordringer (typisk almindelige indlånskonti). Renten kan på denne måde opgøres som prisen på penge, den pris henholdsvis kunden og banken (herunder BRFkredit) er forpligtet til at betale for de lånte midler. Det kan derfor være vanskeligt at adskille et finansielt virksomheds regnskab i hvilke dele af renterne der hører til driften og hvilke til selve finansieringen.

Hvad angår ikke-renteindtægter og -udgifter kommer indtægterne primært fra forskellige gebyr, fx i forbindelse med udbetaling af lån, kurtage på obligationshandler, gebyr på forskellige former for garantistillelse og i banker kan det være kreditkortgebyr. Kigger man på omkostningssiden er der ud over de nævnte renteudgifter ligeledes poster som, personale som andrager en betydelig andel i finansielle virksomheder, da uddannelsesniveauer er relative højt og lønningerne derfor også er højere end andre sektorer. Andre store poster er provisionsomkostninger til samarbejdspartnere og tab og hensættelser på lån, som svinger meget fra tider med højkonjunktur til tider med lavkonjunktur¹⁹, selvsagt vil der i opgangstider være relativt få der misligholder deres lån, normalt blive niveauet bestemt ud fra en skøn over både observerede og forventede misligholdelse, så i sidste ende er det vurdering og tillidssag fra ledelsens side. Derfor kan dette punkt netop bruges til at udjævne resultatopgørelsen, så der i gode år tilsidesætte i overkanten og i dårlige år det modsatte.

Hvad angår balancen kan denne igen blive inddelt i renteskabende- og ikke-renteskabende aktiver. De ikke-renteskabende aktiver er ting som likviditetsreserver, indeståender i centralbanker såvel inventar og lignende. De rentebærende aktiver er poster som værdipapir og udlån til kunder. Netop udlån er den helt afgørende andel af de samlet aktiver og står for op i mod 65-70 pct. generelt er erhvervsudlån procentvis den største post inden for udlånsporteføljen set i forhold til privatudlåns porteføljen. Så selvom det generelt er privatlån der misligholdes mest, har erhvervslånene en større indvirkning på kreditforeningerne og bankerne alene af den grund at de har større engagementer.

På passivside findes den funding banken eller realkreditinstituttet gør brug af. Disse fundingmuligheder er for bankers vedkommende inde for indlån fra kunder og ansvarlige lån eller andre pengemarkedslån. For realkrediten kommer langt hovedparten af fundingen fra obligationsudstedelse og kan derfor anses som en form for ”indlån”. Endelig er der også virksomhedens egenkapital, bestående af aktier samt reserver der reguleres af lovgivning. Selve opdelingen af egenkapitalen i aktiekapital og reserver har ikke nogen særlig betydning i forbindelse med værdiansættelsen, da de begge kan ses som permanent del af kapitalen og derfor til dels er tilstede for regnskabs- og lovgivningsmæssige formål.

¹⁹ Miller, Willian D. (1995) – side 114 – 119

REGNSKABSANALYSE

Afsnittet vil give en introduktion til den finansielle analyse af BRFkredit. Det vil blive klarlagt hvordan BRFkredit udnytter de ressourcer og kompetencer, som er fundet under den strategiske analyse, til at skabe resultater på bundlinjen og hvorledes dette er sket over tid. Det vil primært være årene 2005 til 2008 der vil blive analyseret, dette skyldes der er ændret regnskabspraksis mellem 2004 og 2005 og sammenligning kan derfor være påvirket af dette.

Anvendt regnskabspraksis

BRFkredit har i 2005 påbegyndt ændringen af regnskabspraksis, dette er sket i overensstemmelse med lov om finansiell virksomhed, der med virkning fra januar 2005, gav mulighed for at anvende de internationale regnskabsstandarter IFRS²⁰. Endvidere er det EU ønske at sammenligningen mellem europæiske virksomheder herunder banker, skal øges. Dette kan blandt andet gøres via fælles regnskabsstandarter, det derfor været nødvendigt at ændre den danske lovgivning. Det har samtidig været til hensigt at bringe de amerikanske²¹ og europæiske regler tættere på hinanden.

Overgangen til IFRS har medført en række ændringer i regnskabet også med tilbagevirkende kraft, BRFkredit har derfor omregnet tallene for 2004 så de er sammenlignelige med 2005 tallene²².

Hovedtal for BRFkredit

Hovedtal for 2004 til 2008, tallene i 2004 er korrigeret for overgangen til den nye regnskabsstandard IFRS. Nedenfor er vist uddrag fra resultatopgørelsen og balancen

(i hele mio Dkr.)	2004	2005	2006	2007	2008
Netto Renteindtægter	1.012	1.062	1.100	1.289	1.530
Netto rente- og gebyrindtægter	1.158	1.269	1.208	1.398	1.612
Kursreguleringer	-78	144	197	209	-646
Andre ordinære indtægter	18	17	19	22	22
Udgifter til personale og administration	-693	-744	-799	-834	-890
Af- og nedskrivninger på immaterielle og materielle aktiver	15	6	16	18	27
Tab og nedskrivninger på fordringer	-126	-81	-129	56	647
Resultat af kapitalandele i ass. Virksomheder	-37	1	3	9	1
Ordinært resultat før skat	479	762	741	730	-575
Skat	105	107	170	142	-75
Årets resultat	374	655	571	588	-500

Tabel 5: Sammenfattet årsregnskab 2004 til 2008

²⁰ IFRS - International Financial Reporting Standards

²¹ GAAP – Generally Accepted Accounting Principles

²² Årsrapport (2005) side 25 – 29.

Som det ses har udvikling fra 2004 til 2007 udviklet sig fra resultat før skat på 479 mio. kroner til 730 mio. kroner, nedgangen i resultatet i den mellemliggende periode skal findes i en nedgang i aktiviteten, som i 2005 var særlig stor grundet relative store renteændringer og en konverteringsbølge.

Hvad angår udlånene har disse også været inde i en meget positiv udvikling fra i 2004 at ligge på 145 milliarder kroner til i 2008 at have nået et niveau på næsten 213 milliarder kroner.

	2004	2005	2006	2007	2008
Udlån	145.067	164.011	178.498	192.834	213.909
Obligationer og aktier	44.229	25.116	9.804	13.251	11.253
Øvrige aktiver	21.446	18.888	13.097	8.861	8.676
Aktiver i alt	210.742	208.015	201.399	214.946	233.838
Udstedte obligationer	184.870	185.277	179.474	192.893	186.979
Øvrige passiver	16.843	13.028	11.551	11.006	36.469
Egenkapital	9.029	9.710	10.374	11.047	10.390
Passiver i alt	210.742	208.015	201.399	214.946	233.838

Tabel 6: sammenfattet balance 2004 til 2008

Tallene overfor vil blive til den nærmere analyse af rentabiliteten, samt en analyse af aktiverne og passiverne. Rentabilitetsanalysen vil tage udgangspunkt at finde og identificerer de drivere der skaber indtjening for BRFkredit, der vil derfor blive kigget på:

- Egenkapitalens forrentning
- Indtjening pr. omkostningskrone
- Basisindtjening
- Porteføljesammensætning
- Risiko
 - Rente- og kreditrisiko

Resultatopgørelsen

Egenkapitalens forrentning (ROE)

Egenkapitalens forrentning eller Retur on Equity udtrykker hvordan BRFkredit er til at forrente egenkapitalen for aktionærerne (her BRFholding og BRFfonden), og findes ved at sætte indkomsten i forhold til egenkapitalen.

Udviklingen i ROE både før og efter skat ses herunder:

	2004	2005	2006	2007	2008
Egenkapitalforrentning efter skat	4,2	7	5,7	5,5	-4,7

Tabel 7: Egenkapitalforrentning (ROE) 2004 til 2008

Som udgangspunkt er ROE relativ lav ud set i forhold til mange andre virksomheder, her er det dog værd at bemærke at BRFkredit kerneforrentning er realkredit udlån og marginalerne derfor er lave inden for dette område. ROE efter skat på mellem 4,2 og 7 pct. må derfor vurderes som godkendt. Imidlertid er resultatet i 2008 langt under forventningen, dette tydeliggøres også af årsrapporten for 2008 hvor ledelsen og bestyrelsen tydeliggør at en stor del af årsagen, skal findes som følge af uroen på kapitalmarkederne.

Hvis der endvidere sammenlignes med en af de øvrige kreditforeninger Realkredit Danmark, Nordea Kredit, Totalkredit og Nykredit Realkredit ses det at niveauet på i gennemsnit 7 pct. er gældende for sektoren:

	2004	2005	2006	2007	2008
Egenkapitalforrentning efter skat (RD)	7,2	8,0	7,4	7,5	7,6
Egenkapitalforrentning efter skat (Nordea)	7,5	6,0	5,7	6,9	7,0
Egenkapitalforrentning efter skat (Totalkredit)	8,5	10,9	8,9	8,1	7,4
Egenkapitalforrentning efter skat (Nykredit)	7,7	6,8	6,6	6,3	-1,3 ²³

Tabel 8: Egenkapitalforrentning øvrige institutter 2004 til 2008

En af årsagerne til forskellen på BRFkredits ROE efter skat og de øvrige institutters ROE efter skat, skal findes i at de øvrige realkreditselskaber generelt har større sikkerhed for deres tilgodehavender, da moder banken stiller sikkerhed for udlånet og der derfor ikke konstateres ligeså store tab, da disse ikke konstateres direkte hos realkreditselskabet med hos moderbanken.

De underliggende drivere vil herunder blive klarlagt af henholdsvis indtjeningen pr. omkostningskrone underpunkterne under basisindtjeningen.

Indtjening pr. omkostningskrone

Indtjeningen pr. omkostningskrone udtrykker hvor effektiv BRFkredit er til at leverer finansielle ydelser på en omkostningseffektiv måde. Udtrykket findes ved at sætte indtægter i forhold til omkostninger inklusiv hensættelser. Da netop kursreguleringer medindregnes i nøgletallet er det særligt følsomt overfor de samfundsøkonomiske konjunkturer, som det også fremgår af nedenstående tal:

	2004	2005	2006	2007	2008
Indtjening pr. omkostningskrone	1,82	2,14	2,08	1,8	0,64

Tabel 9: indtjening pr. omkostningskrone 2004 til 2008

BRFkredit har således i årene fra 2004 til 2007 ligget på et niveau mellem 1,8 krone til 2,14 krone. Og har således ligget på et pænt niveau set i forhold til den øvrige sektor. Igen

²³ Egen tilvirkning & Årsrapporter fra Nykredit Realkredit, Nordea Kredit, Totalkredit og Realkredit Danmark.

er det kursreguleringerne der bærer skylden for det dårlige resultat i 2008 med 0,64, nøgletallet renset for kursreguleringer er 1,04 og der ville således have været skabt et positivt resultat.

Den øvrige finansielle sektor se således ud i perioden fra 2004 til 2008²⁴

	2004	2005	2006	2007	2008
Indtjening pr. omkostningskrone (sektor)	1,90	2,00	2,10	1,80	-
Indtjening pr. omkostningskrone (Nykredit)	3,04	3,26	3,23	2,25	0,13
Indtjening pr. omkostningskrone (Totalkredit)	3,70	3,80	3,70	3,70	3,60
Indtjening pr. omkostningskrone (RD)	3,16	3,96	3,88	4,14	4,07

Tabel 10: Indtjening pr. omkostningskrone øvrige institutter 2004 til 2008

Sammenligning med de øvrige realkreditselskaber alene er misvisende da alle disse deler omkostninger på koncern niveau. Med hensyn til niveauet i 2008 må det forventes at også branche tallene for sektoren vil komme kunder præs, alene som følge af den økonomiske udvikling.

Basisindtjening

BRFkredit indtjening skabes gennem en række faktorer der blandt andet har sin udspring af markedsudviklingen i Danmark så som renteniveauer, konverteringsbølger og udviklingen på kapitalmarkederne (kursreguleringerne).

Udviklingen i nettorenteindtægterne skal primært tilskrives øgede bidragsindtægter, disse er i perioden steget med i gennemsnit 9 pct. og skyldes øgede realkreditudlån. De til en hver tid værende markedsrenter bliver sendt videre til forbrugeren, da BRFkredit ikke opkræver yderligere end hvad investor modtager i rente. Dette bekræftes ligeledes af at renteomkostningerne er steget i samme omfang som renteindtægterne som vist herunder:

	2004	2005	2006	2007	2008
Renteindtægter (udlån)	6.432,00	6.442,00	6.353,00	7.704,00	9.385,00
Ændring i pct.		0,16%	-1,38%	21,27%	21,82%
Bidrag	604,00	635,00	710,00	780,00	857,00
Ændring i pct.		5,13%	11,81%	9,86%	9,87%
Renteudgifter - udstedte obligationer	6.523,00	6.342,00	6.145,00	7.325,00	8.743,00
Ændring i pct.		-2,77%	-3,11%	19,20%	19,36%

Tabel 11: Nettorenteindtægter og bidrag 2004 til 2008

Den pæne stigning i bidragene må formodes at komme under præs som følge af boligmarkeds udvikling, imidlertid har BRFkredit sat bidragene op på både erhvervslån og privatlån, dette må formodes at til dels modvirke nedgangen.

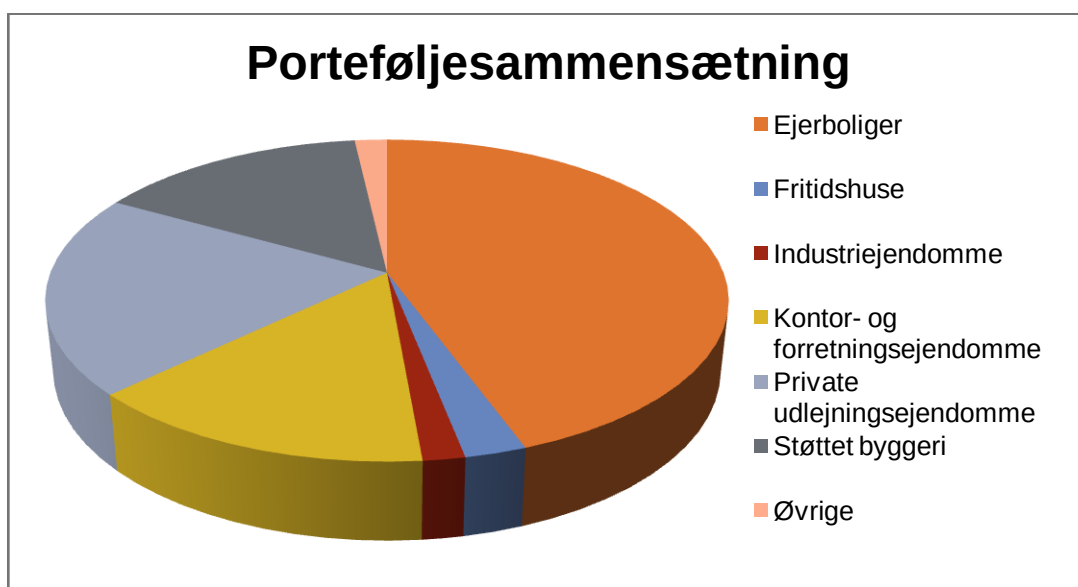
²⁴ Finansrådet (2008) – Finansanalyse 2007 side 70

Ses der på netto gebyrindtægter genereres indtægten for hovedparten i forbindelse med optagelse af nye lån og i forbindelse med konverteringer. Mere herom i forbindelse med budgetteringen.

Balancen

Porteføljesammensætning

I sammensætningen af balancen er der en post der spiller en særlig stor rolle og som medvirker til værdiskabelsen i BRFkredit nemlig udlånet, hvor BRFkredits udlånsportefølje er ydet med pant i fast ejendom, dette reguleres blandt andet af lov om realkreditlån og realkreditobligationer. Sammensætningen ser ud som følger:



Figur 14: Porteføljesammensætning af udlånsmassen

Som det ses er en stor andel tilknyttet privatkunder med cirka 44 pct. men også erhvervssegmenter andrager en stor andel med omkring 40 pct. og endelig det støttede byggeri med omkring 15 pct. Den overordnet risiko ved realkredit udlånet knytter sig til kreditrisici. Væksten i udlånet er tidligere gennemgået under afsnittet ”hovedtal for BRFkredit”.

Netop kreditrisici eller risikoen for at en modpart misligholder sit engagement med BRFkredit, er et område der spiller en central rolle. Der findes derfor en række modeller til at forudsige udviklingen i udlånsporteføljen.²⁵ Foruden den almindelige kreditvurdering der bliver brugt ved godkendelse af kunder inden de kan optage realkreditlån i BRFkredit,

²⁵ Årsrapport (2009), side 25

samme fremgangsmåde anvendes af de øvrige institutter, som skal sikre at de valgte kunder er tilstrækkeligt kreditværdige.

De seneste års restanceprocent se her under:

	2004	2005	2006	2007	2008
Restanceprocent	0,65	0,1	0,07	0,19	1,85

Tabel 12: Restanceprocent 2004 til 2008

Det ses at procenten har ligget på et meget lavt niveau for at stige i 2008, årsagen hertil skal som tidligere omtalt findes i den økonomiske krise Danmark befinder sig i. Igen kan en sammenligning med øvrige kreditforeninger være problematisk, alene af den grund at der er stillet betydeligt flere garantier for udlån af moderbanken. Dette bevirker at restanceprocenten ligner BRFkredit i de gode år men i et år som 2008 vil restanceprocenten stige hurtigere end i de øvrige realkreditselskaber.

Solvens

Solvensen er for lovgivnings side fastlagt, og er derfor alene udtryk for en eventuel overdækning. Solvenskravene til finansielle virksomheder er primært til sikring for at indskydere, obligationsejerne samt øvrige kreditorer og skal sikre at de er kapital til uforudsete hændelser fra kreditorernes side. Minimumskravene findes i lov om finansiell virksomhed §124, stk. 2 nr. 2, og er på 8 pct. det er endvidere et krav fra finanstilsynet at realkreditinstitutter skal sikre at solvenskravet er gældende inden for de enkelte kapitalcentre. BRFkredit solvensprocent fordeler sig i perioden fra 2004 til 2008 således.

	2004	2005	2006	2007	2008
Solvensprocent	14,1	13,3	12,5	12,6	12,3

Tabel 13: Solvensprocent 2004 til 2008

Som det ses er der på trods af et fald fra 2004 til 2008 fortsat en betydelig overdækning i forhold til finanstilsynets grænser. Samme billede gør sig gældende for de øvrige institutter.

Det er imidlertid muligt at anvende egenudviklede modeller via de såkaldte Basel 2 kapitaldækningskrav. De forskriver at et institut kan kategoriseres som et avanceret institut og opnår godkendelse til at anvende interne kapitaldækningsmodeller også kalder IRB-modeller. Her i Danmark er det Finanstilsynet der godkender disse modeller, en godkendelse BRFkredit har opnået i december 2009, dette betyder at der over de kommende år vil være muligt at nedsætte kapitaldækningen / solvenskravet og der vil derfor blive muligt at indtægtsføre disse poster over de kommende år. Disse interne modeller medtager forhold som,

- probability of default (PD), kundernes sandsynlighed for misligholdelse
- loss given default (LGD), kundernes forventede tabsprocent givet at kunderne misligholder

- exposure at default (EAD), kundernes forventede eksponering ved misligholdelse

Renterisiko

Renterisikoen udtrykker de mulige tab der konstateres ved et parallelskift af rentekurven på et procentpoint, igen er der ifølge lovgivningens side fastsat en grænse på 8 pct. Imidlertid er der fra BRFkredits bestyrelses side fastsat et snævre bånd på 5 pct. Endvidere er der fra BRFkredits direktionens side fastsat yderligere grænser for inden for hvilke finansielle instrumenter og værdipapir der ønskes renterisiko, eksempelvis er der kun mulighed for at placere midler i begrænset omfang i erhvervsobligationer. Den nuværende renterisiko stammer primært fra beholdninger af statsobligationer og realkreditobligationer, dette styrkes af der er krav om at en hvis del af basiskapitalen skal være placeret i sikre stats- og realkreditobligationer. Det kan nævnes at BRFkredits renterisiko opgjort i kroner med udgangen af 2008 var på 238 millioner kroner²⁶. Renterisikoen blev i 2008 styret af primært futures og optioner på futures samt via swapkontrakter²⁷. Det ville være muligt at begrænse renterisikoen yderligere, men i dette skal der også huske på at BRFkredit hovedforretning netop omhandler udlån og porteføljestyring hvorfor renterisiko er en nødvendighed for BRFkredit.

Sammenfatning

Igennem regnskabsanalysen af BRFkredit er der fokuseret på rentabiliteten med nøgletal som retur on equity, indtjening pr. omkostningskrone samt basisindtjeningen herunder der risiko der er forbundet med at drive BRFkredit. Endelig er der fokuseret på solvensen eller kapitaldækningskravene. Der er igennem hele analyse set på perioden fra 2004 til 2008. Samtidig har BRFkredit ændret regnskabspraksis i 2005, hvor man overgik til den internationale standard IFRS.

Rentabilitetsanalysen viste at forrentningen af egenkapitalen (ROE), igennem hele perioden lå på acceptabelt niveau, sammenlignet med de øvrige aktører i realkreditmarkedet, dog med den bemærkning at institutterne ikke direkte kan sammenlignes. Hvad angår indtjeningen pr. omkostningskrone, har den over perioden ligeledes ligget på et acceptabelt niveau, sammenlignet med den øvrige banksektor. Det blev bemærket at der på grund af store fald på kapitalmarkederne var kommet præs på netop dette nøgletal, og at det fremover vil være fokus på dette område. Ikke alene som følge af tab på aktier og obligationer, men også de større hensættelser der er konstateret i

²⁶ Risiko (2009)

²⁷ En swapkontrakt er en aftale om at bytte fx renter. Bank 1 betaler fast rente til bank 2, mod at bank 2 betaler en variabel rente (fastsat ud fra fx CIBOR) til bank 1. Ud over renteswaps findes en lang række andre sammensætninger fx valuta, Credit Default Swaps, Equity Swaps og andre.

regnskabet for 2008 og som må forventes at være gældende i den komme tid, som følge af udviklingen i den danske økonomi og udviklingen på boligmarkedet.

Ses det udelukkende på rentemarginalerne, sås det at disse kan være svære at sammenligne med den øvrige finansielle sektor, alene af den grund at der ikke lægges et spread på den rente kunden betaler set i forhold til den rente BRFkredit betaler til investoren af BRFkredit obligationer. De lave marginaler viser på samme måde at der på det danske realkreditmarked er en relativ hård konkurrence, som gør at der heller ikke kan hentes flere penge på en stor forøgelse af bidragene. Hvad angår udviklingen i renter og gebyr blev det tydeliggjort at disse er meget afhængige af aktivitetsniveauet, og at der således i perioder med stor konverteringsaktivitet vil være en stor fremgang i nettogebyrindtægter.

VÆRDIANSÆTTELSE AF BRFKREDIT A/S

Alle aktiver, finansielle såvel om fysiske, har en værdi. Nøglen til optimal værdiansættelse ligger ikke nødvendigvis kun i at kende den "sande" værdi, men nærmere hvad der skaber denne værdi. Som sagt alt kan i princippet værdiansættes, det er kun vejen til målet der er forskelligt. Derudover er der et fremherskende synspunkt: "hvad nytter værdiansættelse når der alligevel er et "større fjols" der vil betale en højere pris."²⁸ selvom dette er en mulighed er det trods alt en farlig vej at bevæge sig ned af, da dette "større fjols" ikke nødvendigvis altid vil være der, netop her kommer værdiansættelsen ind i billedet.

Den strategiske analyse, belyste de mikro- og makroøkonomiske sider, regnskabsanalysen anskueliggjorde BRFKredits finansielle situation her og nu. Slutteligt er derfor den endelige værdiansættelse af virksomheden. Til at estimerer værdien anvendes en værdiansættelsesmodel.

Valg af værdiansættelsesmodel

Der findes en lang række modeller til fastsættelse af en virksomhedsværdi. Modellerne kan generelt deles op i fire grundmodeller²⁹:

- Kapitalværdibaserede modeller
- Relative værdiansættelsesmodeller
- Substansmodeller (likvidation)
- Optionsmodeller

De enkelte modeller har alle deres styrker og svage sider, og finder alle anvendelse i større eller mindre grad.

Kapitalværdibaserede modeller

De kapitalværdibaserede modeller bygger på en grundmodel nemlig dividendemodellen, som er baseret på forudsætningen om at det eneste cash-flow en investor modtager, er fremtidige udbyttebetalinger. Selskabets værdi findes derfor ved at tilbagediskonterer de fremtidige udbyttebetalinger.

Fra denne grundmodel findes der en række under modeller, en af disse er Discounted Cash Flow modellen (DCF), denne model har betydelige sammenfald med dividende modellen. Modellen tilbagediskonterer i modsætning til dividendemodellen ikke udbyttebetalinger men det totale cash-flow fra driftsaktiviteterne der står til rådighed for investor. Denne model bruges ofte af analytikere ved værdiansættelse af virksomheder, imidlertid kræver modellen at det er muligt at skille virksomhedens aktiviteter op i drift og finansieringsaktiviteter og fastlægge det frie cash-flow. I BRFKredit og øvrige finansielle virksomhed er dette ikke muligt eller kun under stærke forudsætninger, hvorfor modellen generelt ikke anvendes ved værdiansættelse af bank, kreditforeninger og

²⁸ Damodaran, Aswath (1996), side 1 – 8.

²⁹ Petersen & Plenborg – Værdiansættelse af virksomheder side 5.

forsikringsselskaber. ³⁰ Endvidere bliver der i artiklen af Thomas Plenborg³¹ fremført at hvis der anvendes mange forudsætninger eller cash-flow bliver simplificeret i for høj grad, bør man som analytiker anvende alternative værdiansættelsesmodeller, som fx residualindkomstmodellen, som bygger på en mere regnskabsbaseret tilgangsvinkel, mere herom senere.

Denne type af modeller der anvender residualindkomsten findes i flere forskellige varianter, bl.a. kan nævnes Eva^{TM32}, EP (economic profit) og ER (economic rent). Men selvom det findes flere varianter er grundtanken den samme, at virksomhedens overskud ikke udelukkende skal måles efter omkostningerne til driften, men også omkostningerne til kapitalindskyderne skal tages i betragtning, inden der kan tales om en egentlig værdiskabelse for aktionærerne.

Endeligt anvender både EVA- og DCF-modellen de vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger - WACC³³ som afkastkrav. WACC tilgodeser både ejer og långivere, hvorfor både rentekomkostninger og gældsandel skal findes i regnskaber eller estimeres. Dette skaber de tidligere nævnte problemer med at det er en finansiell virksomhed, da det ikke er muligt at opdele hvilke dele af rentekomkostninger og andelen af gæld der vedrører virksomheden selv og ikke er den del af udlånet til kunder, disse udfordringer med den finansielle sektor, ses det i litteraturen³⁴ at der bør anvendes alternative tilgangsvinkler så netop problemerne med den investeret kapital og ROIC undgås, hvorfor netop residualindkomstmodellen har sin styrke da denne netop tilbagediskonterer med egenkapitalomkostningerne.

Relative værdiansættelsesmodeller

En "let" tilgangsvinkel til værdiansættelse er at se på de multipler som virksomheden leverer og om de over- eller underproformer. Man ser at på de traditionelle regnskabsnøgletal og sammenligner disse med sammenlignelige virksomheder, brancher eller markeder generelt. Selve værdiansættelsen kan være et tværsnit at disse sammenlignelige nøgletal.

En meget anvendt model er P/E-modellen, selve modellen er ikke en egentlig værdiansættelsesmodel, men nærmere et aktierelateret nøgletal, som kan benyttes til at beregne, hvad en investor må betale for at få andel i virksomhedens overskud. Ved sammenligning af P/E værdier mellem virksomheder kræver det imidlertid at nogle forudsætninger er opfyldt for at en sammenligning må antages at være retvisende. Betingelserne her er at selskaberne der sammenlignes har samme vækstpotentiale og

³⁰ Koller (2005)

³¹ Plenborg, Thomas: Valg af (ideel) værdiansættelsesmodel

³² EVA-modellen er et varemærke tilhørende konsulentfirmaet Stern Stewart & Co.

³³ WACC = Weighted Average Cost of Capital

³⁴ Koller (2005)

risikoprofil. Denne forudsætning kan virke let overkommelig, men selvom to selskaber som er på samme marked har de ikke nødvendigvis samme risikoprofil, eller henvender sig til forskellige kundegrupper som udadtil kan virke nært beslægtede men når det kommer til stykket ikke er det.

Der kan derfor argumenteres for at de relative værdiansættelsesmodeller ikke er meget velegnet til formålet, da det i praksis er svært at finde to ens selskaber. Man kan argumentere for at det er en hurtig og let måde at enten tjekke resultater udregnet ved andre modeller. Eller i en situation hvor der ikke er tid/mulighed for at fortage en mere dybdegående analyse.

Substansmodeller

Modellen søger at finde værdien af virksomheden ved at værdiansætte alle aktiver og passiver til aktuel handlesværdi. Modellen bygger på virksomhedens regnskabsmæssige egenkapital hvorefter aktiver og passiver korrigeres til faktisk handelsværdi. Korrektionerne kan for eksempel være grunde/bygninger, inventar, værdipapir. Efter dette findes "restværdien" af virksomheden som benævnes substansværdien.

Modellen finder ikke anvendelse i stor grad, grundet det meget store kendskab der kræves til virksomheden og dets aktiver og passiver, modellen anvendes primært ved nedlukning af virksomheder.

Optionsmodeller

Endelig er der optionsmodeller der som navne antyder bygger på en mulighed (en option), koblingen til værdiansættelsen er at såfremt en given hændelse indtræffer, så vil virksomheden have en given værdi. En "option" kunne være at et produkt kan leve op til budgetterne, eller at der er en given vækst i virksomheden.

På samme måde som substansmodellen kan denne model være svær at anvende i praksis.

I ovenstående gennemgang har det været til hensigt at skabe et overblik og der mulige løsninger der kan anvendes ved fastlæggelse af en virksomheds værdi. Da der i denne analyse er tale om en finansiell virksomhed vil det som tidligere nævnt være residualindkomstmodellen der vil blive anvendt.

Efter at have afsluttet værdiansættelsen af virksomheden tilskyndes det til at man i alle tilfælde laver en følsomhedsanalyse, for at finde eventuelle parameter der har særlig betydning for værdien af selskabet, og dermed den over eller under pris det fremkommer.

Residualindkomstmodellen

Residualindkomstmodellen³⁵ beregner en virksomheds værdi ud fra forecast af residualindkomst i fremtiden samtidigt med at den tager udgangspunkt i den bogførte værdi af virksomhedens egenkapital. Modellen kan opskrives som:

$$V_0^E = EK_0 + \sum_{t=1}^t \frac{(ROE_{t-1} - k_e) \times EK_{t-1}}{(1 + k_e)^t} + TV$$

Hvor:

V_0^E = Beregnet værdi af virksomheden

EK = Bogført værdi af Egenkapitalen

ROE = Egenkapitalforrentning

k_e = Egenkapitalomkostningerne eller ejernes afkastkrav

TV = Virksomhedens terminalværdi efter budgetperioden

Som det ses er ovenstående model opbygget af tre dele: den bogførte egenkapital på tidspunktet for værdiansættelsen dertil tillægges nutidsværdien af residualindkomsten i budgetperioden og endeligt virksomhedens terminalværdi.

Der er derved fremkommet nogle variable der skal tages stilling til i de følgende afsnit, der drejer sig om:

- Del 1, virksomhedens bogførte egenkapital og eventuel dirty surplus accounting
- Del 2, fastlæggelse af ROE (egenkapitalforrentningen) og KE (ejernes afkastkrav) og
- Del 3, terminalværdien i virksomheden

Disse tre dele vil blive gennemgået både teoretisk og med faktiske tal til brug for den endelige beregning og vurdering af BRFkredits aktuelle markedsværdi.

Egenkapital i BRFkredit

Som nævnt tage residualindkomstmodellen stort afsæt i den bogførte egenkapital ved værdiansættelse af virksomhed. Dette styrker modellen da den netop bruger virksomhedens udvikling til at fremskrive udviklingen fremefter.

³⁵ Elling & Sørensen 2005

Derfor består en stor del af værdien af et selskab af den bogførte egenkapital. Dette er medvirkende til at lette arbejdet, da det således kun er nutidsværdien af residualindkomsten og terminalværdien der skal fastlægges.

Dirty surplus accounting

Residualindkomstmodellen hviler på forudsætningen om at der ikke bogføres poster direkte på egenkapitalen også kaldet clean surplus accounting, hvilket vil sige, at alle indtægter og omkostninger herunder eventuelle kursreguleringer skal føres via resultatopgørelsen. Sikres dette igennem hele budgetperioden resulterer det i at modellen bliver immune overfor indregningsmetoder, ændringer i regnskabsprincipper mv. denne egenskab er netop unik for denne type model (sammen med EVA-modellen).

Denne problematik er dog ikke aktuel for BRFkredits regnskab, da der hverken er bogført goodwill eller generelle kursreguleringer der ikke er ført i resultatopgørelsen³⁶.

Return on Equity og ejernes afkastkrav

Beta udtrykker den systematiske risiko og indgår i beregningen af ejernes afkastkrav. Beta viser risikoen der er på en given aktie i forhold til det samlet marked, og udtrykker den markedsrisiko der er gældende så som: usikkerhed i økonomien, oliepris, inflation, politiske forhold o.lign. denne risiko kan ikke bortdiversificeres som den usystematiske risiko kan.

Beta kan tolkes på følgende måde:

Beta	Betydning
Beta = 0	Risikofri investering
0 < beta < 1	Mindre risiko end marked
Beta = 1	Risiko er lig med markedet
1 < Beta	Risiko større end markedet

Tabel 14: Betydningen af beta

Som omtalt kan CAPM hjælpe med at fastlægge ejernes afkastkrav, idet det grundlæggende i modellen er at fastlæggelsen af virksomhedens risiko relativt til markedets, og under forudsætning at markedet er effektivt og der ikke gives risikopræmie for usystematisk risiko kan modellen skrives som:

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

- Hvor r_f er den risikofrie rente,
- Beta er virksomhedens systematiske risiko relativt til markedet og

³⁶ BRFkredit 2008 – det fremgår af årsrapporten at kursreguleringer medindregnes i resultatopgørelsen, samtidig er der ingen post ”goodwill” der skal korrigeres.

- $E(r_m)$ er forventede risikopræmie.

Markedsporteføljen indeholder i princippet alle aktiver der er tilgængelige i markedet. Hvilket betyder at nogle virksomheder må have en beta-værdi over en og andre under en.

En beta-værdi for BRFkredit, kan ikke findes via diverse kurslister som med øvrige børsnoteret selskaber. I stedet er anvendt et gennemsnit af flere danske banker hvor der er lagt en vægt ind i forhold til deres størrelse i markedet³⁷.

	Beta	Vægt
Danske Bank	0,7	30%
Nordea	0,65	30%
Sydbank	1,3	15%
Jyske Bank	1,32	15%
Alm. Brand	1,35	5%
Lån og Spar Bank	0,31	5%
Vægtet Beta		0,881

Tabel 15: Betaværdier i øvrige banker

Denne beta vurderes at være retvisende, det må antages at BRFkredit har en beta der følger markedet, og måske lidt under markedet generelt, da der er tale om realkreditlån der anses for en mindre risikobetonet sektor en generel bankvirksomhed, som de øvrige listede selskaber er inde for. Samtidig må det også forventes at beta-værdien over den seneste periode har været stigende som følge af den globale finanskrisen. Der ligesom øvrige banker og kreditforeninger også har ramt BRFkredit.

Den estimerede betaværdi kan nu anvendes til at finde egenkapitalomkostningerne (K_E):

$$K_E = 0,0362 + 0,881 \times 0,033 = 0,0597$$

Vækstudsigter/Budgettal

Første skridt i at fastlægge de fremtidige udvikling i resultatopgørelsen er at fastlægge de forudsætninger der skal ligge til grund for det videre arbejde. Der skal derfor tages stilling til hvordan fremtidige nettorenteindtægter, gebyrindtægter og generelle udgifter udvikler sig.³⁸

Frem mod terminalværdien er det nødvendigt at fastlægge hvordan BRFkredit vil vokse i fremtiden dette sker igennem at fastlægge en budgetperiode. Der er anvendt en periode på 6 år frem mod og den endelige værdiansættelse af BRFkredit. Denne periode er alene valgt

³⁷ Euroinvestor (2009)

³⁸ Miller (1995) side 191 ff.

ud at desto længere periode der vælges des vanskeligere er at det at budgettere korrekt, samt at det er praksis at anvende 5-7 år³⁹.

Ses der på resultatopgørelsen som ligger til grund for fastlæggelsen af residualindkomsten, er det tydeligt at indtægter og omkostninger kan opdeles i to dele:

- nettorente – og gebyr indtægter og
- BRFkredit øvrige indtægter og udgifter.

Som udgangspunkt danner offentliggjorte årsregnskaber for perioden 2004 til 2008 grundlag for den videre budgettering, udtømmende årsregnskab kan ses i bilagene. Igennem gennemgangen af forudsætningerne og budgettallene vil der blive inddraget elementer fra regnskaberne.

Netto rente- og gebyrindtægter

Generelt er nettorenteindtægterne en stor bidragsyder til bank- og realkreditselskabers årsregnskaber, det samme er de gebyr der bliver opkrævet ved optagelse af nye lån og bidrag de enkelte kunder betaler til BRFkredit.

Nettorente indtægter

En af BRFkredits primære indtægtskilder og en stor post i regnskabet. Udviklingen i denne post er styret af udviklingen i det generelle renteniveau på både de korte og lange renter og af hvordan udlånet vokser i BRFkredit. Det er dog værd at bemærke at balanceprincippet stadig er gældende, hvilket betyder at udlån og udstedelse af obligationer stemmer overens. Det er således ikke den store forskel i rentemarginalerne på realkreditvirksomhed, der skal derfor også skabes værdi i den afdækning der sker. Det er således ikke kun forskellen mellem udlån og udstedelse af obligationer, da denne rente er den samme, men den samlet rentemarginal der skal kigges på. Nedenfor er vist udviklingen for perioden 2004 til 2008

	2004	2005	2006	2007	2008
Netto Renteindtægter	1.012,00	1.062,00	1.100,00	1.289,00	1.530,00
Renteindtægter	7.659,00	7.507,00	7.403,00	8.855,00	10.665,00
Renteudgifter	6.523,00	6.342,00	6.145,00	7.325,00	8.743,00
Rentemarginal af rentebærende aktiver	4,25 %	3,65 %	3,71 %	4,17 %	4,61 %
Rentemarginal af rentebærende passiver	3,32 %	3,28 %	3,29 %	3,68 %	4,02 %
Rentemarginal BRFkredit	0,93 %	0,38 %	0,43 %	0,49 %	0,59 %

Tabel 16: Nettorenteindtægter og rentemarginaler 2004 til 2008

³⁹ Elling & Sørensen – side 234 til 237.

Generelt hen over perioden fra 2004 til 2008 har der været en stigning nettorenteindtægterne på cirka 9 pct. samtidig har rentemarginalen ligget stabilt mellem 0,4 til 0,6 pct. undtagen 2004 som kan henføres til ændret regnskabsprincip imellem regnskabsåret 2004 – 2005.

Med den nuværende finansielle krise og usikkerhed om den danske økonomi⁴⁰ er det vurderet at 2009 vil betyde at renterne kommer under pres. Imidlertid vil bidraget stige i 2009, dette sker som følge af at BRFkredit har hævet sine bidragssatser for udlån på både privat- og erhvervskunder. I årene frem mod 2014 vil den danske økonomi blive forbedret og udlånene og bidrag stige med et niveau på cirka 5 pct. dette skal ses i sammenligning med den tidligere vækst på over 5 pct. det antages derfor at selvom økonomien vil forbedres vil der fortsat være pres på nettorenteindtægterne⁴¹. Udviklingen kan ses herunder

	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Netto Renteindtægter	1.528,56	1.574,56	1.668,65	1.784,32	1.908,09	1.941,55
Renteindtægter	10.407,15	10.715,53	11.343,87	12.116,01	12.941,78	13.195,92
Renteudgifter	8.480,71	8.735,13	9.259,24	9.907,39	10.600,90	10.812,92
Rentemarginal af rentebærende aktiver	4,63%	4,63%	4,64%	4,64%	4,64%	4,64%
Rentemarginal af rentebærende passiver	4,00%	4,02%	4,05%	4,09%	4,13%	4,14%
Rentemarginal BRFkredit	0,63%	0,61%	0,58%	0,55%	0,51%	0,50%

Tabel 17: Nettorenteindtægter og rentemarginaler i budgetperioden

Rentemarginalen er holdt i samme interval, da det forventes at det ikke vil være muligt at hæve særligt bidraget i nærmeste fremtid af hensyn til konkurrencesituationen. Den anvendte rentemarginal underbygges af udmelding fra Realkreditrådet om en lav rentemarginal i realkreditsektoren på omkring 0,5 pct.⁴²

En anden tilgangsvinkel til at finde nettorenteindtægterne kan været i stedet at forsøge at fremskrive selve renteindtægterne og renteudgifterne, var at fremskrive det spread der er mellem renteindtægterne og renteudgifterne⁴³. Men da resultatet her vil være det samme er denne metode fravalgt.

Netto gebyrindtægter

Posten dækker de omkostninger kunder betaler i forbindelse med udbetaling af et realkreditlån, det kan være gebyr for gennemførsel af tinglysningsservice hvor, BRFkredit

⁴⁰ Årsrapport (2009)

⁴¹ Endvidere fremgår det af Finanstilsynets hjemmeside at det samlede udlånsvækst over de seneste år har været på omkring 7 pct.

⁴² Realkreditrådet (2006)

⁴³ Miller (1995) side 193

står for hele det administrative, som at indfri eventuelle andre realkreditlån eller lån i øvrige banker samt fremsendelsen af pantebreve til lysning på tinglysningskontorerne. Det kan også være gebyr som garantier, kurtage på obligationshandler både i forbindelse med låneudbetalinger og ved handel med obligationer med privatkunder der ønsker at investere i obligationer eller for BRFBanks vedkommende normale gebyr, så som for dankort. Nedenfor er vist udviklingen fra 2004 til 2008

	2004	2005	2006	2007	2008
Gebyrer og provisionsindtægter	215	317	215	199	191
Ændring i pct.		47,44%	-32,18%	-7,44%	-4,02%
Gebyrer og provisionsudgifter	-93	-138	-125	-109	-133
Ændring i pct.		48,39%	-9,42%	-12,80%	22,02%
Netto gebyrindtægter	122	179	90	90	58

Tabel 18: Nettogebyrindtægter 2004 til 2008

Som det ses er der store udsving i indtægterne fra gebyr. Dette skyldes at der særligt ved konvateringsbølger sket store stigninger i gebyrindtægterne. Der har i starten af 2009 været en større konvateringsbølge på grund af faldet i de korte renter. Hvilket har betydet at låntagere som lå i 5-7 pct. lån har konverteret til 1-årige rentetilpasningslån med på et renteniveau på cirka 3 pct. Da det efterhånden er blev en folkesport at omlægge sit realkreditlån og det i fremtiden ligeledes vil blive lettere for kunderne som følge af e-handelsløsninger og elektronisk tinglysning at omlægge lånene vil denne tildens fortsætte, hvilket betyder at indtægterne vil sige i de komme år frem mod 2014 med i gennemsnit 5,75 pct. Endvidere vil provisionsudgifterne til primært EDC ikke vokse i samme omfang, da det som følge af en mere direkte kundekontakt vil være muligt at ligge under niveauet for tilgang af gebyr, som det fremgår af nedenstående tabel

	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Gebyrer og provisionsindtægter	192	198	210	225	241	245
Ændring i pct.	1,00%	3,00%	6,00%	7,00%	7,00%	2,00%
Gebyrer og provisionsudgifter	-133	-137	-144	-153	-163	-166
Ændring i pct.	0,50%	2,50%	5,50%	6,50%	6,50%	1,50%
Netto gebyrindtægter	59	61	66	71	77	79

Tabel 19: Nettogebyrindtægter i budgetperioden

Kursreguleringer

Selvom det kan være vanskeligt at fremskrive hvordan kapitalmarkederne udvikler sig i de kommende år, er det imidlertid nødvendigt da der i blandt andet i 2008 er sket store udsving på denne konto, som resulterer i et betydeligt underskud. Udviklingen i værdireguleringer for 2004 til 2008 ses herunder

	2004	2005	2006	2007	2008
Kursreguleringer	-78	144	197	209	-646

Tabel 20: Kursreguleringer 2004 til 2008

Som det ses har der generelt været tale om et overskud på posten for kursreguleringer for perioden 2005 til 2007. Imidlertid var 2008 særligt hårdt ved virksomheder der havde større beholdninger af værdipapir (aktier og obligationer). BRFkredit har som kerneområde at foretage forvaltning af en større beholdning af aktier og obligationer og er derfor ligesom resten af sektoren særligt hårdt ramt, hvilket også fremgår af ovenstående tabel, alene tab på aktier andrager i 2008 360 millioner kroner⁴⁴. Da det må antages at lignende fald i kapitalmarkederne ikke kan gentage sig i mange år fremover er det nødvendigt at foretage en antagelse om at der i fremtiden vil være en hvis form for gevinst på investering i aktier samtidig at der ved hjælp af forskellige former for risikoafdækning.

	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Kursreguleringer	-139	-34	66	164	263	353

Tabel 21: Kursreguleringer i budgetperioden

Fremskrivningen af kursreguleringer sker under antagelse at 2009 fortsat vil være påvirket af et negativ marked, hvilket underbygges af første kvartal af 2009, hvor de store fald er fortsat, imidlertid har der i starten af andet kvartal været positive takter fra markedet generelt, endvidere er de korte renter faldet hvilket har styrket beholdningen af realkreditobligationer som er steget i kurs. På denne baggrund vurderes det at der på trods af et rædselsforår vil se pænere tagter hen mod slutningen af 2009, disse takter vil fortsætte og tiden frem mod 2014 vil betyde at markedet vender tilbage til tidligere tiders stigende markeder.

Fremskrivningen sker derfor på baggrund af udtagelser fra økonomer og en generel terotisk baggrund for at markederne og dermed økonomien bevæger sig i cykliske bevægelser⁴⁵.

Personale- og administrationsudgifter

Personale- og administrationsomkostninger udgør foruden renteposten en stor post på resultatopgørelsen. Det ses af nedenstående tabel hvordan omkostningerne har udviklet sig hen over årene. Det er klart at det primært er lønomkostningerne der udgør en særlig stor del af disse omkostninger.

⁴⁴ Årsregnskab (2009)

⁴⁵ Burda (2009) side 413

	2004	2005	2006	2007	2008
Udgifter til personale og administration	-693	-744	-799	-834	-890
Ændring i pct.		7,36 %	7,39 %	4,38 %	6,71 %

Tabel 22: Personale- og administrationsomkostninger 2004 til 2008

Vurderingen af de fremtidige personale- og administrationsomkostninger er at omkostninger fremefter vil stige, men ikke i samme tempo. Omkostningerne til løn vil i det kommende år forblive uændret, alene som følge af ansættelsesstop og et mindre nedgang i antallet af medarbejdere, samtidig er der fortsat fokus på omkostningerne, hvorfor disse også vil forblive uændret set i forhold til 2008. I åerne der følger er det vurderet at stigningerne i lønningerne vil ligge på niveau med inflationen eller et lille niveau over. Der er på denne baggrund fast at de samlede omkostninger til personale og administration vi ligger på 3 pct. om året.

Dette er selvfølgelig under forudsætning at der ikke ansættes meget nyt personale, men med den forretning der er kørende og begrænsningen i markedet vurderes dette ikke at være tilfælde.

Andre indtægter

Posten dækker over driftsindtægter fra ejendommen i Århus, forskellige former for fortjeneste af salg, der ikke kan relateres til indtægter forbundet med realkreditdriften. Disse indtægter har ligget stabilt på omkring 20 millioner, dette niveau ventes ikke at blive påvirket i nævneværdi grad. Der er derfor lagt en stigning på 2 pct. ind. Et niveau der ventes at følge inflationen.

Tab, hensættelser og afskrivninger

Af- og nedskrivninger har i åerne fra 2004 til 2008 ligget relativt stabilt på omkring 20 millioner kroner årligt. Den primære afskrivningskilde er BRFkredits ejendomme beliggende i Århus og Lyngby.

Afskrivningerne estimeres derfor til fortsat at ligge på et stabilt niveau på cirka 20 millioner kroner årligt. Dette skal ses i lyset af at størstedelen af BRFkredit materielle aktiver bundet de omtalte ejendomme hvor afskrivningerne sker over en lang årrække. Der er ikke opgjort poster i regnskabet der synliggøre at der i den kommende periode skulle være poster der ændre ved dette billede.

For så vidt angår tab og hensættelser er der som beskrevet i den strategiske analyse en udfordring igennem den økonomiske krise Danmark befinder sig i. På den baggrund er det naturligt at hensættelser og tab vil stige i perioder med lavkonjunktur. Således er der i de seneste år hensat et meget begrænset beløb, som det blev tydeliggjort under regnskabsanalysen. I perioden 2004 til 2007 var der under en pct. der misligholdte deres lån.

På denne baggrund er udviklingen i de fremtidige restancer sammensat på følgende måde:

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Tab og nedskrivninger på fordringer	-647	-572	-272	28	128	128	128

Tabel 23: Tab og nedskrivninger for fordringer 2004 til 2008

Der er i 2009 forventninger om fortsatte tab som følge af den økonomiske udvikling, det vurderes dog at selvom 2009 vil være ramt af tab vil de være på et lavere niveau end 2008, som følge af en bedring i den danske økonomi frem mod slutningen af 2009, denne vil blive forstærket igennem 2010, hvor der fortsat vil være tab men igen på et betydeligt lavere niveau end de to forudgående år. Herefter vil niveauet stabilisere sig og ligge på tidligere perioders tal.

Skat

Der betales normal selskabsskat på 25 pct.

Værdien af BRFkredit

Værdiansættelsen tager udgangspunkt i BRFkredits regnskab, se bilagene for nærmere information omkring regnskabstallene. For at fastlægge værdien anvendes som tidligere nævnt residualindkomstmodellen. Modellen anses (i en lidt anden form) som en af grundmodellerne inden for valuation. Residualindkomstmodellen kan ikke stå alene, hele den strategiske del, hvor de ikke-finansielle værdidrivere fastlægges skal tages op til overvejelse i forbindelse med den endelige værdiansættelse. Den beregnede kurs er fundet ud fra en række forudsætninger, som er nærmere gennemgået ovenfor.

Som tidligere beskrevet søger residualindkomstmodellen at tage udgangspunkt i den bogførte værdi af BRFkredits egenkapital, og tilbagediskonterer kun virksomheden overnormale afkast (residualindkomsten). Samtidig udgør terminalværdien en meget begrænset post i det samlede værdiansættelse.

Nedenfor er vist et samlet overblik over resultatopgørelsen med de antagelser der er gjort, samtidig er der vist hvorledes udviklingen vil være i egenkapitalen under disse forudsætninger.

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Budgetperiode							
Netto Renteindtægter	1.530	1.529	1.617	1.757	1.925	2.107	2.197
Udbytte af aktier mv.	24	25	25	26	27	28	29
Netto gebyr og provisionsindtægter	58	59	62	66	71	77	80
Kursreguleringer	-646	-110	-5	97	194	294	384
Andre ordinære indtægter	22	22	23	23	24	24	25
Udgifter til personale og administration	-890	-890	-917	-944	-973	-1.002	-1.032
Af- og nedskrivninger på immaterielle og materielle aktiver	-27	-27	-27	-27	-27	-27	-27
Tab og nedskrivninger på fordringer	-647	-557	-257	43	143	143	143
Resultat af kapitalandele i ass. Virksomheder	1	1	1	1	1	1	1
Ordinært resultat før skat	-575	52	523	1.042	1.386	1.646	1.799
Skat	-75	13	131	261	346	411	450
Årets resultat	-500	39	392	782	1.039	1.234	1.349
Egenkapital primo		10.389	10.428	10.820	11.602	12.641	13.875
Årets resultat		39	392	782	1.039	1.234	1.349
Egenkapital ultimo	10.389	10.428	10.820	11.602	12.641	13.875	15.224

Tabel 24: Udviklingen i regnskabet i budgetperioden

Selve værdiansættelsen af BRFkredit er som beskrevet fundet ved brug af residualindkomstmodellen som vist herunder:

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Egenkapital primo		10.389	10.428	10.820	11.602	12.641	13.875
Årets resultat		39	392	782	1.039	1.234	1.349
Egenkapital ultimo	10.389	10.428	10.820	11.602	12.641	13.875	15.224
ROE	-0,0453	0,0038	0,0376	0,0722	0,0896	0,0976	0,0972
Ejernes afkastkrav (ke)	0,0597	0,0597	0,0597	0,0597	0,0597	0,0597	0,0597
Residualindkomst	-1159	-581	-231	136	347	480	521
Diskonteringsfaktor		1,060	1,123	1,190	1,261	1,336	1,416
Nutidsværdi af RI	362	-548	-205	114	275	359	368
Nutidsværdi af TER	363						
Egenkapital	10.389						
Estimeret markedsværdi	11.114						
Antal aktier	3.064.800						
Kurs pr. aktie	3.626						
Kurs pr. ultimo 2008	3.390						
Kursdifference	237						

Tabel 25: Værdiansættelse af BRFkredit

Aktiekursen udregnes til cirka 3.600 kroner pr. aktie, hvilket er 237 kroner over den nuværende beregnet aktiekurs, det giver en overkurs på 8,85 pct. Da BRFkredit ikke er noteret på Nasdaq OMX, er et vanskeligt at sige om dette niveau er højt eller lavt. Det kan dog bemærkes at øvrige finansielle virksomheder i den seneste tid er faldet voldsomt og der derfor også må forventes at værdiansættelsens aktiekurs er i den høje ende. Samtidig vil ændringer i forudsætningerne have stor betydning for værdien, dette vil blive klarlagt under følsomhedsanalysen.

Som det ses af de estimerede tal for 2009 og 2010 sker der en nedskrivning af værdien i denne periode. Dette er som følge af at egenkapitalforrentningen ligger under det afkastkrav der er fastlagt på knap 6 pct. I perioden fra 2011 til 2014 ligger ROE over Ke hvorved netop residualindkomsten fremkommer, og der skabes yderligere værdi i virksomheden.

Af den samlet værdi af BRFkredit på 11,1 milliarder kroner udgør terminalværdien en meget begrænset andel på knap 4 pct., hvilket netop er kendetegnet for residualindkomstmodellen

Følsomhedsanalyse

Her testes værdien af BRFkredit ved forskellige ændringer i de faktorer der påvirker BRFkredit i størst omfang. Formålet med "stress-testen" er at klarlægge hvor følsom BRFkredit er overfor ændringer i omsætningen, mulige tab på henholdsvis aktier/obligationer og på kunder.

For at skabe et overblik, stress-tester der kun på en variabel ad gangen, en alt andet lige betragtning, samtidig ændres der med samme procentsats på alle variable ligeledes for at kunne sammenligne tal på tværs.

I tabellen nedenfor ses hvorledes aktiekursen vil udvikle sig, hvis der ændres i overskud efter skat og i ejernes afkastkrav (K_e)

	3,21%	i pct.	4,21%	i pct.	5,21	i pct.	5,22%	i pct.	5,23%	i pct.
50%	5.529	54,6%	5.027	40,6%	4.559	27,5%	4.120	15,2%	3.709	3,7%
40%	5.308	48,4%	4.819	34,8%	4.362	22,0%	3.934	10,0%	3.534	-1,2%
30%	5.088	42,3%	4.611	28,9%	4.165	16,5%	3.749	4,8%	3.358	-6,1%
20%	4.867	36,1%	4.403	23,1%	3.969	11,0%	3.563	-0,4%	3.183	-11,0%
10%	4.646	29,9%	4.195	17,3%	3.772	5,5%	3.377	-5,6%	3.007	-15,9%
0%	4.426	23,8%	3.987	11,5%	3.576	0,0%	3.191	-10,8%	2.832	-20,8%
-10%	4.205	17,6%	3.778	5,6%	3.379	-5,5%	3.006	-15,9%	2.656	-25,7%
-20%	3.985	11,4%	3.570	-0,2%	3.183	-11,0%	2.820	-21,1%	2.480	-30,6%
-30%	3.764	5,3%	3.362	-6,0%	2.986	-16,5%	2.634	-26,3%	2.305	-35,5%
-40%	3.544	-0,9%	3.154	-11,8%	2.789	-22,0%	2.448	-31,5%	2.129	-40,5%
-50%	3.323	-7,1%	2.946	-17,6%	2.593	-27,5%	2.263	-36,7%	1.954	-45,4%

Tabel 26: Følsomhedsanalyse ved ændring af overskud og K_e

Som det fremgår af ovenstående tabel, skal der betydelige fald i det årlige resultat efter skat før der får betydelig betydning for aktiekursen. Under forudsætning af uændret afkastkrav til ejerne skal der en stigning på 20 pct. i resultat efter skat før aktiekursen ændre sig med omkring 10 pct., dette skyldes residualindkomstmodellens afhængighed af den bogførte egenkapital.

	50% / 3,21%	-50% / 3,21%	0% / 5,21%	50% / 7,21%	-50% / 7,21%
Egenkapitalandel	61,30 %	100 %	95 %	91,30 %	100 %
Residualandel	19,30 %	0 %	2,60 %	4,30 %	0 %
Terminalandel	19,40 %	0 %	2,60 %	4,40 %	0 %
Total	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

Tabel 27: Værdisammensætning af residualindkomstmodellen

I tabel 27 herover ses det hvorledes de enkelte elementer vægter ved ændring i resultatet og K_e (nutidsværdien af henholdsvis residualindkomsten og terminalværdien samt den bogførte egenkapital). Tabellen viser fire yderpunkter med maksimal stigning og fald i henholdsvis årets resultat og afkastkrav. Som det ses i situationerne med maksimalt fald i årets resultat betyder dette at der destrueres værdi ved den daglige drift. I sådanne situationer tilskrive teorien at virksomheden bør nedlukkes og i stedet skal udbyttet

sendes til investorerne. Imidlertid kan der være flere grunde til faldet og dette bør derfor analyseres nærmere inden.

Ovenfor er vist hvorledes den teoretiske aktiekurs vil ændre sig ved ændringer i det endelige resultat. Men ændringer i årets resultat sker på baggrund af ændringer i de enkelte parametre, nettorenterindtægter, netto gebyrindtægter, personale- og administrationsomkostninger, kursreguleringer og endelig tab og hensættelser. Ændringen i renter, gebyr og ordinærer omkostninger kan med en vis sikkerhed fastlægges og budgetteres. Men hvad angår kursreguleringer samt tab og hensættelser er det en anden snak, disse to parametre er generelt uden for BRFkredit rækkevidde, da det er faktorer som den økonomiske udvikling, tvangsauktioner, den generelle renteudvikling i markedsrenterne og en lang række øvrige samfundsøkonomiske og –politiske faktorer der spiller ind. Samtidig har BRFkredit valgt netop at være eksponeret mod disse to risikofaktorer (kreditrisiko og renterisiko) og på trods af risikominimering eksistere disse risici.

For at analyserer disse to parametre, simuleres der i nedenstående tabel på disse tal, der er lavet en bull-case og en bear-case, hvor kursreguleringer samt tab og hensættelser vil blive analyseret i en positiv og en negativ periode:

Bull-case	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Kursreguleringer	100	100	100	100	100	100
Tab og hensættelser	0	0	0	0	0	0

Bear-case	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Kursreguleringer	-400	-300	-200	-100	0	0
Tab og hensættelser	-550	-400	-350	-100	0	0

Tabel 28: Forudsætninger for Bull- og Bear-case

I bullecase scenariet forventes det at kapitalmarkederne vil rette sig som følge af en generel ændring i samfundsøkonomien, der vil slå fuldt igennem. Relationen til swot-analysen er ændring i den økonomiske udvikling sammenholdt med lovændringer der forbedre mulighederne for boligejerne. Her ses der udelukkende på kursreguleringer samt tab og hensættelser, ændringer i økonomien og lovgivningen vil alt andet lige ligeledes betyde øgede rente og gebyrindtægter som følge af øget aktivitet. Dette aspekt er ikke medtaget her. Relationen til swot-analysen være vækst, den økonomiske udvikling (konjunkturer) og ændringer i lovgivningen. Baggrunden for ikke at simulere på nettorenter er at der som følge af en renteændring, vil denne slå igennem på begge sider, renteindtægterne vil stige i samme omfang som renteudgifterne. Endelig er forholdet personale- og administrationsomkostninger ligeledes ikke medtaget, dette er med baggrund i den stabile udvikling der hidtil har været sammenholdt med at lønomkostningerne fastlægges i overenskomster og på denne baggrund er kendt i flere år ad gangen.

Betydningen af ændringer i kursreguleringer har følgende betydning:

	Efter-værdi	Base-værdi	Forskel i pct.
Bull-case	3.900	3.500	11,4 %
Bear-case	2.500	3.500	-28,5 %

Tabel 29: Bull og Bear case – betydning for værdien

Afvigelsen er klart størst i bear-case situationen, hvilket skyldes de betydeligt øgede omkostninger til tab og hensættelser samtidig med at kapitalmarkederne ikke forbedres, dette bevirker betydelige tab efter skat. Når overskuddet falder, blive ROE ligeledes påvirket og residualindkomsten falder.

Netop denne påvirkning er vigtigt som analytiker at have øje på, således at overraskelser undgås og at konsekvenserne af budgetforudsætningerne er særdeles vigtige.

OVERTAGELSES MULIGHEDER

For at vurdere om BRFKredit kan være et muligt emne til at indgå i en danske eller udenlandsk finansiel virksomhed, er der nedenfor en introduktion af markedet og eventuelle konkurrenter.

Ud over banker kan en overtagelse af en kapitalfond også overvejes som en mulighed, da der gennem en årrække har været øget fokus på netop dette område. Det er set at store danske selskaber som ISS, Matas, Kommunedata (eller KMD som de hedder i dag) og særlig kendt er TDC. Typisk er det kapitalfondenes strategi at gå ind i selskabet og føre selskabet frem til et salg efter 5-7 år. En periode der kan blive forlænget som følge af den nuværende uro i økonomien.

Det typiske billede for kapitalfonde er at de investerer i at udvikle selskabet og træder således først ind i et selskab når det er blevet modent, nystartede selskaber henter i stedet kapital via venturefonde. Det at drive en kapitalfond gør at risikovilligheden er betydelig lavere end ved netop venturefonde.

Tidligere var det primært virksomheder uden for den finansielle sektor kapitalfondene havde deres blik rette mod, dette billede ændrede sig imidlertid i 2006, hvor kapitalfonde begyndte at rette søgelyset mod den finansielle sektor, således var otte procent af de samlede investeringer fra kapitalfondenes globalt set rettet mod netop den finansielle sektor,⁴⁶ en sektor der tidligere blev anset som for besværlig at træde ind i grundet lovgivning og gældssammensætning. Noget der har ændret sig i takt med stigende konkurrence og kapitalfondenes øgede indsigt i sektoren. Blandt andet er den tyske storbank HSH Nordbank delvist opkøbt af fonden JC Flowers, netop JC Flowers & Company har deres hovedområde inden den finansielle sektor. Firmaet har deres fokusområde i USA, Vesteuropa samt i nogen omfang Asien⁴⁷. Ud over JC Flowers findes en række større og mindre fonde og investeringsselskaber med fokus på netop den finansielle sektor.

En anden tilgangsvinkel er at en større dansk eller udenlandsk bank opkøber BRFKredit. Her skal det dog bemærkes at de større danske banker som Danske Bank, Nordea og Nykredit koncernen allerede har en betydelig del af det danske realkreditmarked og der derfor må formodes at en fusion ikke vil være muligt som følge af de danske konkurrencemyndigheder. De næste i række er banker som Jyske Bank, Sydbank og Spar Nord, alle disse banker har på nuværende tidspunkt en tilknytning til Nykredit i form af samarbejdsaftaler med Totalkredit. Samtidig har Nykredit en betydelig aktiepost i Jyske Bank og tidligere har Jyske Bank tillige været stor aktionær i Totalkredit inden salget til Nykredit.

⁴⁶ Finansforbundet (2007)

⁴⁷ BusinessWeek (2009)

Jyske Bank må på denne baggrund afskrives alene som følge af samhørigheden med Nykredit, hvad angår de to øvrige pengeinstitutter, Sydbank og Spar Nord vurderes det at de ikke har den finansielle styrke til at overtage et selskab af BRFkredits størrelse, samtidig er de to banker særligt stærke i Jylland, hvorimod BRFkredit har hovedparten af omsætningen på Sjælland hvor også hovedkontoret ligger.

Endelig er det muligt at se ud over landet grænser, blandt mulighederne er den Svenske bank, Svenska Handelsbanken, som på nuværende tidspunkt allerede er etableret i Danmark. Handelsbanken etableret sig i Danmark i 1992 og har i dag knap 60 filialer placeret rundt om i Danmark blandt andet efter opkøbet af Midtbank, som efterfølgende betød at ledelsen i det tidligere Midtbank blev anklaget for insiderhandel⁴⁸. Handelsbanken koncernen er i dag en af skandinavens største finansielle institutioner og ejer blandt andet det svenske realkreditselskab Stadshypotek. Endelig er Handelsbanken samarbejdspartner med BRFkredit og leverer realkreditudlån til BRFkredit. Handelsbanken må derfor anses som en mulig opkøber af BRFkredit, da koncernen bag har den nødvendige kapital til at overtage BRFkredit. Samtidig har Svenska Handelsbanken kendskab til realkreditvirksomhed, selvom der gælder andre regler for realkredit i Sverige. Det vil imidlertid stadig være en stor opgave at fusionere de to selskaber. Handelsbanken i Danmark har cirka 600⁴⁹ medarbejdere hvorimod BRFkredit har cirka 900 medarbejdere.

Hvad angår øvrige pengeinstitutter fra udlandet, vil det generelt kræve at den udenlandske bank opbygger et filialnet her i landet, med de omkostninger det er forbundet med og den mulige gevinst der ved at opkøbe et realkredit selskab må det anses som en mulighed der ikke ligger først for.

Samlet set vil det at overtage og indarbejde et selskab som BRFkredit i et eksisterende selskab skabe store udfordringer. Hvad enten det sker igennem en kapitalfond der ønsker at trimme selskabet eller via en samarbejdspartner, der vil styrke sin position på det danske marked og blive en mere direkte konkurrent til de store danske banker.

⁴⁸ Wikipedia (2009)

⁴⁹ Wikipedia (2009)

KONKLUSION

BRFkredit har fra sin oprindelige form som ”husejernes kreditkasse i København” været på det danske marked igennem 200 år, en præstation der må siges at være mere end godkendt. Der har igennem tiderne være perioder der var lettere end andre, senest igennem boligkrisen i 80’erne og begyndelsen af 90’erne, en periode der på flere måder blev skelsættende for BRFkredit. Krisen kostede næsen BRFkredit livet, da tvangsauktionerne steg til næsten ufattelige højder. Efter krisen har BRFkredit rejst sig til i dag at være en generelt sund virksomhed drevet og præget af interne og eksterne faktorer.

Igennem første del blev BRFkredits strategiske placering i markedet, det blev analyseret hvilke interne og eksterne interessenter BRFkredit bliver berørt af i dagligdagen. Det blev anskueliggjort at der trods at stå alene som et uafhængigt selskab kan skabe en konkurrencefordel, samtidig er en af de største trusler mod BRFkredit netop det at stå alene uden et stort filialnet. Samtidig blev den danske lovgivning på området kort diskuteret, og hvordan ændringen i lovgivningen kan udvide BRFkredits marked eller indskrænke det betydeligt afhængigt af hvordan lovgivningen falder ud.

Indtil for under et år siden var der ikke mange mennesker der viste meget om subprime krise, nedsmeltning på kapitalmarkederne, og generel stor opbremsning i verdensøkonomien. Heller ikke Danmark kig ramt forbi, og igennem efteråret og vinteren 2008/2009, udviklede krisen sig, der førte til Bankpakke I og Bankpakke II, der medvirkede til at underbygge markederne, det viste sig ikke at være nok og den finansielle krise begyndte at sprede sig til resten af økonomien, hvor boligmarkedet gik i stå og tvangsauktionerne begynde at sige til tidligere tiders niveauer. Under PEST-analysen blev det klarlagt hvorledes udviklingen i netop tvangsauktionerne bevægede sig og der trods bedringen i tallene i de kommende år fortsat kan forventes yderligere tab og hensættelser som følge af dårlige betalere. Særligt realkreditsektoren og dermed BRFkredit blev ramt hårdt af netop nedgang på boligmarkedet fordi BRFkredit netop opererer på dette marked, hvor der har været særdeles høje prisstigninger, prisstigninger der ikke længere er tilstede og det er i dag tydeligt at markedet var meget sårbart overfor selv mindre forskydninger i økonomien.

Markedet som BRFkredit opererer på, er præget af hård konkurrence. Der har derfor indtil nu været fokus på at optimerer forretningen, hvilket blev bekræftet af de interne analyser, som viste særligt indenfor den teknologiske udvikling er der på det seneste sket meget, som har given BRFkredit en lille konkurrencefordel, men som følge af den økonomiske kriser har alle selskaber i realkreditsektoren revideret deres gebyr- og bidragspolitik, hvilket har ført til højere omkostninger, særligt for erhvervskunderne.

Igennem regnskabsanalysen blev der synliggjort at der igennem sektoren ikke er store indtjeningsmarginaler og at sektoren generelt ligger rimeligt lige, det blev imidlertid vist at der øvrige kreditforeninger i kraft af deres tilhørsforholde, på visse punkter var stillet bedre end BRFkredit. Et punkt der på længere sigt godt kan vise sig at være vigtigt.

Igennem regnskabsanalysen blev regnskabet for 2008 kort gennemgået og det blev synliggjort at der på trods af et dårligt resultat med et underskud på 500 millioner kroner, fortsat er en sund forretning, da hovedparten af underskuddet kunne henføres til tab på aktie- og obligationsbeholdningen, en beholdning der over de kommende år må forventes at blive betydeligt forbedret.

Igennem værdiansættelsen blev residualindkomstmodellen præsenteret som vejen til at estimere værdien af BRFkredit. Kursen blev estimeret til 3.600 kroner med en overkurs på omkring 200 kroner

Endelig viste følsomhedsanalysen af de enkelte budgetforudsætninger spiller en stor rolle og af ejernes afkastkrav ligeledes skal estimeres med en vis forsigtighed. Det at analytikeren kender modellen indgående og de bagvedliggende forudsætninger er særligt vigtigt. Bull- og Bear-case situationerne viste at pludselige ændringer i forudsætninger har få stor betydning for den estimeret værdi af BRFkredit.

Afslutningsvis kan spørgsmålet om en mulig overtagelsespartner kun besvares med et måske, der vil uden tvivl være fordele ved at indgå i en større finansiel institution, som befinder sig på flere markeder. Imidlertid vil BRFkredit miste sin uafhængighed af en bank og vil begynde at bevæge sig mod de øvrige realkreditinstitutter i Danmark. Samtidig vil den økonomiske situation i øjeblikket at særligt kapitalfonde ikke har en stor mængde kapital i øjeblikket og en overtagelse af BRFkredit fra denne kant ligger noget ude i fremtiden, men vil uden tvivl være en mulighed.

LITTERATURLISTE

Hjemmesider:

- Realkreditrådet (2009-1) <http://www.realkreditraadet.dk/Branchen/Markedsforhold/markedсандele.aspx>
- Finansforbundet (2007) <http://www.finansforbundet.dk/default.asp?ArtId=92547&mId=708>
- BusinessWeek (2009) <http://investing.businessweek.com/research/stocks/private/snapshot.asp?privcapId=1089967>
- Børsen (2009) http://borsen.dk/finans/nyhed/156377/newsfeeds_rss/
- Dst (2009) <http://www.dst.dk/Statistik/seneste/Indkomst/Tvangsauktioner.aspx>
- Nationalbanken (2009) <http://www.nationalbanken.dk>
- Cepos (2009) <http://www.cepos.dk>
- Euroinvestor (2009) <http://www.euroinvestor.dk/stock/markedOverview.aspx>
- Wikipedia (2009) <http://en.wikipedia.org/wiki/Handelsbanken>

Bøger:

- Burda (2009) Burda, Michael og Wyplosz, Charles
Macroeconomics 5th udgave
Oxford University Press 2009
- Miller (1995) Miller, Willian D.
Commercial Bank Valuation
John Wiley & Son, Inc. 1995
- Elling (2005) Elling, Jens O. og Sørensen, Ole
Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang
Gjellerup 2005

Melander (1998)	Melander, Preben og Hedegaard, Ove Virksomhedsøkonomi & Beslutningsanalyse Jurist- og Økonomforbundets Forlag 1998
Koller (2005)	Koller, Tim og Goedhart, Marc og Wessels, David Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies McKinsey & Company 2005

Regnskaber:

BRFkredit	Årsregnskaber 2004 til 2008
Risiko (2009)	Risiko og kapitalstyring 2008 BRFkredit 2009
Nykredit Realkredit	Årsregnskaber 2004 til 2008
Totalkredit	Årsregnskaber 2004 til 2008
Realkredit Danmark	Årsregnskaber 2004 til 2008
Nordea Kredit	Årsregnskaber 2004 til 2008

Tidskrifter:

Governance and Bank valuation
Journal of Financial Intermediation

BILAG

Bilag 1: Resultatopgørelse i perioden 2004 til 2008

(i hele millioner)	2004	2005	2006	2007	2008
Renteindtægter	7.659	7.507	7.403	8.855	10.665
<i>Tilgodehavender hos kreditinstitutter og centralbanker</i>	196	237	136	155	151
<i>Udlån og andre tilgodehavender</i>	6.432	6.442	6.353	7.704	9.385
<i>Bidrag</i>	604	635	710	780	857
<i>Obligationer</i>	380	104	153	180	233
<i>Afledte finansielle instrumenter</i>	30	71	38	19	16
<i>Øvrige renteindtægter</i>	17	18	13	17	23
Renteudgifter	6.647	6.445	6.303	7.566	9.135
<i>Gæld til kreditinstitutter og centralbanker</i>	62	28	65	103	207
<i>Indlån og anden gæld</i>	14	19	29	58	118
<i>Udstedte obligationer</i>	6.523	6.342	6.145	7.325	8.743
<i>Efterstillet kapitalindskud</i>	44	45	56	74	67
<i>Øvrige renteudgifter</i>	4	11	8	6	0
Netto Renteindtægter	1.012	1.062	1.100	1.289	1.530
Udbytte af aktier mv.	24	28	18	19	24
Gebyrer og provisionsindtægter	215	317	215	199	191
Afgivne gebyr og provisionsudgifter	-93	-138	-125	-109	-133
Netto rente- og gebyrindtægter	1.158	1.269	1.208	1.398	1.612
Kursreguleringer	-78	144	197	209	-646
<i>Realkreditudlån</i>	0	39	-4.024	-5.275	2.641
<i>Udstedte obligationer</i>	0	-30	4.059	5.253	-2.968
<i>Andre udlån og tilgodehavender</i>	28	35	3	14	-7
<i>Obligationer</i>	-42	-126	-67	25	363
<i>Aktier til dagsværdi</i>	214	240	114	144	-360
<i>Aktier - disponible for salg</i>	0	34	-1	-1	40
<i>Investeringsobjekter</i>	5	17	19	2	-10
<i>Valuta</i>	0	0	0	-1	-1
<i>Rentekontrakter samt afledte finansielle instrumenter</i>	-283	-65	94	48	-344
Andre ordinære indtægter	18	17	19	22	22
Udgifter til personale og administration	-693	-744	-799	-834	-890
Af- og nedskrivninger på immaterielle og materielle aktiver	15	6	16	18	27
Tab og nedskrivninger på fordringer	-126	-81	-129	56	647
Resultat af kapitalandele i ass. Virksomheder	-37	1	3	9	1
Ordinært resultat før skat	479	762	741	730	-575
Skat	105	107	170	142	-75
Årets resultat	374	655	571	588	-500

Bilag 2: Balance i perioden 2004 til 2008

AKTIVER (i hele millioner)	2004	2005	2006	2007	2008
Kassebeholdning og anfordringstilgodehavender hos centralbanker	4	75	6	12	19
Tilgodehavender hos kreditinstitutter og centralbanker	19.525	17.170	12.039	7.444	7.004
Obligationer til dagsværdi	42.988	24.210	8.810	12.087	10.497
Aktuelle skatteaktiver	83	4	3	27	63
Midlertidigt overtagne aktiver	13	4	4	5	67
Andre aktiver m.v.	1.326	1.108	326	572	741
Aktier m.v.	1.241	906	994	1.164	756
Udskutte skatteaktiver	0	0	0	0	69
Udlån og andre tilgodehavender til amortiseret kostpris	1.609	1.671	3.460	4.408	5.915
	143.45	162.34	175.03	188.42	207.99
Udlån og andre tilgodehavender til dagsværdi	8	0	7	6	4
Immaterielle aktiver	4	9	8	9	6
Investerings ejendomme	109	115	134	136	127
Domicilejendomme	293	320	490	569	491
Maskiner og inventar (øvrige materielle aktiver)	14	18	16	22	23
Kapitalandele i assoierede virksomheder	76	66	72	65	65
Kapitalandele i tilknyttede virksomheder	0	0	0	0	0
	210.74	208.01	201.39	214.94	233.83
Aktiver i alt	3	6	9	6	7

PASSIVER (i hele 1.000 Dkr.)	2004	2005	2006	2007	2008
Gæld til kreditinstitutter og centralbanker	3.005	3.944	3.620	2.398	28.075
Indlån og anden gæld	960	1.261	1.469	1.944	3.286
Andre passiver mv.	11.328	6.271	4.890	5.074	5.009
Udstedte obligationer til dagsværdi	184.870	185.277	179.474	192.893	185.979
Udstedte obligationer til amortiseret kostpris			0	0	1.000
Gæld i alt	200.163	196.753	189.453	202.309	223.349
Efterstillet kapitalindskud	1.494	1.492	1.493	1.494	4
Hensatte forpligtelser					
Hensættelser til udskudt skat	24	13	26	33	0
Hensættelser til tab på garantier	0	0	0	0	28
Andre hensatte forpligtelser i alt	33	47	54	63	67
Hensatte forpligtelser i alt	57	60	80	96	95
Egenkapital					
Aktiekapital	306	306	306	306	306
Overkurs ved emmision	102	102	102	102	102
Akkumulerede værdiændringer	35	37	76	131	46
Andre reserver					
Reerver i serier	5.048	6.977	8.322	8.716	8.091
Øvrige reserver	3.538	2.287	1.568	1.792	1.844
I alt	8.586	9.264	9.890	10.508	9.935
Egenkapital i alt	9.029	9.709	10.374	11.047	10.389
Passiver i alt	210.743	208.014	201.400	214.946	233.837

Bilag 3: Risikofri rente, Beta og Ke

Kurs	108,86		
2009	5	4,8514	1
2010	5	4,7073	2
2011	5	4,5674	3
2012	5	4,4317	4
2013	105	90,301	5
Kurs	108,86		
Diff	-8E-04		
Effektiv rente	3,062%		

Beta		
	Beta	Vægt
Danske Bank	1,21	30%
Nordea	1,14	30%
Sydbank	1,3	15%
Jyske Bank	1,32	15%
Alm. Brand	1,35	5%
Lån og Spar Bank	0,31	5%
Vægtet Beta		1,181

$KE = RF + BETA * (E(RM) - RF)$		
RF	3,062%	OK
Beta	0,7	
E(RM)	3,062%	
KE	0,0521	

Bilag 4: Budgetperiode, forudsætninger og værdiansættelse

Budgetperiode	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Netto Renteindtægter	1530	1528,56	1574,558	1668,648626	1784,325	1908,091	1941,5548
Udbytte af aktier mv.	24	24,72	25,4616	26,225448	27,01221	27,82258	28,657255
Netto gebyr og provisionsindtægter	58	59,245	61,69068	66,07714863	71,42526	77,19471	79,558323
Kursreguleringer	-646	-139,79	-34,6504	66,568896	164,3436	263,9144	353,70887
Andre ordinære indtægter	22	22,44	22,8888	23,346576	23,81351	24,28978	24,775573
Udgifter til personale og administration	-890	-890	-916,7	-944,201	-972,527	-1001,7	-1031,754
Af- og nedskrivninger på immaterielle og materielle aktiver	-27	-27,27	-27,5427	-27,818127	-28,0963	-28,3773	-28,66104
Tab og nedskrivninger på fordringer	-647	-572	-272	28	128	128	128
Resultat af kapitalandele i ass. Virksomheder	1	1	1	1	1	1	1
Ordinært resultat før skat	-575	6,905	434,7056	907,8475676	1199,296	1400,232	1496,8399
Skat	-75	1,72625	108,6764	226,9618919	299,8239	350,058	374,20996
Årets resultat	-500	5,17875	326,0292	680,8856757	899,4718	1050,174	1122,6299
Egenkapital primo		10.389,00	10.394,18	10.720,21	11.401,09	12.300,57	13.350,74
Årets resultat		5,18	326,03	680,89	899,47	1.050,17	1.122,63
Egenkapital ultimo	10.389,00	10.394,18	10.720,21	11.401,09	12.300,57	13.350,74	14.473,37

	-						
ROE	0,045261157	0,000498484	0,031367	0,063514223	0,078893	0,085376	0,0840875
Ejernes afkastkrav (ke)	0,052056096	0,052056096	0,052056	0,052056096	0,052056	0,052056	0,0520561
	-						
Residualindkomst	1075,063692	-535,632031	-215,051	122,8335028	305,9754	409,8547	427,64252
År		1	2	3	4	5	6
Diskonteringsfaktor		1,052056096	1,106822	1,164438863	1,225055	1,288827	1,3559179
Nutidsværdi af RI		-509,128775	-194,296	105,4872924	249,7646	318,0061	315,38969
Nutidsværdi af TER	286,2227803						
Estimeret markedsværdi	10.960,45						
Antal aktier	3.064.800,00						
Kurs pr. aktie	3.576,24						
Kurs pr. ultimo 2008	3.389,78						
Kursdifference	186,45						

Budgetforudsætninger	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6
0	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
		4,94%	3,58%	17,18%	18,70%	-0,09%					
Netto Renteindtægter	1.012	1.062	1.100	1.289	1.530	1.529	1.575	1.669	1.784	1.908	1.942
<i>Renteindtægter</i>	<i>7.659</i>	<i>7.507</i>	<i>7.403</i>	<i>8.855</i>	<i>10.665</i>	<i>10.407</i>	<i>10.716</i>	<i>11.344</i>	<i>12.116</i>	<i>12.942</i>	<i>13.196</i>
<i>Renteudgifter</i>	<i>6.523</i>	<i>6.342</i>	<i>6.145</i>	<i>7.325</i>	<i>8.743</i>	<i>8.481</i>	<i>8.735</i>	<i>9.259</i>	<i>9.907</i>	<i>10.601</i>	<i>10.813</i>
<i>Renteindtægter</i>	6.432	6.442	6.353	7.704	9.385	9.103	9.377	9.939	10.635	11.379	11.607
<i>Ændring i pct</i>		0,16%	-1,38%	21,27%	21,82%	-3,00%	3,00%	6,00%	7,00%	7,00%	2,00%
<i>Bidrag</i>	604	635	710	780	857	874	900	954	1.021	1.093	1.115
<i>Ændring i pct</i>		5,13%	11,81%	9,86%	9,87%	2,00%	3,00%	6,00%	7,00%	7,00%	2,00%
<i>Obligationer</i>	380	104	153	180	233	238	245	255	262	270	273
<i>Ændring i pct</i>		-72,63%	47,12%	17,65%	29,44%	2,00%	3,00%	4,00%	3,00%	3,00%	1,00%
<i>Øvrige renteindtægter</i>	243	326	187	191	190	192	194	196	198	200	202
<i>Ændring i pct</i>		34,16%	-42,64%	2,14%	-0,52%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
<i>Renteudgifter - udstedte obligationer</i>	6.523	6.342	6.145	7.325	8.743	8.481	8.735	9.259	9.907	10.601	10.813
<i>Ændring i pct</i>		-2,77%	-3,11%	19,20%	19,36%	-3,00%	3,00%	6,00%	7,00%	7,00%	2,00%
<i>Øvrige renteudgifter</i>	124	103	158	241	392	398	406	416	424	433	441
<i>Ændring i pct</i>		-16,94%	53,40%	52,53%	62,66%	1,50%	2,00%	2,50%	2,00%	2,00%	2,00%
<i>Rentebærende aktiver</i>	180.280	205.391	199.346	212.365	231.410	224.678	231.208	244.660	261.296	279.097	284.539
<i>Tilgodehavender hos kreditinstitutter og centralbanker</i>	19.525	17.170	12.039	7.444	7.004	7.004	7.004	7.004	7.004	7.004	7.004

<i>Udlån</i>	145.067	164.011	178.497	192.834	213.909	207.492	213.716	226.539	242.397	259.365	264.552
<i>Obligationer</i>	42.988	24.210	8.810	12.087	10.497	10.182	10.488	11.117	11.895	12.728	12.982
<i>Korrenktion pga. refinansiering</i>	27.300										
<i>Rentebærende passiver</i>	196.291	193.407	186.950	199.087	217.434	211.855	217.267	228.415	242.203	256.955	261.465
<i>Gæld til kreditinstitutter og centralbanker</i>	3.005	3.944	3.620	2.398	28.075	28.075	28.075	28.075	28.075	28.075	28.075
<i>Indlån</i>	960	1.261	1.469	1.944	3.286	3.286	3.286	3.286	3.286	3.286	3.286
<i>Udstedte obligationer</i>	184.870	185.277	179.474	192.893	185.979	180.400	185.812	196.960	210.748	225.500	230.010
<i>Repo/reverse</i>	5.962	1.433	894	358	90	90	90	90	90	90	90
<i>Efterstillede kapitalindskud</i>	1.494	1.492	1.493	1.494	4	4	4	4	4	4	4
<i>Rentemarginal af rentebærende aktiver</i>	4,25%	3,65%	3,71%	4,17%	4,61%	4,63%	4,63%	4,64%	4,64%	4,64%	4,64%
<i>Rentemarginal af rentebærende passiver</i>	3,32%	3,28%	3,29%	3,68%	4,02%	4,00%	4,02%	4,05%	4,09%	4,13%	4,14%
<i>Rentemarginal BRFkredit</i>	0,93%	0,38%	0,43%	0,49%	0,59%	0,63%	0,61%	0,58%	0,55%	0,51%	0,50%

	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Gebyrer og provisionsindtægter	215	317	215	199	191	192	198	210	225	241	245
Ændring i pct.		47,44%	-32,18%	-7,44%	-4,02%	1,00%	3,00%	6,00%	7,00%	7,00%	2,00%
Netto rente- og gebyrindtægter	-93	-138	-125	-109	-133	-133	-137	-144	-153	-163	-166
Ændring i pct.		48,39%	-9,42%	-12,80%	22,02%	0,50%	2,50%	5,50%	6,50%	6,50%	1,50%
Netto renteindtægter	122	179	90	90	58	59	61	66	71	77	79

	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Kursreguleringer	-78	144	197	209	-646	-140	-35	67	164	264	354
Realkreditudlån	0	39	-4024	-5275	2641	2694	2748	2803	2859	2916	2974
Ændring i pct						2%	2%	2%	2%	2%	2%
Udstedte obligationer	0	-30	4059	5253	-2968	-2938	-2909	-2880	-2851	-2823	-2794
Ændring i pct						-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Andre udlån og tilgodehavender	28	35	3	14	-7	-6	-4	-3	-2	-1	-1
Ændring i pct		25%	-91%	367%	-150%	20%	30%	30%	30%	30%	30%
Obligationer	-42	-126	-67	25	363	399	439	483	531	585	643
Ændring i pct						10%	10%	10%	10%	10%	10%
Aktier til dagsværdi	214	240	114	144	-360	100	110	121	133	146	149
Ændring i pct							10%	10%	10%	10%	2%
Aktier - disponible for salg	0	34	-1	-1	40	0	0	0	0	0	0
Investeringsejendomme	5	17	19	2	-10	-10	0	5	5	5	5
Valuta	0	0	0	-1	-1	0	0	0	0	0	0
Rentekontrakter samt afledte finansielle instrumenter	-283	-65	94	48	-344	-379	-419	-463	-511	-565	-623