



**Copenhagen
Business School**
HANDELSHØJSKOLEN

Værdiansættelse af Kreditbanken A/S

**Cand.merc.aud. studiet
Kandidatafhandling**

Copenhagen Business School 2012

Forfatter: Peter Nyborg Therkildsen

Dato for aflevering:

Vejleder: Jens Marcus-Møller

Censor:

Antal anslag: 170.727

Executive summary

Following the financial crisis several Danish banks have filed for bankruptcy and most listed banks trade at a price to book ratio below 1, meaning the market value of the banks are substantially below the equity of the banks as specified by their annual reports. This observation makes it interesting to test whether an independent valuation of a case bank can justify the markets valuation.

The following thesis value Kreditbanken A/S. Kreditbanken A/S is a small local bank situated in southern Denmark with branches in Aabenraa, Haderslev and Sønderborg. The bank offers standard bank products for individuals and small corporations. The bank has a well diversified loan portfolio with 55 % of loans being corporate loans and 45 % private loans.

The valuation of Kreditbanken A/S is based on a description of the bank, a description of the banking sector in Denmark and an analysis of the bank's performance based on annual accounts. This shows that Kreditbankens A/S does not have any restrictions on shareholder voting rights as opposed to several other Danish banks of comparable size. The bank has three large investors owning 39 percent of the bank. Furthermore it is shown that the bank on most parameters has performed better than an average of comparables. Though the bank has had relatively high loans impairment charges the bank has a large capital base and the individual capital assessment is close to the minimum of eight percent. The bank is well funded with deposits, which is the cheapest way for the bank to fund itself.

The chosen valuation model is a special bank valuation model developed by Jean Dermine, a professor at INSEAD. The model is presented in the thesis and it is argued why this model is more suitable for valuing banks than more traditional valuation models. The model divides the market value of the equity in the bank into two parts. Firstly the liquidation value, being the equity value based on an estimated market value of the bank's current balance sheet, is estimated. Secondly the franchise value is estimated. The franchise value is the value of the bank's continued operations. The franchise value can be decomposed into the present value of loans, deposits and fee generating activities minus the present value of expected operating costs and taxes. The estimated value of Kreditbanken A/S as of 31 Marts 2012 is DKK 331 million. This value decomposes into a liquidation value of DKK 170 million and a franchise value of DKK 161 million.

The valuation is shown to be very sensitive to changes in the cost of equity and modelled interest margins. The market value of the equity implied by the stock price 31 Marts 2012 is DKK 293 million.

The share price is compared to a peer group and the price to book value is shown not to be significantly different from the peer group's price to book value when several performance parameters are taken into account.

The estimated value of Kreditbanken is 13 percent higher than the market value implied by the stock price. Based on the performed financial statement analysis and peer group analysis no specific factors can be determined to explain the difference between the estimated value of the bank and the value implied by stock price. The Jean Dermine model is however very sensitive to changes in specific parameters. Thus even a small change in these parameters can result in the estimated value and market implied value being equal.

It is finally concluded that even though the estimated value of the bank differs slightly from the markets valuation the independent valuation conducted in this thesis can support the markets valuation of Kreditbanken. This conclusion is supported by the conducted financial statement analysis and the peer-group analysis.

Indholdsfortegnelse

1	Indledning	1
2	Problemformulering	2
2.1	Metode- og modelvalg	2
2.2	Virksomhedsbeskrivelse	3
2.3	Strategisk analyse	3
2.4	Regnskabsanalyse	4
2.5	Værdiansættelsesteori	4
2.6	Værdiansættelse af Kreditbanken	4
2.7	Følsomhedsanalyse	4
2.8	Peer gruppe analyse	4
3	Virksomhedsbeskrivelse	6
3.1	Forretningsmodel	6
3.2	Organisation	8
3.3	Ejerforhold	9
3.4	Vedtægtsmæssige forhold	9
3.5	Risikomæssige forhold	10
3.6	Sammenfatning af virksomhedsbeskrivelsen	14
4	Strategisk analyse	15
4.1	Regulatoriske forhold	15
4.2	Politiske forhold	17
4.3	Demografiske forhold	17
4.4	Teknologiske forhold	18
4.5	Makroøkonomiske og sektorforhold	18
4.6	Sammenfatning af den strategiske analyse	21
5	Regnskabsanalyse	23
5.1	Lønsomhed	25
5.2	Solvens og risici	32
5.3	Likviditet	41
5.4	Sammenfatning af regnskabsanalysen	43
6	Værdiansættelsesmodeller	44
6.1	Dividendemodellen	44
6.2	DFCF modellen	45
6.3	Economic Value Added	47
6.4	Jean Dermines fundamentale værdiansættelsesmodel (JD modellen)	48
6.5	Sammenfatning af værdiansættelsesmodeller	51
7	Værdiansættelse af Kreditbanken	53
7.1	Opgørelse af markedsværdien af Kreditbankens balance	53
7.2	Opgørelse af franchiseværdierne i Kreditbanken	58
7.3	Sammenfatning af værdiansættelsen	68

8	Følsomhedsanalyser	69
8.1	Følsomhed over for mernedskrivningen	69
8.2	Følsomhed over for alternativforrentning af udlån og indlån	70
8.3	Følsomhed over for ejernes afkastkrav	71
8.4	Følsomhed over for budgetteret rentemarginal for indlån	72
8.5	Følsomhed over for budgetteret rentemarginal for udlån	72
8.6	Følsomhed over for budgetteret vækstrate for udlån og indlån	73
8.7	Sammenfatning af følsomhedsanalysen	73
9	Peer-gruppe-analyse	74
9.1	Børskurs/indre værdi	74
9.2	Indtjening pr. omkostningskrone	75
9.3	Nedskrivninger og hensættelser	76
9.4	Forskelle mellem solvens og solvensbehov	77
9.5	Forskelle i udlån - sektornoten	79
9.6	Forskelle i tilsynsdiamanten	80
9.7	Udlån i forhold til indlån	82
9.8	Sammenfatning af peer-gruppe-analysen	83
10	Konklusion	85
11	Kildeoversigt	87
12	Figuroversigt	88
13	Bilagsoversigt	89

1 Indledning

De danske pengeinstitutter har under finanskrisen oplevet store tab som følge af nedskrivninger på udlån og garantier. Disse nedskrivninger har medført, at flere pengeinstitutter er gået konkurs, heriblandt CapiNordic Bank, Gudme Raaschou Bank, Roskilde Bank, EBH Bank, Amagerbanken mv. Disse banker er helt eller delvist blevet overtaget af det finansielle selskab Finansiell Stabilitet A/S under en af bankpakkerne.

Mange af de øvrige banker har oplevet, at deres børsværdi er faldet betydeligt. Der er banker, som tidligere var værdiansat til en kurs/indre værdi over 2, som nu er reduceret til kurs/indre værdi under én. Da hovedparten af en banks aktiver er indeholdt i den regnskabsmæssige balance, er det forhold, at bankerne værdiansættes til en kurs/indre værdi under én bemærkelsesværdigt, da dette implicerer, at markedet vurderer, at markedsværdien af bankernes nuværende balance samt fremtidige indtjeningspotentiale er mindre end den regnskabsmæssige værdi af bankernes nuværende balance.

Dette forhold gør det interessant at vurdere, hvorvidt en uafhængig værdiansættelse kan underbygge markedets værdiansættelse af en given case-bank.

I nærværende opgave er Kreditbanken værdiansat. Opgaven er struktureret som anført i nedenstående.

Indledningsvist gennemgås strukturen og overordnet metode for værdiansættelsen. Herefter præsenteres Kreditbankens virksomhed, og relevante strategiske, vedtægtsmæssige og organisatoriske forhold fremhæves.

Herefter præsenteres væsentlige makroøkonomiske, politiske og konkurrencemæssige forhold, som beskriver det marked, hvori Kreditbanken fastlægger sin strategi og driver bankvirksomhed.

Der udføres herefter en regnskabsanalyse for at vurdere Kreditbankens økonomiske performance. Desuden analyseres kvaliteten af udlån, og bankens solvensrisici og andre risici vurderes. Kreditbankens regnskabsmæssige performance sammenholdes med branchegennemsnit.

Herefter præsenteres relevante værdiansættelsesmodeller. De præsenterede modeller er dividendemodellen, den frie cash flow model, economic value added og Jean Dermines fundamentale værdiansættelsesmodel. Der foretages en diskussion af modellernes anvendelse ved værdiansættelse af banker, og der argumenteres for, at Jean Dermines fundamentale værdiansættelsesmodel er mere anvendelig end de andre præsenterede modeller til værdiansættelse af banker.

På baggrund af den udførte analyse af Kreditbanken og det marked, hvori banken agerer, samt den valgte model værdiansættes Kreditbanken. Værdiansættelsen omfatter en omgørelse af markedsværdien af Kreditbankens nuværende balance samt en opgørelse af franchiseværdien. Franchiseværdien omfatter den fremadrettede værdi af udlånsaktiviteten, indlånsaktiviteten, gebyraktiviteten samt nutidsværdien af de hermed forbundne driftsomkostninger og skatter.

Værdiansættelsens følsomhed over for ændringer i forskellige forudsætninger analyseres i en følsomhedsanalyse. Her beregnes hvor meget værdiansættelsen ændres, når specifikke inputparametre ændres og det vurderes, hvilke parametre værdiansættelsen er mest følsom over for ændringer i.

Endelig udføres en peer-gruppe-analyse. Formålet med denne analyse er at vurdere hvorvidt Kreditbankens aktiekurs er korrekt fastsat, når denne sammenholdes med en række sammenlignelige banker.

Afslutningsvist sammenholdes den fundne værdi i værdiansættelsen med børsværdien.

2 Problemformulering

Formålet med opgaven er at fastlægge værdien af Kreditbanken A/S på stand alone basis.

Der indgår ikke analyse eller indregning af eventuelle synergieffekter for køber eller effekter af ændringer i strategi, som køber måtte implementere.

Værdiansættelsen af banken vil kunne anvendes af en investor, der ønsker at få fuld kontrol over banken. En sådan investor vil i tillæg til værdiansættelsen skulle foretage en nøje gennemgang af, om de forudsætninger, der indgår i værdiansættelsen, kan verificeres yderligere ved en due diligence gennemgang af internt materiale i Kreditbanken. Derudover vil investor skulle foretage estimater over eventuelle omkostnings- og indtjeningssynergier ved overtagelse af fuld kontrol over Kreditbanken. Såfremt investor opnår fuld kontrol, vil det som følge af synergierne være muligt at betale en merpris for Kreditbanken i forhold til den opgjorte stand alone værdi. Der foretages ikke i opgaven en opgørelse af den kapitaliserede værdi af eventuelle synergieffekter.

Værdiansættelsen vil også kunne anvendes af en portefølje investor, der blot anskaffer en mindre aktiepost i Kreditbanken. Værdiansættelsen giver en indikation af, om investeringen ud fra et givet børskursniveau er en fornuftig investering, dog uden at vurdere en eventuel effekt af bankens udbyttepolitik.

Problemformuleringen kan på denne baggrund konkretiseres til:

- Der foretages en undersøgelse af, om en værdiansættelse af Kreditbanken A/S efter Jean Dermines værdiansættelsesmodel kan underbygge børsværdien af Kreditbanken A/S. Værdiansættelsen udføres under forudsætning af, at investor opnår fuld kontrol med ejerskabet af Kreditbanken, og at der er tale om en stand alone investering.

Værdiansættelsen baserer sig på offentligt tilgængeligt materiale i form af årsrapporter og anden tilgængelig information på Kreditbankens hjemmeside. Der anvendes desuden tilsvarende information for andre banker, der indgår i peer-gruppe-analysen, samt diverse offentligt tilgængelig markedsinformation.

2.1 Metode- og modelvalg

Opgaven tager sit udgangspunkt i en beskrivelse af banken samt fastlæggelse af metode. Metode og modelvalg afgør, hvilke parameterverdier der skal forecastes for at kunne værdiansætte banken.

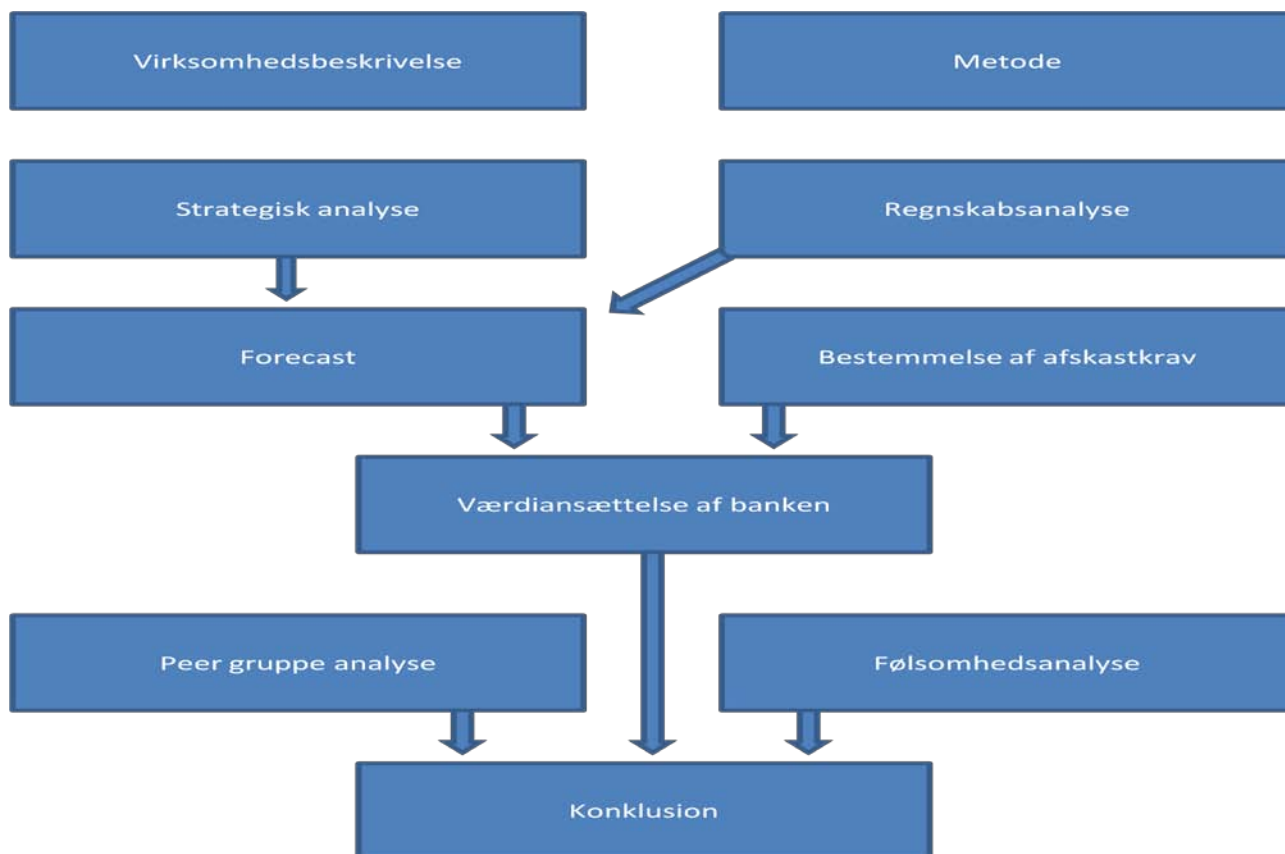
Som grundlag for budgettering af den fremtidige indtjening og vurdering af den nuværende balance udarbejdes en regnskabsanalyse samt en strategisk analyse. Værdiansættelsen af banken foretages på baggrund af forecast af parameterverdier til værdiansættelsen samt et estimeret afkastkrav.

Som værdiansættelsesmodel er valgt Jean Dermines model for værdiansættelse af banker, som beskrevet i (Dermine, 2009). Denne model opdeler værdiansættelsen i en aktuel likvidationsværdi for banken, som repræsenterer værdien af bankens nuværende balanceposter, samt en franchiseværdi, der repræsenterer den værdi, banken kan generere fremover. Den samlede værdi af Kreditbanken på stand alone basis består således af likvidationsværdien med tillæg af den kapitaliserede værdi af den indtjening, banken kan generere fremadrettet. Modellen er nærmere beskrevet i afsnit 6.4.

Den estimerede værdi af banken evalueres på baggrund af en peer-gruppe-analyse, som sammenholder væsentlige forhold og nøgletal for kreditbanken med tilsvarende banker. Denne analyse skal være med til at understøtte eller afkræfte den beregnede værdi af banken.

Følsomheden af den estimerede værdi af banken analyseres i forhold til specifikke forudsætninger i værdiansættelsen.

Opgavens overordnede struktur er skitseret i nedenstående figur.



Indholdet af opgavens enkelte afsnit og delanalyser beskrives i nedenstående delafsnit.

2.2 Virksomhedsbeskrivelse

Virksomhedsbeskrivelsen fastlægger bankens ejerforhold, organisation, forretningsmodel, økonomiske forhold og risici. Denne beskrivelse af virksomheden giver den grundlæggende forståelse, som er nødvendig for at kunne foretage den strategiske analyse og regnskabsanalysen.

2.3 Strategisk analyse

Den strategiske analyse er baseret på PESTEL frameworket samt udvalgte faktorer, der vurderes at være væsentlige parametre for konkurrence og sektorspecifikke forhold. PESTEL analysen har til formål at analysere omverdenen i form af en beskrivelse af politiske, økonomiske, sociale, teknologiske, miljømæssige og juridiske/regulatoriske forhold. Miljømæssige forhold udelades dog, da disse vurderes at være irrelevante i banksektoren.

2.4 Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen har til formål at vurdere virksomhedens historiske performance målt på en række hoved- og nøgletal

2.5 Værdiansættelsesteori

I afsnittet gennemgås forskellige metoder til værdiansættelse af banker, og den anvendte model præsenteres.

2.6 Værdiansættelse af Kreditbanken

Opgørelse markedsværdien af Kreditbankens egenkapital omfatter:

- **Opgørelse af likvidationsværdien** - dette omfatter især opgørelse af dagsværdien af bankens ind- og udlån.
- **Opgørelse af afkastkravet** - her præsenteres metode og opgørelse af afkastkravet, som anvendes til diskonteringsrente i opgørelsen af franchiseværdien. Afkastkravet er bestemt på baggrund af CAPM modellen.
- **Opgørelse af franchiseværdien** - her præsenteres forudsætninger og metode i opgørelse af franchiseværdien. Dette omfatter blandt andet fastlæggelse af rentemarginaler og vækstfaktorer.

2.7 Følsomhedsanalyse

I dette afsnit analyseres, hvor følsom værdiansættelsen er over for ændringer i væsentlige parametre, der indgår i værdiansættelsen. Disse parametre omfatter blandt andet afkastkravet, rentemarginaler og vækstfaktorer.

2.8 Peer gruppe analyse

Der foretages en sammenholdelse af den beregnede værdi af Kreditbanken med børsværdien af banken. For at vurdere markedets værdiansættelse af Kreditbanken er der med udgangspunkt i kurs/indre værdi foretaget en række analyser af nøgletal for en peer-gruppe af banker. De udvalgte banker til peer-gruppe-analysen er: Salling Bank, Østjysk Bank, Lollands Bank, Vestfyns Bank og Tønder Bank. De udvalgte nøgletal og risikomål i sammenligningen med peergruppen er:

- Kurs/indre værdi pr. aktie
- Indtjening pr. omkostningskrone
- Nedskrivninger og hensættelser
- Solvens og solvensbehov
- Udlån
- Forskelle i tilsynsdiamanten
- Udlån i forhold til indlån
- Likviditetsoverdækning

Ved analyse af de udvalgte nøgletal fås indikationer for, om Fondsbørsens kursfastsættelse af Kreditbanken kan understøttes af, at der er indikationer for tilsvarende sammenhænge mellem de udvalgte nøgletal, risikomål og markedets fastsættelse af kurs/indre værdi for de banker, der indgår i peer-gruppen.

Peer-gruppe-analysen giver således kun indikationer af, om fondsbørsens kursfastsættelse af Kreditbanken synes rimelig sammenholdt med fondsbørsens kursfastsættelse af tilsvarende banker. Analysen er således med til at give en vis komfort for, at der i stand alone analysen af Kreditbanken ikke er overset væsentlige forhold af betydning for værdiansættelse, som markedet på fondsbørsen måtte have taget højde for ved kursfastsættelsen.

3 Virksomhedsbeskrivelse

I virksomhedsbeskrivelsen vil der være fokus på Kreditbankens:

- Forretningsmodel
- Organisatorisk struktur
- Ejerforhold
- Vedtægtsmæssige forhold
- Risikostyring.

Virksomhedsbeskrivelsen foretages med fokus på forhold i Kreditbanken, der ikke behandles i den efterfølgende regnskabsanalyse (afsnit 5).

3.1 Forretningsmodel

Kreditbanken er en lokalbank med hovedsæde i Aabenraa samt filialer i Sønderborg og Haderslev. Hovedparten af kunderne er forankret i Sønderjylland. Banken er børsnoteret på Nasdaq OMX Nordic.

Kreditbanken har en udlånsmasse på 1,4 mia. kr., som ultimo 2011 fordeler sig med 55 % til erhvervskunder og 45 % til privatkunder.

Kreditbanken har 3 filialer, en i hver af byerne Aabenraa, Sønderborg og Haderslev.

3.1.1 Produktudbud og strategi

Kreditbanken udbyder til privatpersoner almindelige finansieringsprodukter, som lån, bolig- og bilfinansiering. Gennem samarbejdspartnere tilbyder Kreditbanken desuden kunderne forsikrings- og pensionsydelser samt realkreditlån og investering i investeringsforeninger via samarbejdspartnere.

Således tilbyder Kreditbanken sine kunder et rimeligt udvalg af finansielle ydelser, selvom Kreditbanken holder sin kerneforretning til at omfatte ind- og udlån.

For erhvervssegmentet tilbyder Kreditbanken lånefinansiering og forskellige betalingsløsninger. Gennem samarbejdspartnere tilbydes også leasingydelser. Kreditbanken giver desuden rådgivning om generationsskifte i virksomheder.

Således tilbyder Kreditbanken de finansielle kerneydelser, som mange mindre virksomheder har brug for.

3.1.2 Strategi

På sin hjemmeside definerer kreditbanken selv sin strategi i form af nedenstående:

"Kreditbanken har en mening

Som selvstændig bank vil Kreditbanken skabe værdi til kunder, aktionærer og medarbejdere på en ordentlig og redelig måde. Med andre ord - Kreditbanken er den holdbare, lokale bank, der skaber mere værdi til mennesker.

Kreditbanken har en vision

Kreditbanken vil være den foretrukne lokale samarbejdspartner for stadig flere mennesker, der ønsker et økonomisk undt liv.

Det sker ved:

- *aktivt at imødekomme kundernes behov for holdbare finansielle ydelser og løsninger og være kendt for nærhed og personligt engagement*
- *rentabel vækst og ved at være en solid og robust bank, der skaber holdbare og konkurrencedygtige resultater til aktionærerne*
- *at være en rigtig god arbejdsplads for glade og dygtige medarbejdere, der kan og vil arbejde sammen på grundlag af bankens 4 værdier – fleksibilitet, aktivitet, nærhed og selvstændighed."*

Kreditbanken har defineret en strategi om at være en stabil bank, der driver forretning med personer med en sund økonomi i lokalområdet. Kreditbanken har en strategi, hvor holdbarhed og rentabilitet er drivkraften frem for vækst. I et interview i Erhvervsbladet fremhæver CEO Lars Frank Jensen, at man heller ikke på bankens egne investeringer ønsker at påtage sig risiko, hvorfor man udelukkende har meget korte obligationer, som holdes til udløb. Banken fører altså en passiv og meget konservativ strategi med hensyn til placering af egne midler (Erhvervsbladet, 2009). Denne strategi understøttes af, at Kreditbanken ultimo 2011 havde en renterisiko på 0,7 %, som hovedsageligt relaterer sig til egenbeholdning af obligationer samt en aktiebeholdning eks. anlægsbeholdningen på kun 0,6 mio. kr.

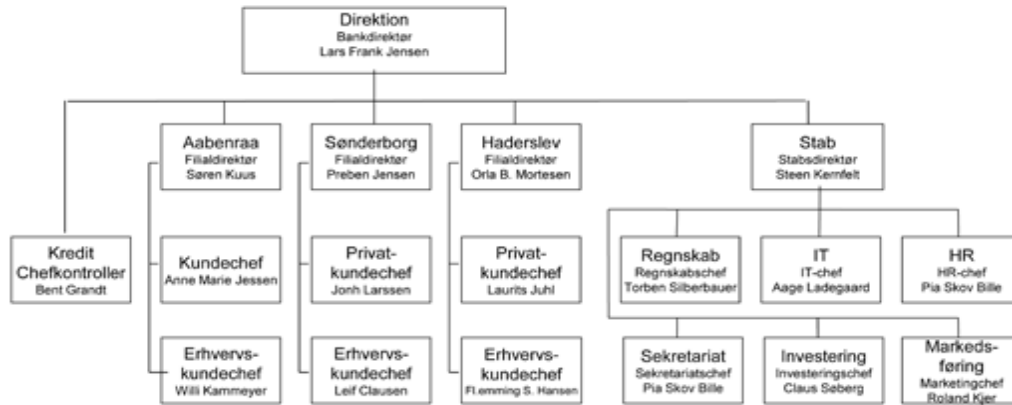
3.1.3 Resumé

Ud fra ovenstående og tilgængelig information i Kreditbankens årsrapporter og bankens hjemmeside er det min vurdering, at bankens forretningsmodel er karakteriseret ved:

- Bankdrift i det sønderjyske lokalområde
- Udlån og garantistillelser til kunder i lokalområdet
- Konservativ holdning til bevilling af udlån
- Indlån fra lokalområdet
- Høj risikoaversion ved placering af egne midler
- Høj solvens og god likviditet
- Balance mellem udlån og indlån
- Sikker drift.

3.2 Organisation

Kreditbankens organisation kan ses i nedenstående organisationsdiagram.



Kilde: Kreditbankens hjemmeside.

Som det ses af ovenstående organisationsdiagram er kreditbankens ledelse centreret omkring én overordnet bankdirektør samt en kreditansvarlig (chefcontroller) og en stabsdirektør med ansvar for regnskab, IT, HR, investering og markedsføring. De tre filialer ledes af hver deres filialdirektør. Organisatorisk er filialerne opdelt i et privatkundesegment og et erhvervssegment.

3.2.1 Bestyrelse

Formand Ulrich Jansen

Ulrich Jansen er uddannet civilingeniør. Ud over formandsposten i Kreditbanken er han også medlem af ledelsen og bestyrelsen i Sangostop A/S, som er storaktionær i Kreditbanken. Han er desuden direktør i M. Jebsen Rederi A/S. Ulrich Jansen har været medlem af Kreditbankens bestyrelse siden 1982.

Næstformand Henrik Meldgaard

Henrik Meldgaard er uddannet civilingeniør. Ud over næstformandsposten i Kreditbanken er han medlem af ledelsen og bestyrelsen i Meldgaard gruppen, som leverer renovation, transport, dyrefoder og forskellige specialmaskiner til industrielle formål. Henrik Meldgaard har været medlem af Kreditbankens bestyrelse siden 2008.

Jens Klavsén

Udover sit medlemskab af Kreditbankens bestyrelse er Jens Klavsén CEO for Fleggaard Holding A/S og besidder desuden ledelsesposter i en række søsterselskaber til Fleggaard, som yder leasingydelser. Jens Klavsén besidder desuden bestyrelsesposter i en række andre selskaber. Jens Klavsén har været medlem af Kreditbankens bestyrelse siden 2010.

Peter Rudbeck

Peter Rudbeck er direktør i Blue Wave A/S, som leverer forskellige kabelløsninger til både, arkitektur og industrielt brug. Han er desuden direktør i en række mindre investerings- og projektselskaber. Peter Rudbeck har været medlem af Kreditbankens bestyrelse siden 1996.

Andy Andersen

Andy Andersen er uddannet HD i organisation. Han har en længere karriere i bankverdenen som direktør i Sparekassen Sønderjylland og sidenhen Sydbank. Nu er Andy Andersen professionelt bestyrelsesmedlem og medlem af en lang række bestyrelser. Andy Andersen har været medlem af Kreditbankens bestyrelse siden 2009.

Samlet set består bestyrelsen af en række personer med stor erfaring inden for virksomhedsdrift. Det er dog kun ét bestyrelsesmedlem, Andy Andersen, som har erfaring med bankdrift. Dette kan være en ulempe for bestyrelsen, såfremt de ikke har den nødvendige forståelse for selve bankdriften og især regulatoriske forhold, som er væsentlige i overvejelser omkring udlåns og fundingstrategi.

Kilde: Reuters samt Kreditbankens hjemmeside.

3.3 Ejerforhold

Kreditbanken A/S er børsnoteret, og der er kun én aktieklasser (Kreditbankens årsrapport, 2011). Kreditbanken har ifølge sin årsrapport for 2011 nedenstående 3 aktionærer, som besidder over 5 % af aktiekapitalen:

Aktionærnavn	Ejerandel
Johan Peter Jessen	14,6 %
Sangostop A/S	14,2 %
Michael Jebsen Fonden	10,3 %

Kreditbanken har ikke indført stemmeretsbegrænsninger eller ejerloft i vedtægterne. Ifølge Kreditbanken er hovedparten af aktionærene fra lokalområdet (Kreditbanken, lovpligtig redegørelse for virksomhedsledelse).

3.4 Vedtægtsmæssige forhold

Mange lokalbankers vedtægter indeholder vedtægtsmæssige stemmeretsbegrænsninger, således at ingen aktionær har stemmer for mere end for eksempel 5 %, uanset hvor mange aktier den pågældende aktionær måtte eje.

Kreditbankens vedtægter indeholder ikke stemmeretsbegrænsninger. Nedenstående bestemmelser i vedtægterne § 9 og § 10 skal en investor, der ønsker at erhverve aktier i banken med henblik på indflydelse eller aktiemajoritet, være opmærksom på.

I Kreditbankens vedtægter § 9 er angivet:

"Hvert aktiebeløb på kr. 100 giver 1 stemme. Stemmeretten afgøres på baggrund af de aktier, den enkelte aktionær besidder, som opgjort på registreringsdatoen på baggrund af notering af aktionærens aktionær-

forhold i aktiebogen samt meddelelser om ejerforhold, som banken har modtaget med henblik på indførelse i aktiebogen, men endnu ikke er indført i aktiebogen."

I vedtægternes § 10 er angivet:

"På generalforsamlingen afgøres alle anliggender ved simpelt stemmeflertal, hvis ikke lovgivningen eller nærværende vedtægter bestemmer andet.

Beslutning om:

1. Selskabets frivillige opløsning,
2. Selskabets sammenslutning med et andet selskab,
3. Selskabsformuens samlede overdragelse,
4. Ændringer i selskabets vedtægter

er kun gyldige, såfremt forslaget vedtages med mindst 2/3 såvel af de afgivne stemmer som af den på generalforsamlingen repræsenterede aktiekapital.

Er forslaget ikke fremsat af bestyrelsen, er vedtagelsen tillige betinget af, at mindst 2/3 af aktiekapitalen er repræsenteret på generalforsamlingen. Er 2/3 af aktiekapitalen ikke repræsenteret på generalforsamlingen, men er forslaget i øvrigt vedtaget med 2/3 såvel af de afgivne stemmer som af den på generalforsamlingen repræsenterede aktiekapital, indkalder bestyrelsen inden 14 dage til en ny generalforsamling, på hvilken forslaget kan vedtages med 2/3 af de afgivne stemmer uden hensyn til den repræsenterede aktiekapitals størrelse."

3.5 Risikomæssige forhold

Kreditbanken er en traditionel udlånsbank med fokus på lokalområdet. Som anført i et af de tidligere afsnit finansierer Kreditbanken udlån via indlån. Kilder til beskrivelse af bankens risikomæssige forhold er:

- Finanstilsynets seneste undersøgelse af banken
- Finanstilsynets tilsynsdiamant
- Årsrapportens oplysninger om finansielle risici og politikker og mål for styringen af finansielle risici.

3.5.1 Finanstilsynets seneste undersøgelse af banken

I årsrapporten for 2010 gengiver Kreditbanken i hovedpunkter konklusionerne fra Finanstilsynets ordinære undersøgelse af banken i foråret 2010. Følgende forhold er gengivet fra Finanstilsynets redegørelse om undersøgelse af banken:

- at banken har balance mellem sine indlån og udlån
- at banken ikke er specielt eksponeret mod bestemte brancher
- at banken har en lav andel af store engagementer
- at bankens kreditrisiko er mindre end gennemsnittet i andre sammenlignelige pengeinstitutter
- at banken har en robust kapitalstyrke, idet kapitalgrundlaget stort set udelukkende er egenkapital
- at banken har en høj indtjening

- at bankens opgørelse af solvensbehovet foretages korrekt.

Bankens ledelse har desuden:

- Noteret sig Finanstilsynets risikoplysning om, at banken har store blancoelementer i en række af de gennemgåede engagementer
- Udarbejdet en skriftlig forretningsgang for opgørelse af indbyrdes sammenhængende udlånsengagementer
- Ændret sin procedure for bevilling af presserende sager.

På Kreditbankens hjemmeside er gengivet Finanstilsynets redegørelse vedrørende ordinær undersøgelse i maj 2010 og bankens svar herpå.

Det fremgår af ovenstående, at Finanstilsynet generelt er positiv i sin vurdering af Kreditbanken. Ved vurdering af banken bør en investor notere sig Finanstilsynets risikoplysning om store blancoelementer. Dette er udtryk for, at Kreditbanken efter Finanstilsynets opfattelse ikke i tilstrækkelig grad har sikret sig pant eller andre sikkerheder til afdækning af potentielle tabsrisici på udlån og garantier. Finanstilsynets bemærkning om, at Kreditbankens kreditrisiko er mindre end gennemsnittet i andre sammenlignelige pengeinstitutter skal vurderes på baggrund af, at en betydelig del af det samlede udlån - 45 % - er til private, som der traditionelt er mindre tabsrisiko på end udlån til erhverv, pga. større diversifikation og mindre konjunkturfølsomhed.

3.5.2 Finanstilsynets tilsynsdiamant

Finanstilsynet har i 2010 etableret et måleinstrument til vurdering af risici i pengeinstitutter - tilsynsdiamanten. Finanstilsynet har fastlagt, at pengeinstitutterne senest ultimo 2012 skal ligge inden for tilsynsdiamantens 5 målepunkter. Allerede i årsrapporterne for 2010 og 2011 har en række banker valgt at oplyse om, hvorvidt de ligger inden for tilsynsdiamantens 5 målepunkter.

Kreditbanken oplyser i årsrapporten for 2011 følgende om de 5 målepunkter:

"Summen af store engagementer:

Summen af store engagementer skal være på under 125 % af basiskapitalen. I Kreditbanken udgør store engagementer ultimo 2011 12,7 % af basiskapitalen.

Udlånsvækst:

Udlånsvæksten målt år til år skal være under 20 %. Kreditbankens udlån er i 2011 faldet med 2,8 %.

Ejendomseksposering:

Udlån og garantidebitorer i brancherne fast ejendom og gennemførelse af byggeprojekter skal være på under 25 % af de samlede udlån og garantier. I Kreditbanken udgør de nævnte brancher ultimo 2011 12,1 % af de samlede udlån og garantier.

Stabil funding:

Den stabile funding skal være mindre end en beregnet faktor på 1,0. Kreditbankens stabile funding har en beregnet faktor ultimo 2011 på 0,73.

Likviditetsoverdækning:

Likviditetsoverdækningen skal være større end 50 % (jf. 10 % regelen). Kreditbankens likviditetsoverdækning ultimo 2011 er på 242 %."

Som det fremgår af Kreditbankens årsrapport for 2011 ligger banken for alle 5 målepunkter inden for de af Finanstilsynet fastsatte grænseværdier. Det bemærkes, at især Kreditbankens eksponering mod store engagementer, dens udlånsvækst og likviditetsoverdækning ligger væsentlig bedre end Finanstilsynets kritiske værdier for disse målepunkter. Endvidere indikerer ejendomseksponeringen samt fundingstabiliteten ikke væsentlige risici i Kreditbanken knyttet til disse områder.

3.5.3 Årsrapportens oplysninger om finansielle risici og politikker og mål for styringen af finansielle risici

Kreditbanken har i årsrapporten for 2011 note 27 beskrevet "Finansielle risici og politikker og mål for styringen af finansielle risici". Det fremgår heraf:

- at formålet med bankens politikker for risikostyring er at minimere de tab, der kan opstå som følge af bl.a. en uforudsigelig udvikling på de finansielle markeder
- at bestyrelsen fastlægger de overordnede rammer og principper for risiko- og kapitalstyring og modtager løbende rapportering om udvikling i risici og udnyttelse af de tildelte risikorammer.

Det oplyses i noten, at Kreditbankens væsentligste risiko er kreditrisikoen. Bankens risikostyringspolitikker er derfor tilrettelagt med henblik på at sikre, at transaktioner med kunder til stadighed ligger inden for de af bestyrelsen vedtagne rammer og forventede sikkerheder. Banken har vedtaget politikker, der begrænser eksponeringen i forhold til ethvert kreditinstitut, som banken har forretninger med.

Bankens kreditrisici og kreditpolitik vedrørende udlån fremgår mere detaljeret i årsrapportens note 33.

I Kreditbankens årsrapport for 2011 er i note 13 vist en oversigt "Kreditrisici fordelt på sektorer og brancher" – den såkaldte sektornote, der viser spredningen af bankens kreditrisici (udlån og garantier). Nedenfor er gengivet sektornoten for de seneste seks år.

Figur 3.5.3.1: Kreditbankens sektoreksponering

Erhverv	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Landbrug, jagt, skovbrug og fiskeri	9.7%	8.9%	7.7%	7.5%	6.6%	7.3%
Industri og råstofindvinding	3.1%	3.5%	3.1%	3.1%	2.7%	2.8%
Bygge og anlæg	4.3%	3.3%	4.6%	4.9%	3.7%	3.8%
Handel	9.4%	9.3%	9.0%	9.5%	7.4%	8.1%
Transport, hoteller og restauration	4.6%	5.4%	4.8%	5.1%	4.0%	4.3%
Information og kommunikation	0.7%	0.7%	1.2%	3.5%	1.9%	1.7%
Finansiering og forsikring	4.9%	5.1%	5.2%	2.6%	1.2%	0.9%
Fast ejendom	11.1%	10.7%	9.7%	15.4%	13.9%	14.1%
Øvrige erhverv	7.6%	9.5%	9.7%	4.9%	5.6%	3.6%
I alt erhverv	55.4%	56.4%	55.0%	56.5%	47.0%	46.6%
Private	44.6%	43.6%	45.0%	43.5%	53.0%	53.4%
	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Note: Fordelingen mellem pkt. 4 og 5 for 2006-2008 er baseret på gennemsnitsfordelingen i 2009-2011

Sektornoten viser en god spredning i udlån og garantier. Sektornoten viser, at Kreditbanken er væsentligt under tilsynsdiamantens pejlemærke: "Ejendomseksponering skal være mindre end 25 % af bankens udlån og garantier", idet Kreditbankens udlån til fast ejendom udgør 10,7 % af de samlede udlån og garantier. Tabellen viser endvidere, at eksponeringen mod ejendomme og privatkunder er faldet mod en stigning i især landbrug, handel finansiering og forsikring og øvrige.

I årsrapportens note 26 gives yderligere oplysninger om markedsrisiko, likviditetsrisiko og operationel risiko.

Om markedsrisiko oplyser Kreditbanken i årsrapporten, "at ledelsen har valgt en investeringsstrategi, der minimerer risici for bankens egen beholdning af værdipapirer." Banken oplyser i tilslutning hertil, at renterisikoen ultimo 2011 udgjorde 0,7 %. Herved forstås, at Kreditbanken ved en rentestigning på 1 % vil få en negativ kursregulering på 3.056 tkr., årsrapportens note 31. Denne renterisiko er imidlertid defineret i en regnskabsmæssig forståelse, således at det er den regnskabsmæssige resultateffekt af en renteændring som måles. Da hovedparten af Kreditbankens balance måles til amortiseret kostpris, som ikke værdireguleres ved en renteændring, er den faktiske renterisiko større end den i regnskabet oplyste. Dette skyldes især, at varigheden på Kreditbankens udlån er højere end på bankens indlån. Dette skyldes, at restløbetiden er længere på udlånene, jf. årsrapportens note 13 og 21. Bankens aktierisiko er lav, idet beholdningen af aktier (ekskl. anlægsbeholdningen) ultimo 2010 kun udgjorde 700 tkr. Den totale aktie-eksponering er imidlertid 55,9 mio. kr. Hovedparten af denne eksponering kan henføres til bankens ejerandele i sektorselskaber som DLR Kredit, PRAS A/S mv. Banken har endvidere vedtaget politik for valutarisici, der indebærer, at eksponering i fremmed valuta primært kan ske i euro.

Om likviditetsrisiko oplyses i årsrapporten, at "det likvide beredskab fastlægges ud fra en målsætning om at sikre et tilstrækkeligt og stabilt likvidt beredskab. Bankens målsætning er at have en overdækning på mindst 100 % i forhold til kravene i Lov om finansiel virksomhed (10 %-regelen)."

Banken havde ved udgangen af 2011 en overdækning i forhold til lovkrav om likviditet (10 %-regelen) på 242 %. Overdækningen er faldet fra 2010, da banken har valgt at anvende en del af indlånsoverskuddet til at indfri et 3-årigt statsgaranteret obligationslån.

Kreditbankens likviditetsoverdækning ligger således væsentligt over Finanstilsynets pejlemærke i tilsynsdiamanten, hvori pejlemærket er fastsat til, at likviditetsoverdækningen skal være større end 50 %.

Bankernes krav til likviditet er fastlagt i Lov om Finansiell Virksomhed § 152:

1. 15 % af de gældsforpligtelser, som det uanset mulige udbetalingsforbehold påhviler pengeinstituttet at betale på anfordring eller med kortere varsel end en måned, og
2. 10 % af pengeinstituttets samlede gælds- og garantiforpligtelser fraregnet efterstillede kapitalindskud, der kan medregnes ved opgørelsen af basiskapitalen.

Stk. 2. Til likviditeten kan følgende medregnes:

1. Kassebeholdning,
2. Fuldt ud sikre og likvide anfordringstilgodehavender hos kreditinstitutter og forsikringsselskaber,

3. Beholdning af sikre, let sælgelige, ubelånte værdipapirer og kreditmidler.

Vedrørende operationel risiko oplyses i årsrapporten, at banken "*med henblik på at mindske tab som følge af operationelle risici har banken udarbejdet en række politikker. En central del heraf er sikkerhedspolitikken, der stiller en række krav til it og medarbejdere. Herudover har banken udarbejdet en beredskabsplan og en risikoanalyse, der skal begrænse tab i tilfælde af manglende it-faciliteter eller anden lignende krisesituation.*". Banken oplyser endvidere, at der er udarbejdet standarder for kontrolmiljøet, der er oprettet en MIFID-compliance funktion og der er udarbejdet skriftlige forretningsgange på en række væsentlige områder.

Bankens oplysninger om håndtering af operationelle risici giver indtryk af, at banken har en konservativ holdning til styring af risici, og der er etableret en række procedurer m.v. til sikring af, at bestyrelsens politik på området efterleves.

3.6 Sammenfatning af virksomhedsbeskrivelsen

Kreditbanken er en lokalbank funderet i Sønderjylland. Kreditbanken tilbyder almindelige finansieringsprodukter som lån til bolig, bil, kassekreditter mv. Kreditbanken tilbyder herigennem de produkter, som de fleste almindelige forbrugere og mindre virksomheder efterspørger. Kreditbankens strategi er at være en solid bank med en rentabel vækst. Dette mål opnås ved at lave forretninger med kunder, som ligeledes ønsker et sundt økonomisk liv. Kreditbanken er organiseret med en bestyrelse, en bankdirektør og herunder tre filialdirektører samt en kreditchef og stabschef. Kreditbanken er noteret på Nasdaq OMX Nordic. Kreditbanken har tre aktionærer, som besidder ejerandele over 5 % og i alt 39,1 % af aktierne. Kreditbanken har én aktieklassse, og Kreditbankens vedtægter indeholder modsat mange andre lokalbanker ikke stemmeretsbegrænsninger.

Finanstilsynets seneste undersøgelse af banken fra 2010 viser, at Finanstilsynet overordnet set er tilfreds med bankens risikostyring og opgørelse af solvensbehov. Finanstilsynet noterer sig dog, at banken har relativt store andele af blancoelementer i udlånene, hvilket medfører større tab ved debtors potentielle insolvens. Kreditbanken ligger inden for alle 5 målepunkter i Finanstilsynets tilsynsdiamant. Kreditbankens udlån er desuden rimeligt veldiversificerede, og banken har ikke nogen særligt stor eksponering mod en specifik sektor.

4 Strategisk analyse

I den strategiske analyse foretages en vurdering af en række eksterne forhold, der kan påvirke de fremtidige indtjeningsmuligheder for banksektoren i Danmark.

Banksektoren er karakteriseret ved en række forhold, der har stort set ensartet indvirkning på bankers indtjenings- og egenkapitalforhold.

I det følgende er der redegjort for de forhold, der vurderes at være gennemgående for banksektoren i Danmark.

4.1 Regulatoriske forhold

Banksektoren, både i Danmark og i udlandet, er karakteriseret ved en betydelig regulering med det sigte, at samfundet kan have tillid til bankerne, forstået således at kunderne kan have tillid til, at banken kan tilbagebetale indlån, og at bankerne indbyrdes kan have tillid til hinanden og derfor vil acceptere modpartsrisici.

De regulatoriske krav fastlægges i Danmark af lovgiver - Folketinget -, dog således at Finanstilsynet i vidt omfang står for udmøntningen af lovene. De regulatoriske krav omfatter:

- Regnskabskrav. De børsnoterede banker aflægger koncernregnskab efter de internationale regnskabsstandarder, IFRS. Mindre og mellemstore banker, der ikke er koncernregnskabspligtige, aflægger årsregnskab efter Finanstilsynets regnskabsbekendtgørelse. For alle banker er der krav om periodevis indberetning til Finanstilsynet af regnskabsopgørelser.
- Solvenskrav er fastsat i Finanstilsynets Bekendtgørelse om kapitaldækning, der fastlægger principperne for opgørelse af solvensnøgletal og kernekapitalnøgletal. Solvensprocenten skal være mindst 8 %. Herudover skal solvensnøgletallet være højere end solvensbehovsprocenten.
- Principperne for opgørelse af solvensbehovsnøgletallet er fastlagt i Vejledning om tilstrækkelig basiskapital og solvensbehov for kreditinstitutter.
- Af øvrige regulatoriske krav for banker skal fremhæves Bekendtgørelse om ledelse og styring af pengeinstitutter m.fl. I denne bekendtgørelse er fastlagt en række organisatoriske krav, som bankernes ledelser skal påse implementeres og overholdes.
- Finanstilsynet er tilsynsmyndighed for bankerne, hvilket indebærer, at Finanstilsynet kan udbede sig en række oplysninger til kontrol af, at den enkelte banks indberetninger til Finanstilsynet er korrekte. Sådanne oplysninger kan blandt andet indebære kontrol af årsregnskabet, solvensopgørelse og solvensbehovsopgørelse.

I forbindelse med finanskrisen begyndende med Lehman Brothers-krakket "frøs pengemarkederne til". Herved forstås, at bankerne ikke havde tillid til hinanden og deres regnskaber, og det indebar, at bankerne ikke turde gennemføre transaktioner med hinanden uden sikkerhedsstillelser. Som følge heraf gennemførte en række regeringer hjælpepakker til bankerne, der havde til formål at genskabe tilliden til pengemarkederne.

I Danmark har disse hjælpepakker omfattet:

- *Bankpakke 1*
Statsgaranti for alle simple kreditorer i bankerne i perioden 10. oktober 2008 til 30. september 2010.

- *Bankpakke 2*

Tilbud om kapitaltilførsel til bankerne i form af hybrid kernekapital, der under visse betingelser kan konverteres til egenkapital

Tilbud om i en 3-årig periode at yde statsgaranti ved bankernes obligationsudstedelser.

- *Bankpakke 3*

Mulighed for at nødlidende banker kan lade sig afvikle gennem Finansiell Stabilitet fra 1. oktober 2010. Risikoen ved afviklingen dækkes fuldt ud af en tabskaution fra Garantifonden for Investorer og Indskydere.

- *Bankpakke 4*

Består af 2 modeller for afvikling:

- I den ene model overtages et nødlidende kreditinstitut fuldt ud af en tredjepart. Tredjeparten tildeles dels en medgift fra Finansiell Stabilitet og dels en medgift fra Garantifonden. Medgiften afspejler tabet på de individuelle statsgarantier. Det sikres igennem en earn-out aftale, at Finansiell Stabilitet ikke lider større tab end under Bankpakke 3.
- I den anden model overtager Finansiell Stabilitet den nødlidende bank og sælger den levedygtige del fra. Den levedygtige del sælges fra uden dækning af tab for udækkede simple kreditorer. Samtidig oprettes et datterselskab under Finansiell Stabilitet til afvikling af aktiviteterne i den ulevedygtige del af selskabet, hvori der indskydes medgift fra Finansiell Stabilitet og Garantifonden på linje med model 1.

Statens tiltag for at støtte bankvæsenet har primært haft fokus på to forhold:

- Styrkelse af bankernes solvens – som er et udtryk for bankernes evne til at modstå underskud.
- Styrkelse af bankernes likviditetsberedskab med henblik på at styrke bankernes evne til at kunne tilbagebetale indlån og gennemføre transaktioner med andre banker.
- Sikre en fornuftig afvikling af nødlidende banker.

Som følge af den finansielle krise er der hos myndighederne arbejdet med modeller for styrkelse af bankernes evne til at modstå tab – styrkelse af bankernes solvens. Reglerne om bankernes solvens tager udgangspunkt i Basel 3 og vil blive indført i dansk lovgivning via EU-beslutninger. Hovedelementet i Basel 3-reglerne er, at kernekapitalelementet i solvensopgørelsen skal styrkes. Dette indebærer at elementer, som i dag indgår i solvensopgørelsen, fremover forventes at få mindre betydning – det drejer sig om hybrid kernekapital og ansvarlig lånekapital.

Systemiske banker

De europæiske finanstilsyn, samlet under European Banking Authority, har gennemført stresstests af en række europæiske banker med henblik på at vurdere deres styrke til at modstå tab. Endvidere arbejder EU-kommissionen med overvejelser om at udpege såkaldte systemiske banker. Herved forstås banker der, på grund af deres størrelse, er så væsentlige for tilliden til bankvæsenet, at staterne skal sikre dem mod kollaps. Det har været fremme, at der i Danmark skal være ca. 4 systemiske banker. En ordning med udpegning af systemiske banker vil formentlig betyde, at indlånerne vil have en præference for disse banker – i hvert fald

kunder med indlån, der overstiger 100.000 euro, svarende til det beløb, der er sikret via Garantifonden for Indskydere og Investorer. Dette vil formentlig indebære, at de systemiske banker vil kunne tiltrække indlån på mere fordelagtige vilkår end de øvrige banker og dermed få en konkurrencemæssig fordel. Samtidig forventes det, at de udvalgte banker betaler for denne statsgaranti i form af højere solvenskrav mv.

Kreditbanken vil formentlig ikke blive udpeget som systemisk bank, såfremt der kun skal være 4 systemiske banker i Danmark.

4.2 Politiske forhold

Ved politiske forhold tænkes på stabiliteten i det politiske klima i Danmark vurderet ud fra investor risici.

Danmark er et politisk stabilt land, hvor den private ejendomsret er sikret i grundloven. Risikoen for nationalisering af danske banker må vurderes som meget lille og vil kræve en ændring af grundloven.

Danske banker er omfattet af skattelovgivningen, der indebærer, at bankerne, ud over at betale selskabsskat efter samme regler som andre aktieselskaber, betaler lønsumsafgift. Lønsumsafgiften opgøres på grundlag af den lønsum, banken har.

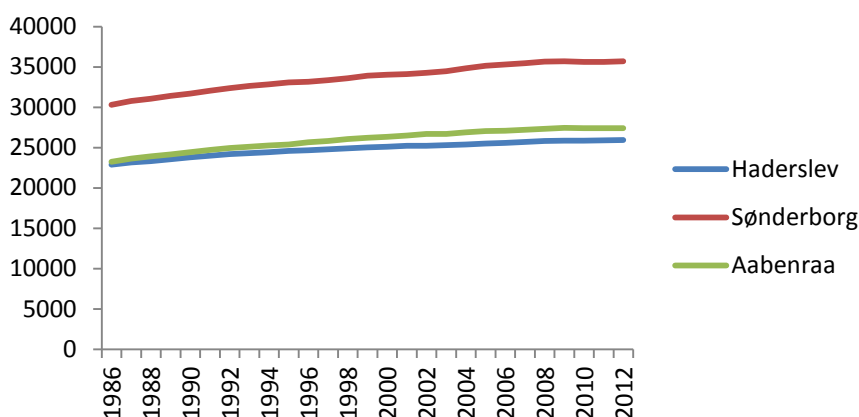
Der har på det seneste været politiske synspunkter fremme om, at transaktioner med værdipapirer skal pålægges en særlig afgift. Det er bankernes synspunkt, at en sådan afgift vil reducere antallet af værdipapirtransaktioner og dermed bankernes indtjening.

Da bankerne har haft en væsentlig rolle i finanskrisen og er blevet tildelt skylden for krisen fra befolkningen og politikernes side, må det forventes, at der vil kunne blive indført yderligere regulatoriske krav og byrder på bankerne. Disse kan dels komme til udtryk i øget regulering og dels i øget beskatning og afgifter. Såvel forøget regulering samt forøgede skatter og afgifter vil alt andet lige medføre større omkostninger for bankerne fremadrettet. Øget regulering vil dels kunne afspejle sig i forøgede administrationsomkostninger til at sikre, at lovgivningen overholdes, dels i lavere indtjeningsgrundlag fra f.eks. større kapitalkrav, hvilket alt andet lige mindsker egenkapitalforrentningen.

4.3 Demografiske forhold

En væsentlig faktor for Kreditbankens vækstgrundlag er, at den potentielle kundemasse fastholdes eller stiger. Dette kan måles ved befolkningen i de tre byer, hvor Kreditbanken har filialer, Aabenraa, Haderslev og Sønderborg. Udviklingen i befolkningen i disse tre kommuner kan ses i figur 4.6.1 herunder. Figuren viser, at befolkningen i de tre kommuner har været tiltagende siden 1986. Dette indikerer, at Kreditbankens potentielle kundemasse ligeledes er svagt stigende.

Figur: 4.3.1: Antal husstande pr. kommune



Kilde: Danmarks Statistik

4.4 Teknologiske forhold

Det teknologiske grundlag er væsentligt i banksektoren. Dette omfatter en effektiv it-plattform til at sikre effektiv økonomistyring i banken samt gode it-plattformer, som kunderne kan foretage deres bankforretninger på.

Kreditbanken tilbyder ifølge deres hjemmeside både netbank og mobilbank.

Fremadrettet må det dog forventes, at Kreditbanken har større omkostninger til udvikling af disse løsninger i forhold til forretningsvolumen end for eksempelvis Sydbank har. Sydbank må vurderes at være Kreditbankens største konkurrent i området, fordi disse kan tilbyde kunderne flere ydelser end Kreditbanken og kan opnå stordriftsfordele ved for eksempel udvikling af it-løsninger.

4.5 Makroøkonomiske og sektorforhold

Finanskrisen har siden 2008 medført betydelige tab og nedskrivninger på bankernes udlån og garantier.

Ud over tab og nedskrivninger i bankernes regnskaber har finanskrisen medført en stigning i bankernes solvensbehov. Konsekvensen heraf har været og er, at bankerne i større omfang end før finanskrisen skal have ansvarlig kapital til at imødegå dækningen af både det aktuelle solvensbehov samt risikoen for en forøgelse af solvensbehovet.

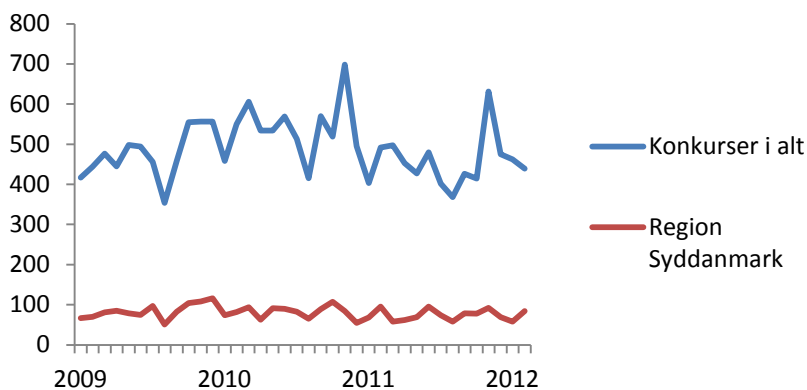
Dette medfører, at bankernes omkostninger til ansvarlig kapital er forøget under finanskrisen. Eksempelvis måtte Danske Bank til styrkelse af sit solvensnøgletal optage et lån hos den danske stat (statslig hybrid kapital) på 2,5 mia. kr., der forrentes med ca. 10 %.

Store tab og nedskrivninger samt større omkostninger til ansvarlig kapital har medført, at danske banker har måttet øge forskellen mellem udlånsrenterne og indlånsrenterne (rentemarginalen).

Kreditbanken er karakteriseret ved at have et højt solvensnøgletal og kernekapitalnøgletal samt en stor overdækning til solvensbehovsnøgletallet. Kreditbanken har kunnet finansiere den ansvarlige kapital via egenkapital, og banken har derfor ikke haft behov for at finansiere ansvarlig kapital via kostbar låneoptagelse hos den danske stat.

Den økonomiske krise har medført en stigning i antallet af konkurser. Dette er både tilfældet nationalt og for region Syddanmark. Nedenstående figur indikerer, at antallet af konkurser har været mere varierende på landsplan, end det har været i Region Syddanmark, hvor Kreditbanken har placeret hovedparten af sine forretningsaktiviteter. Dette kan skyldes, at Region Syddanmark har relativt få finansielle virksomheder og lignende konjunkturfølsomme virksomheder i forhold til landsgennemsnittet.

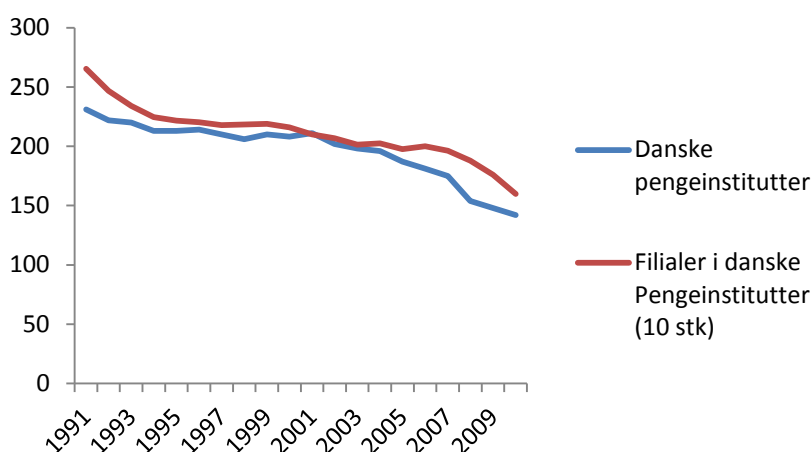
Figur 4.5.1: Antal konkurser



Kilde: Danmarks Statistik

Der er over de seneste 20 år sket en konsolidering i den danske banksektor. Nedenstående figur viser, at antallet af danske pengeinstitutter er faldet fra ca. 230 i 1991 til under 150 i 2010. Figuren viser endvidere, at antallet af filialer er faldet fra ca. 2700 i 1991 til ca. 1600 i 2011. Denne udvikling kan udtrykke en øget effektivisering i banksektoren, hvor ansatte i højere grad erstattes af automatiserede løsninger, netbank mv. Dette kræver, at den enkelte bank har råd til at tilbyde og udvikle disse løsninger, hvilket medfører, at banken skal have en hvis størrelse for, at sådanne investeringer kan gennemføres. Dette medfører således et behov for konsolidering, som figuren også giver udtryk for.

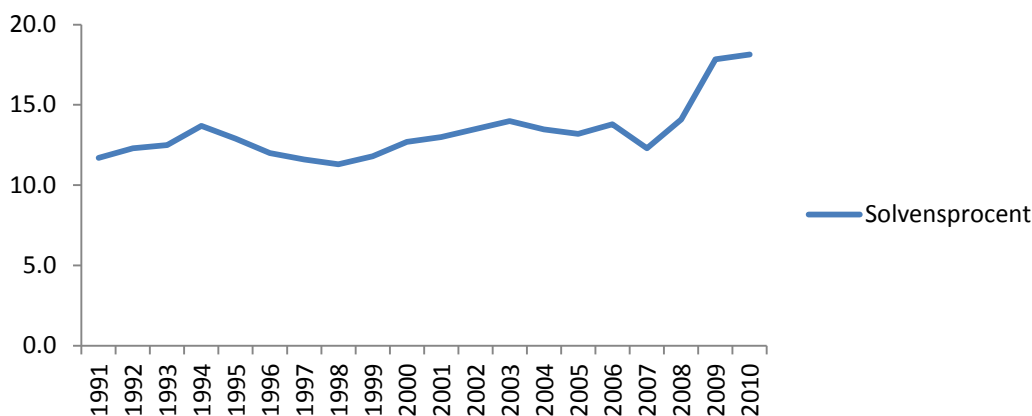
Figur 4.5.2: Antal pengeinstitutter og filialer



Kilde: Finansrådet: Sektoren i tal.

Som følge af den finansielle krise og de forøgede risici for at kunderne ikke kan betale deres lån, har flere banker været nødt til at forøge deres solvensprocent grundet det forøgede solvensbehov. Dette illustreres i nedenstående figur, som viser den gennemsnitlige solvensprocent i sektoren.

Figur 4.5.3: Gennemsnitlig solvensprocent i den danske banksektor.

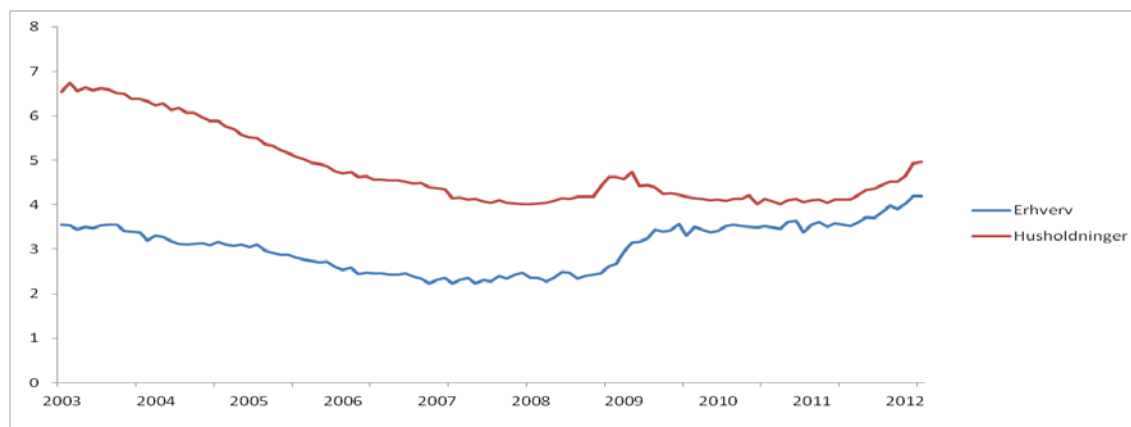


Kilde: Finansrådet: Sektoren i tal

Ovenstående figur viser, at solvensprocenten faldt i 2007/2008, som følge af finanskrisens indtræden og forøgede nedskrivninger. Herefter har sektoren forsøgt at skabe større buffer til nedskrivninger. Dette er i høj grad sket i form af nedbringelse af gearingen i form af lavere udlånsmasse (Finanstilsynet: Markedsudviklingen 2010)

Banksektorens indtjening kommer hovedsageligt fra en positiv rentemarginal, hvilket vil sige en lavere indlånsrente end udlånsrente. Rentemarginalen er i henhold til nedenstående figur fra 2003 frem til finanskrisen 2007/2008 aftaget. Dette indikerer, at bankerne, som følge af den store økonomiske vækst frem til krisen, har prissat udlånene højere end tidligere på grund af den formodede lavere risiko og højere konkurrence i sektoren efter at kunne låne penge ud. Som følge af krisen er prissætningen af udlånene korrigeret, hvorefter rentemarginalen på sektor-niveau har været rimeligt stabil fra ultimo 2009 til ultimo 2011, hvorefter marginalen stiger. Figuren viser endvidere, at rentemarginalerne på erhverv og husholdninger i høj grad er konvergeret siden 2003. Fra 2009 har forskellen mellem rentemarginalerne på erhvervslån og privatlån været rimeligt stabilt omkring 0,5 procentpoint.

Figur 4.5.4: Historiske rentemarginaler i danske penge- og realkreditinstitutter

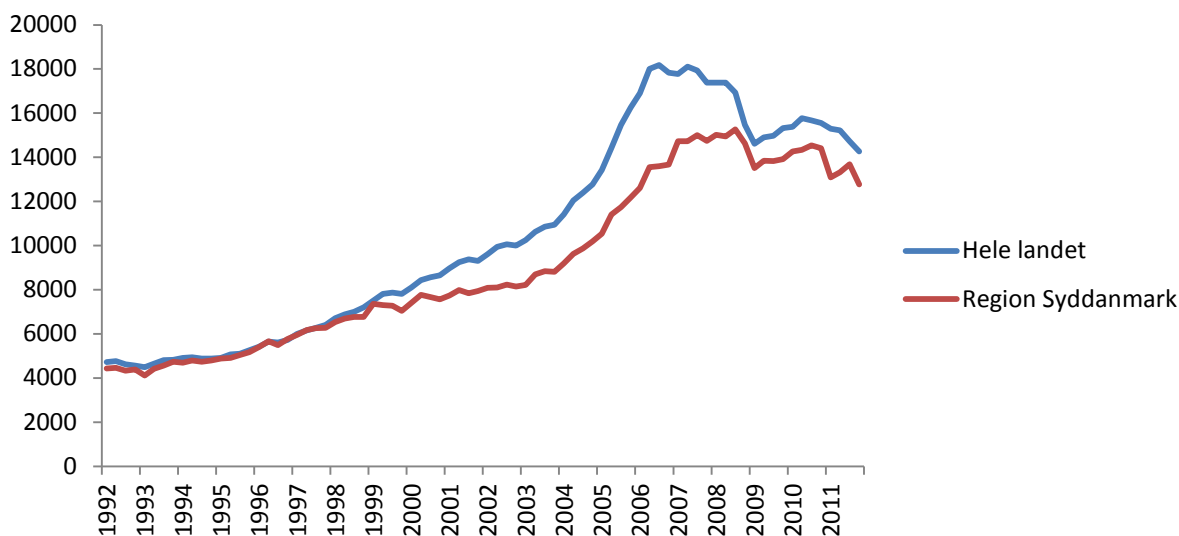


Kilde: Danmarks Nationalbanks statistikbank.

En væsentlig faktor i finanskrisen og solvensproblemerne i en række banker har været fald i værdien af underliggende sikkerheder i ejendomme. Nedenstående figur viser udviklingen i ejendomspriserne. Figuren viser, at prisstigningerne før finanskrisen i Region Syddanmark, hvor Kreditbanken vurderes at have størst eksponering, ikke har været ligeså store som landsgennemsnittet. Tilsvarende har prislefaldet i Region Syddanmark under finanskrisen heller ikke været så stort som landsgennemsnittet.

Figuren viser endvidere, at ejendomspriserne stadig er faldende, hvilket øger kreditrisikoen på ejendomsudlån.

Figur 4.5.5: Gns. kvadratmeterpriser for realiserede handler, DKK



Kilde: Realkreditraadet.

4.6 Sammenfatning af den strategiske analyse

De danske pengeinstitutter er omfattet af regulatoriske forhold, som er lovfastsat af Folketinget og udmøntet af Finanstilsynet. Disse forhold omfatter regnskabskrav, kapitaldækningskrav og krav til ledelse og styring af pengeinstitutter. Disse forhold skal hjælpe til at sikre, at de danske pengeinstitutter drives på forsvarlig vis.

Kreditbanken opererer i Sønderjylland og har ingen udenlandske aktiviteter. Danmark vurderes at være et politisk stabilt land, hvor den private ejendomsret overholdes, og love og regler sikres opretholdt i retssystemet.

Der har som følge af finanskrisen været diskuteret flere former for ekstra beskatning af banker, som følge af de omkostninger sektoren har tilført staten i forbindelse med etableringen af en række bankpakker. Dette giver en vis usikkerhed om det fremtidige omkostningsniveau for sektoren.

Kreditbankens kundegrundlag vurderes at kunne opretholdes, da data ikke viser tegn på, at kunderne fraflytter de områder, som Kreditbanken opererer i.

Kreditbanken vurderes at have det fornødne teknologiske grundlag for at kunne konkurrere, men vurderes at ville have relativt store omkostninger hertil fremadrettet på grund af bankens relativt lille forretningsvolumen.

Den danske banksektor har de seneste år oplevet store tab som følge af den forøgelse i antallet af konkurser, der er fulgt efter finanskrisen. Dette har medført, at bankerne generelt har søgt at forøge deres solvens som følge af et forøget solvensbehov. Samtidigt har bankerne forsøgt at forøge deres indtjening igennem en forøgelse af rentemarginalen.

5 Regnskabsanalyse

I regnskabsanalysen foretages en gennemgang af Kreditbanken med fokus på:

- Lønnsomhed - hvordan er Kreditbankens lønnsomhed målt på relevante hoved- og nøgletal, og hvordan har udviklingen været for banken. Hvordan har Kreditbanken klaret sig under den finansielle krise, og hvordan har bankens risikostyring udmøntet sig i bankens økonomi.
- Solvens og risici - hvordan er Kreditbankens solvensprocent i forhold til nugældende og forventede fremtidige lovkrav, hvordan har Kreditbanken ageret forretningsmæssigt i forhold til solvensbehov og risiko for tab på udlån. Hvordan er Kreditbankens robusthed til at modstå eventuelle fremtidige underskud.

Regnskabsanalysen tager udgangspunkt i Kreditbankens årsrapport for 2011, der i note 3 viser hoved- og nøgletal for en femårig periode.

Femårsoversigt

Hovedtal resultatopgørelse og balance (tkr.)	2011	2010	2009	2008	2007
Netto rente- og gebyrindtægter	133.995	142.385	149.266	134.260	128.168
Kursreguleringer	5.505	4.777	6.653	2.029	5.373
Udgifter til personale og administration	66.806	69.482	66.194	63.955	59.823
Af- og nedskrivninger på materielle aktiver	1.775	1.365	1.843	1.096	2.627
Provision til Det Private Beredskab	0	6.052	7.850	2.138	0
Bidrag til indskydergarantifonden	3.843	0	0	0	0
Nedskrivninger på udlån og tilgodehavender m.v.	53.358	52.579	76.197	33.225	5.672
Resultat før skat	14.254	18.214	4.551	36.358	65.706
Årets resultat	10.627	13.753	3.349	27.600	49.799
Egenkapital	391.013	386.471	371.042	368.897	350.306
Udlån	1.447.919	1.489.887	1.615.396	1.729.362	1.708.031
Indlån	1.576.450	1.541.074	1.714.208	1.750.731	1.529.473
Aktiver i alt	2.288.440	2.219.053	2.317.235	2.420.556	2.239.292
Nøgletal	2011	2010	2009	2008	2007
Solvensprocent	21,9	21,4	17,6	17,5	15,5
Kernekapitalprocent	21,9	21,4	17,6	17,4	15,6
Egenkapitalforrentning før skat, pct.	3,7	4,8	1,2	10,1	19,9
Egenkapitalforrentning efter skat, pct.	2,7	3,6	0,9	7,7	15,0
Indtjening pr. omkostningskrone, kr.	1,11	1,14	1,03	1,36	1,97
Renterisiko, pct.	0,7	0,4	0,8	0,7	0,6
Valutapostion, pct.	0,7	1,3	0,4	3,3	0,5
Valutarisiko, pct.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Udlån i forhold til indlån, pct.	100,7	104,7	101,6	103,9	116,1
Udlån i forhold til egenkapital	3,7	3,9	4,4	4,7	4,9
Årets udlånsvækst, pct.	-2,8	-7,8	-6,6	1,2	23,6
Overdækning i forhold til lovkrav om likviditet, pct.	242,2	343,8	190,5	201,0	102,5
Summen af store engagementer, pct.	12,7	13,3	27,5	40,5	72,5
Årets nedskrivningsprocent	3,1	2,7	3,5	1,8	0,2
Udlån i forhold til egenkapital	7,6	3,9	4,4	4,7	4,9
Rentenultillede udlån i forhold til udlån før nedskrivninger	2,6	2,6	2,4	0,7	0,2
Årets resultat pr. aktie, kr.	59,6	77,2	18,8	154,9	279,5
Indre værdi pr. aktie, kr.	2.232	2.190	2.113	2.089	1.966
Børskurs ultimo året	1.475	1.910	1.999	2.100	3.300
Udbytte pr. aktie	20,0	20,0	0,0	0,0	50,0
Børskurs/årets resultat pr. aktie	24,7	24,7	106,4	13,6	11,8
Børskurs/indre værdi pr. aktie	0,66	0,87	0,95	1,01	1,68
Antal medarbejdere (omregnet til heltidsbeskæftigede)	64,2	67,2	69,2	67,0	64,0

Femårsoversigten og dens indhold er fastlagt i Finanstilsynets regnskabsbekendtgørelse, der er gældende for regnskabsaflæggelsen i Kreditbanken. Finanstilsynet lægger blandt andet femårsoversigten til grund for de regnskabsanalyser, som Finanstilsynet foretager. Der er i nærværende opgave udvalgt enkelte hovedtal og nøgletal for Kreditbanken, som vil blive analyseret nærmere og sammenlignet med Finanstilsynets branche-gruppe 3, der omfatter pengeinstitutter med en arbejdende kapital mellem 250 mio. kr. og 12.000 mio. kr., jf. Finanstilsynets fordeling af pengeinstitutter efter størrelse pr. 1. januar 2012. Finanstilsynet definerer på sin hjemmeside den arbejdende kapital som: "Indlån, udstedte obligationer, efterstillede kapitalindskud og egenkapital". De analyserede hovedtal og nøgletal er udvalgt efter en vurdering af, hvilke der er væsentlige for Kreditbanken. Endvidere er enkelte hovedtal dekomponeret, når det er vurderet, at en sådan dekomponering bidrager til yderligere indsigt i vurderingen af bankens lønsomhed, solvens og likviditet.

Følgende hovedtal og nøgletal er udvalgt til en nærmere analyse.

Lønsomhed

- Historiske resultater
- Nettorenteindtægter
- Nettogebyrindtægter
- Nedskrivninger på udlån og tilgodehavender mv. samt årets nedskrivningsprocent
- Indtjening pr. omkostningskrone
- Egenkapitalforrentning før skat.

Solvens og risici

- Solvensprocent, kernekapitalprocent samt solvensbehov
- Udlån i forhold til egenkapital
- Udlån
- Summen af store engagementer
- Årets udlånsvækst.

Likviditet

- Overdækning i forhold til lovkrav om likviditet
- Udlån i forhold til indlån.

Regnskabsanalysen baserer sig på Kreditbankens regnskaber, publikationen "Indikatorer for indtjening, risiko og pris" fra Bankinfo samt Finanstilsynets nøgletalsdatabase. Sidstnævnte var på tidspunktet for opgavens udarbejdelse ikke offentliggjort for 2011, hvorfor 2010-udgaven er anvendt. Det vurderes dog ikke, at dette i væsentlig grad har betydning for vurdering af Kreditbankens relative performance.

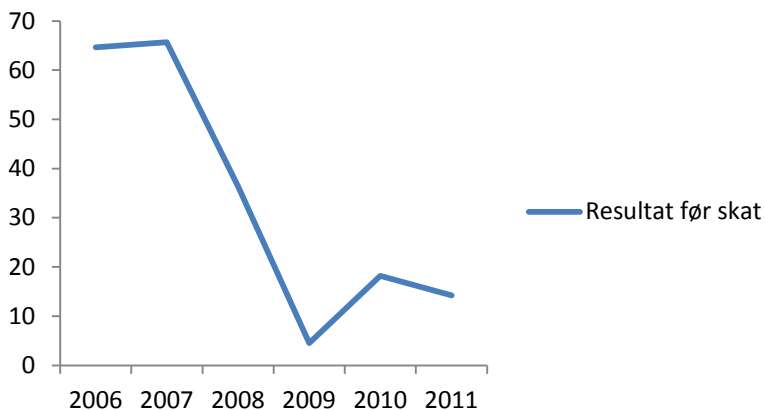
5.1 Lønsomhed

Kreditbankens lønsomhed analyseres ved at vurdere udviklingen i de ovenfor nævnte parametre.

5.1.1 Historiske resultater

Kreditbanken har under finanskrisen haft et stort fald i resultatet før skat. Banken har dog haft en stigning i resultatet før skat i 2010, hvorefter det er aftaget igen i 2011.

Figur 5.1.1.1: Resultat før skat, mio. kr.



Kilde: Kreditbankens årsrapporter

Kreditbankens resultater for årene 2008-2011 er, ligesom sektoren i øvrigt, negativt påvirket af bankens betalinger til statsgarantiordningen (Bankpakke 1).

Bankens udgift til statsgarantiordningen (provisionsbetaling for statsgarantien og hensættelse på garantierne, garantierne udgør for sektoren i alt 20 mia. kr.) har i årene 2008-2010 udgjort:

2008: 2,1 mio. kr. i provisionsbetaling og 1,2 mio. kr. i hensættelse på garantierne. I alt 3,3 mio. kr.

2009: 7,9 mio. kr. i provisionsbetaling og 5,2 mio. kr. i hensættelse på garantierne. I alt 13,1 mio. kr.

2010: 6,1 mio. kr. provisionsbetaling og 4,6 mio. kr. i hensættelse på garantierne. I alt 10,7 mio. kr.

Endvidere har der været indbetaling til indskydergarantifonden i 2011:

2011: 3,8 mio. kr. i indbetaling til Indskydergarantifonden, som følge af øget likviditetsbehov i fonden efter konkurserne i Amagerbanken, Fjordbank Mors og Max Bank.

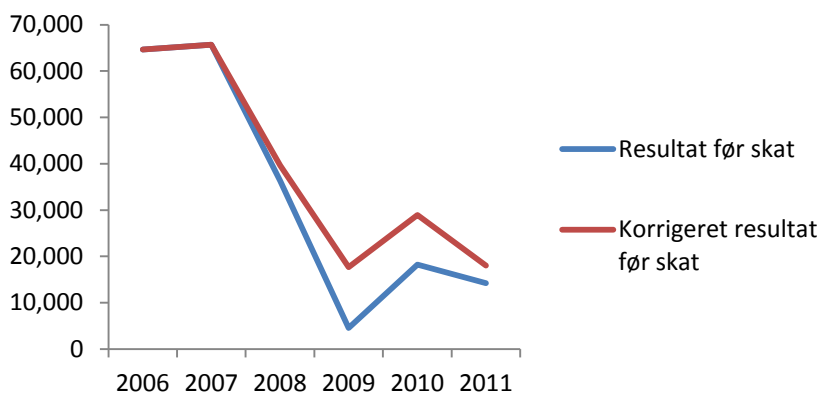
I årsrapporten for 2010 note 24 gives følgende oplysning:

"Kreditbanken har deltaget i den danske stats garantiordning, der udløb 30. september 2010. Udmeldingen fra Finansiell Stabilitet A/S har ført til yderligere hensættelse på 4,6 mio. kr., og hensættelsen på i alt 11 mio. kr. dækker derved hele bankens andel af garantien på 10 mia. kr. Banken har yderligere en andel af

garantiforpligtelsen på de yderste 10 mia. kr. af de 35 mia. kr., som den finansielle sektor har garanteret at bidrage med. Finansiell Stabilitet A/S har oplyst, at den del af garantien, der ligger ud over 25 mia. kr. ikke bliver aktuel, og den indgår derfor ikke i eventualforpligtelser."

I nedenstående figur er vist Kreditbankens resultat før skat korrigeret for udgifter vedrørende statsgarantiordningen i årene 2008-2010 samt indbetaling til Indskydergarantifonden i 2011.

Figur 5.1.1.2: Kreditbankens resultat før skat, t.kr.

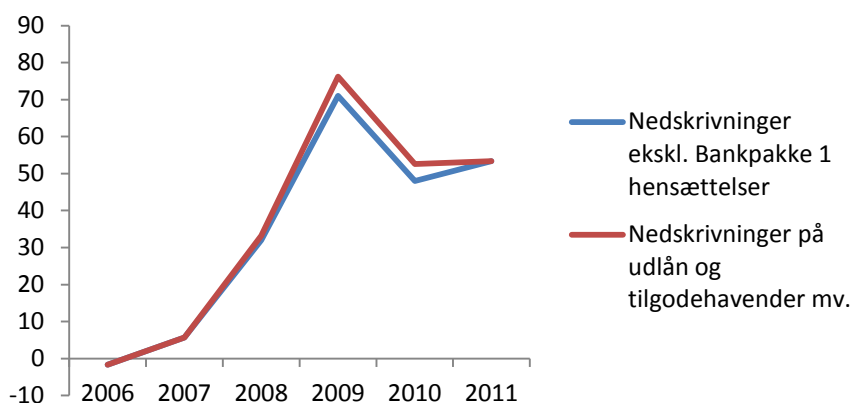


Kilde: Kreditbankens regnskaber og egen tilvirkning.

Når der korrigeres for udgifterne til statsgarantiordningen og Garantifonden bliver faldet i resultat før skat set over perioden 2006-2011 mindre, men er alligevel væsentlig.

Årsagen til den negative udvikling i finanskrisen årene 2008-2011 er primært Kreditbankens udgift til nedskrivninger og hensættelser, der nedenfor er illustreret for perioden 2006-2011 ekskl. udgift til hensættelse på statsgarantiordningen:

Figur 5.1.1.3: Nedskrivninger i Kreditbanken, mio. kr.



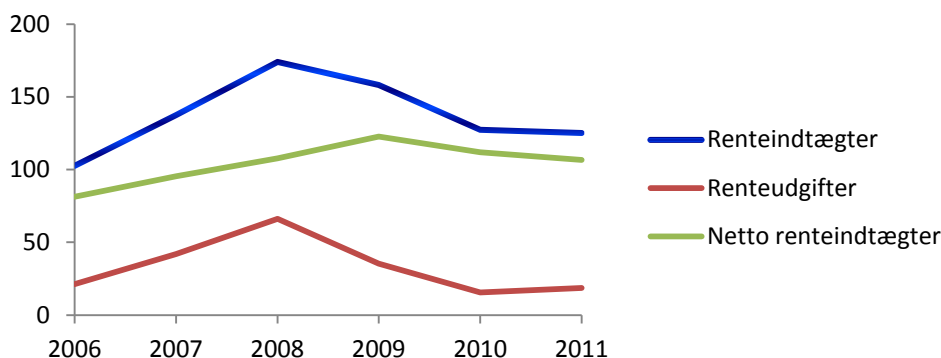
Kilde: Kreditbankens regnskaber

Kreditbankens resultat før skat er i perioden fra 2008 og frem i væsentlig grad negativt påvirket af nedskrivninger og hensættelser på tilgodehavender og garantier.

5.1.2 Nettorenteindtægter

Nedenstående graf viser de sidste fem års udvikling i Kreditbankens nettorenteindtægter og de bagvedliggende renteindtægter og -udgifter.

Figur 5.1.2.1: Nettorenteindtægter, mio. kr.



Kilde: Kreditbankens regnskaber

Figur 5.1.2.1 viser, at Kreditbanken har haft en stigning i både renteindtægter og -udgifter frem til finanskrisen, hvorefter begge er faldet. Frem til 2008 har stigningen i renteindtægter været større end stigningen i renteudgifter. Mellem 2008 og 2009 har der været et større fald i renteudgifterne end i renteindtægterne, idet der i denne periode har været en stigning i nettorenteindtægterne. Mellem 2009 og 2010 er nettorenteindtægterne faldet, hvilket indikerer, at renteindtægterne er faldet mere end renteudgifterne. I hele perioden 2006-2011 ligger nettorenteindtægterne på et rimeligt stabilt niveau.

Nettorenteindtægterne ligger relativt stabilt på mellem 4,5 % og 5,6 % af de samlede udlån¹. Dette harmonerer med Kreditbankens strategi om stabilitet og balance mellem indlån og udlån. Denne balance må medføre, at den eneste måde, Kreditbanken kan øge nettorenteindtægternes andel af de samlede udlån på, er at øge rentemarginalen.

Rentemarginal udtrykker spreadet mellem renten på indlån og renten på udlån. Rentemarginal defineres som forskel i bankens gennemsnitlige renteindtægt af udlån med fradrag af bankens gennemsnitlige renteudgift af indlån beregnet i procentpoints².

Rentemarginalen er et væsentligt nøgletal for en banks evne til at drive traditionel bankdrift, nemlig at tjene penge på udlån af indlåneres midler.

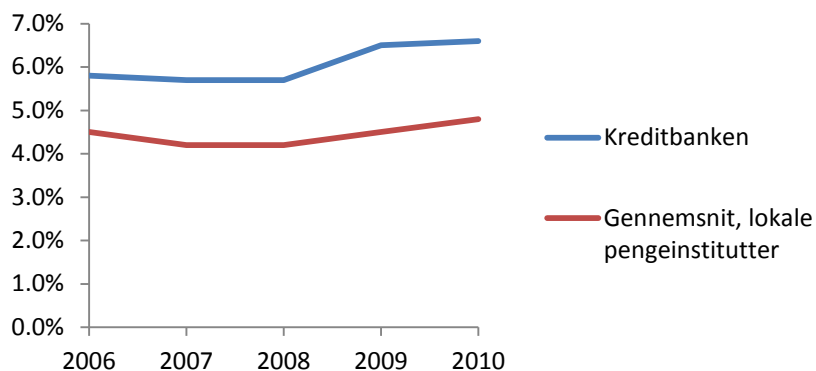
Nedenstående figur 5.1.2.2 illustrerer, hvordan rentemarginalen har udviklet sig de sidste 6 år i Kreditbanken og på sektorniveau, defineret som Finanstilsynets gruppe 3. Det observeres, at niveauet for Kreditbankens rentemarginal ligger væsentligt højere end for sektortotalen. Udviklingen i Kreditbankens rentemarginal føl-

¹ Beregnet som nettorenteindtægterne divideret med summen af kassebeholdning og anfordringstilgodehavender hos centralbanker, tilgodehavender hos kreditinstitutter og centralbanker, udlån og andre tilgodehavender til amortiseret kostpris og obligationer til dagsværdi.

² Dette er den definition, som Finanstilsynet anvender. Se deres beretning om udvikling i rentemarginalen: <http://www.finanstilsynet.dk/upload/Finanstilsynet/publik/publikationer/pengeinstituternes/kap03001.html>

ger over tid - men på et højere niveau - udviklingen i den gennemsnitlige rentemarginal i sektoren, dog med et større udsving i 2009.

Figur 5.1.2.2: Rentemarginal



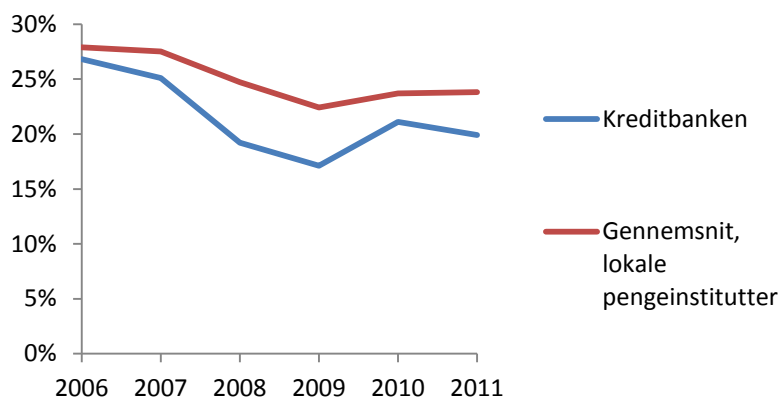
Kilde: Analyse fra Bankinfo

Ovenstående viser, at Kreditbanken er bedre end branchegennemsnittet til at skabe profit via en høj rentemarginal. Den højere rentemarginal kan skyldes, at Kreditbanken formår at udlåne til højere renter. Det er dog mere sandsynligt, at Kreditbanken på grund af fokus på balance mellem indlån og udlån har formået at have tilstrækkeligt lave renteudgifter. Dette skyldes, at banken ved at følge denne strategi kan funde sig billigt ved indlån fra lokale bankkunder. Flere konkurrerende banker har været nødsaget til i højere grad at skaffe indlån ved at tilbyde høje indlånsrenter, hvilket har vist sig at kunne være svært og dyrt under finanskrisen.

5.1.3 Nettoebyrindtægter

Udover indtægter fra udlånsengagementer genererer Kreditbanken indtægter i form af gebyrer og provisioner. Nedenstående figur 5.1.3.1 viser Kreditbankens nettoebyr og -provisionsindtægter i forhold til gennemsnittet af Finanstilsynets gruppe 3.

Figur 5.1.3.1: Netto gebyr og -provisionsindtægter i forhold til nettoindtjeningen



Kilde: Analyse fra Bankinfo

Nettoindtjeningen defineres som nettorente- og gebyrindtægter iht. regnskabsbekendtgørelsen.

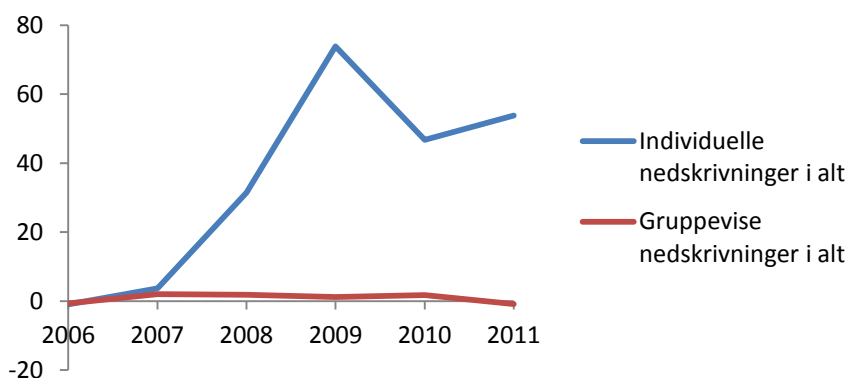
Gebyrer og provisionsindtægterne fordeler sig på gebyrer fra værdipapirhandel, betalingsformidlingsgebyrer, lånesagsgebyrer, provisioner for realkreditlån, garantiprovisioner samt øvrige gebyrer og provisioner.

Figur 5.1.3.1 viser, at Kreditbankens andel af nettoindtjeningen, der hidrører fra gebyrer og provisioner i perioden 2006-2011 ligger under branchegennemsnittet. Kreditbanken ligger imidlertid på niveau med branchegennemsnittet i 2006. Kreditbanken har i den viste periode haft et urealiseret indtjeningspotentiale på gebyrer og provisionsindtægter ved at øge disse indtægter til brancheniveauet. Dette vurderes stadig at være tilfældet ultimo 2011. Det er dog muligt, at banken har kunnet opnå billige indlån ved at kræve færre gebyrer, hvorfor det ikke er sikkert, at hele forskellen mellem Kreditbanken og branchegennemsnittet er udtryk for tabt indtjeningspotentiale.

5.1.4 Nedskrivninger på tilgodehavender og udlån samt årets nedskrivningsprocent

En af de væsentligste omkostningsposter har de senere år været nedskrivninger på tilgodehavender og udlån m.v.

Figur 5.1.4.1: Årlige nedskrivninger i Kreditbanken, mio. kr.



Kilde: Kreditbankens regnskaber.

Figur 5.1.4.1 viser, at langt hovedparten af nedskrivningerne er individuelle nedskrivninger frem for gruppevise nedskrivninger. De individuelle nedskrivninger foretages på nødlidende debitorer over en vis størrelse karakteriseret ved konkurs eller betalingsstandsning, eller hvor der på anden måde er objektive indikatorer på debtors manglende betalingsevne. De gruppevise nedskrivninger er nedskrivninger på porteføljeniveau. Fordelingen mellem de individuelle nedskrivninger og de gruppevise nedskrivninger kan tyde på, at Kreditbanken har foretaget hovedparten af nedskrivningerne på større låneengagementer og ikke i samme grad har haft tab på mindre og private debitorer.

Ovenstående figur 5.1.4.1 viser de årlige nedskrivninger i Kreditbanken. Figuren viser, at de årlige individuelle nedskrivninger før finanskrisen var svagt negative, hvilket skyldes større tilbageførsel af individuelle nedskrivninger i tidligere år end ny tilgang af nedskrivninger for året. Efter finanskrisens start er de individuelle nedskrivninger tiltaget som følge af den økonomiske afmatning, der medfører, at bankens debitorer har vanskeligere ved at generere indkomst og derved sværere ved at betale renter og afdrag på lån hos banken.

Nedskrivningsniveauet er aftaget efter 2009, hvor det toppede med 76 mio. kr. De aftagende nedskrivninger kan være tegn på, at Kreditbanken har foretaget hovedparten af de nødvendige nedskrivninger, såfremt den danske økonomi ikke udvikler sig i yderligere negativ retning. Nedskrivningerne er dog stadig rimeligt store for 2011, hvilket indikerer nedskrivningsniveauet for den nuværende økonomiske vækst.

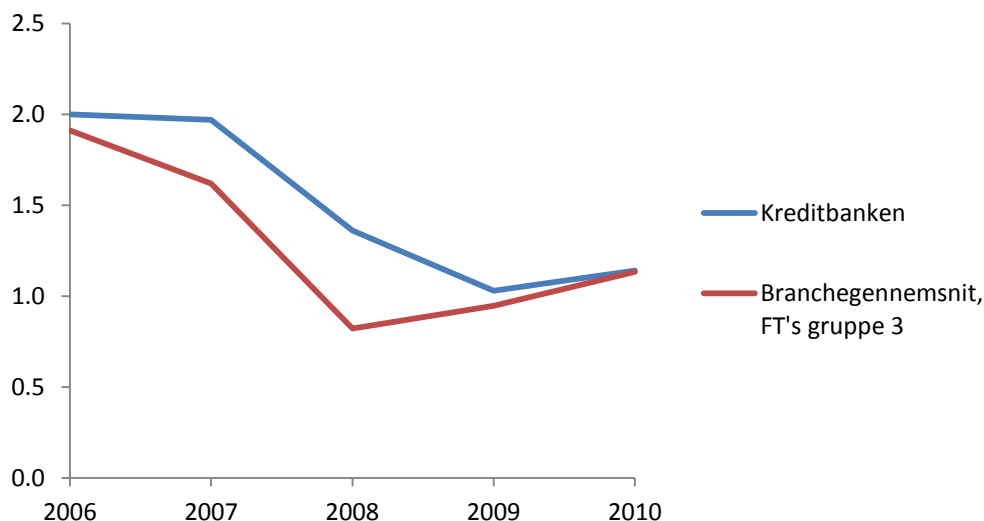
De gruppevise nedskrivninger har i perioden været af uvæsentlig størrelse.

Under gennemgang af udlåns kvaliteten nedenfor er nedskrivningerne på udlånene yderligere analyseret.

5.1.5 Indtjening pr. omkostningskrone

For at vurdere omkostningsniveauet i Kreditbanken er indtjeningen pr. omkostningskrone vist i nedenstående figur 5.1.5.1. Dette nøgletal er et relevant mål for omkostningerne, da det viser, hvor god banken er til at generere indtjening med de omkostninger, som banken afholder. Det afspejler ikke dårlig performance, hvis omkostningerne stiger, så længe indtjeningen følger med.

Figur 5.1.5.1: Indtjening pr. omkostningskrone



Kilde: Finanstilsynets nøgletalssamling

Figur 5.1.5.1 viser, at Kreditbankens indtjening pr omkostningskrone er aftaget fra 2,0 i 2006 til 1,1 i 2010. Dette fald skyldes finanskrisen, som har medført større nedskrivninger. Faldet skyldes først og fremmest forøgede nedskrivninger på udlån og tilgodehavender. Nedskrivningerne er steget fra -1,6 mio. kr. (indtægt) i 2006 til 53,4 mio. kr. (udgift) i 2011. Derudover skyldes faldet i indtjeningen pr. omkostningskrone også forøgede personaleomkostninger, som er steget 32 % i perioden 2006-2011 mod en stigning på kun 20 % i nettorente og -gebyrindtægter.

Indtjeningen pr. omkostningskrone ligger over perioden 2006-2010 over branchegennemsnittet, som i ovenstående er defineret som Finanstilsynets gruppe 3. Indtjeningen pr. omkostningskrone for Kreditbanken konvergerer i 2010 mod branchegennemsnittet. Det er tidligere beskrevet, at Kreditbankens rentemarginal er højere end branchegennemsnittet, og at gebyr- og provisionsindtægter for 2010 er på niveau med branchegennemsnittet. Når indtjeningen pr. omkostningskrone for 2010 alligevel ligger på niveau med branchegennemsnittet må dette skyldes, at Kreditbanken har haft en højere stigning i omkostningsniveauet end branchegennemsnittet.

5.1.6 Egenkapitalforrentning før skat

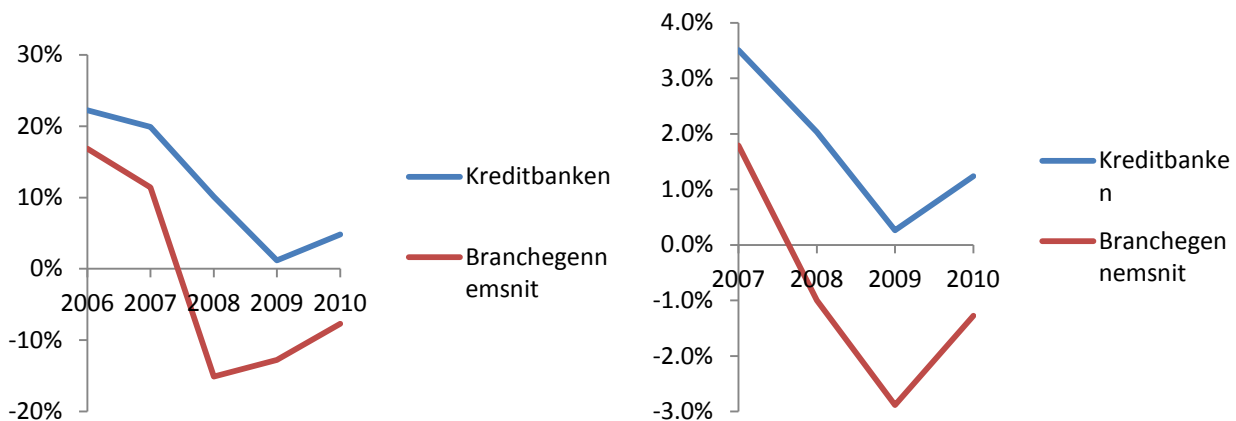
Figur 5.1.6.1 viser egenkapitalforrentningen for Kreditbanken og Finanstilsynets branchegruppe 3 for 2006 til 2010 samt forrentningen af de risikovægtede aktiver fra 2007 til 2010³.

De risikovægtede aktiver er opgjort efter risikovægtningen i baselreglerne. I disse regler er der dels en standardmetode med foruddefinerede risikovægte samt den såkaldte IRB metode, "Internal Rating Based". Sidstnævnte metode for risikovægtning af aktiverne anvendes kun af større pengeinstitutter. Kreditbanken har opgjort de risikovægtede aktiver efter standardmetoden (Kreditbanken, notat om opgørelse af solvensbehov), hvilket også må antages at være tilfældet for den resterende del af Finanstilsynets branchegruppe 3.

Forrentningen af de risikovægtede aktiver er et relevant mål, da det beskriver det risikojusterede afkast på bankens aktiver.

Kreditbankens egenkapitalforrentning har været bedre end branchegennemsnittet i hele perioden og har ikke, på trods af finanskrisen, været negativ. Dette gør sig også gældende for afkastet på de risikovægtede aktiver. Den relative forskel mellem Kreditbankens afkast på de risikovægtede aktiver og branchegennemsnittet er større end forskellen i egenkapitalforrentningen. Dette indikerer, at Kreditbanken har opnået en bedre forrentning af egenkapitalen end gennemsnittet på en mindre risikabel aktivmasse.

Figur 5.1.6.1: Egenkapitalforrentning før skat (venstre) og forrentning af de risikovægtede aktiver (højre)



Kilde: Finanstilsynet

Dette forhold kan skyldes Finanskrisen, som har medført, at de mere risikable aktiver har givet en dårligere forrentning, end hvad der ville kunne forventes under normale økonomiske forhold.

På grund af den lavere risiko fundet med Kreditbankens aktivmasse kan der forventes en lavere volatilitet i egenkapitalforrentningen sammenlignet med branchegennemsnittet. Dette ses også i ovenstående figur 5.1.6.1, hvor faldet i egenkapitalforrentningen har været lavere for Kreditbanken end for branchegennemsnittet. Analogt hermed må det forventes, at Kreditbanken vil få en lavere stigning i egenkapitalforrentningen end branchegennemsnittet, når den generelle økonomiske tilstand forbedres, givet at aktivmasserne forbliver relativt lige risikable.

³ Der er kun medtaget data for afkast af risikovægtede aktiver fra 2007, da der ikke har været indberettet risikovægtede aktivmasse tidligere.

5.2 Solvens og risici

5.2.1 Solvensprocent, kernekapitalprocent samt solvensbehov

Indledningsvis gives en kort forklaring på solvensprocent m.v.

Solvensprocenten opgøres som bankens basiskapital i forhold til de risikovægtede aktiver. Basiskapitalen opgøres med udgangspunkt i egenkapitalen og hertil lægges eventuel hybrid kernekapital og ansvarlig lånekapital. Eventuelle investeringer i andre finansielle virksomheder fragår i et vist omfang. De vægtede aktiver opgøres på grundlag af bankens balance og garantiforpligtelser. Der foretages en vægtning af de enkelte aktiver og garantiforpligtelser afhængigt af den risiko, som de tillægges. Finanstilsynet har udarbejdet detaljerede regler for vægtningen af de enkelte aktiver.

Kernekapitalprocenten opgøres som bankens kernekapital i forhold til de vægtede aktiver. Bankens kernekapital opgøres med udgangspunkt i egenkapitalen, der reduceres med opskrivningshenlæggelser og foreslået udbytte. Eventuel hybrid kernekapital kan tillægges.

Solvensbehov opgøres af banken på grundlag af en vejledning fra Finanstilsynet. Solvensbehov anvendes til vurdering af, om bankens faktiske solvens er tilstrækkelig til at modstå underskud. For investorer er forskellen mellem den faktiske solvens og solvensbehovet et væsentligt mål for bankens evne til at imødegå (overleve) eventuelle fremtidige tab. Solvensbehovet opgøres for kreditrisici, markedsrisici, operationelle risici og øvrige risici.

5.2.2 Udviklingen i Kreditbankens egenkapital

Til belysning af Kreditbankens evne til at konsolidere sig, og dermed have en stødpude til at imødegå eventuel finansiell uro, gives en kort oversigt over udviklingen i bankens egenkapital.

Bankens egenkapital i årene 2006-2011 fremgår nedenfor (mio. kr.):

<i>DKKm</i>	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Egenkapital	391	386	371	368	350	310

En gennemgang af egenkapitalopgørelserne i årsrapporterne for de enkelte år viser, at der i de pågældende år ikke er foretaget aktiekapitaludvidelser. Den positive udvikling i egenkapitalen kan henføres til bankens overskud med fradrag af udbytte til aktionærene samt køb/salg af egne aktier, der føres direkte på egenkapitalen. Herudover er der foretaget opskrivning af domicilejendomme med 2,5 mio. kr.

Bankens solvensprocent udgør i årene 2006-2011 (i procent):

<i>Procent</i>	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Solvensprocent	21,9	21,4	17,6	17,5	15,5	14,9

Bankens kernekapitalprocent udgør i årene 2006-2011 (i procent):

<i>Procent</i>	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Kernekapitalprocent	21,9	21,4	17,6	17,4	15,6	14,8

Bankens solvensbehov udgør i årene 2006-2011 (i procent):

Procent	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Solvensbehov	8,1 %	8,4 %	8,3 %	Ikke oplyst	Ikke oplyst	Ikke oplyst

Forskellen fra Kreditbankens solvensbehov til den faktiske solvensprocent og kernekapitalprocent må anses for tilfredsstillende vurderet ud fra et risikosynspunkt, idet banken ud fra den oplyste forskel har en betydelig evne til at imødegå eventuelle fremtidige underskud. Udviklingen i Kreditbankens solvensprocent og kernekapitalprocent anser jeg for at være tilfredsstillende og udtrykker, at banken har en tilstrækkelig høj solvens til at imødegå underskud i en fortsat finansiel krise.

Bankens kernekapitalprocent er lige så høj som solvensprocenten. En høj kernekapitalprocent giver - alt andet lige - et bedre grundlag for at modstå underskud end en høj solvensprocent baseret på ansvarlig lånekapital. Ved opgørelse af basiskapitalen kan der indregnes ansvarlig lånekapital med lige så stort et beløb, som kernekapitalen udgør. Hvis en bank har udnyttet muligheden for at optage fuld ansvarlig lånekapital vil den eksempelvis have følgende kapitalstruktur:

Kernekapital (svarer stort set til egenkapitalen)	100 mio. kr.
Ansvarlig lånekapital (maks. der kan indregnes i basiskapitalen)	100 mio. kr.
Basiskapital	<u>200 mio. kr.</u>

Solvensprocenten opgøres som basiskapitalen/vægtede aktiver.

Hvis banken i det viste eksempel taber 50 mio. kr., reduceres basiskapitalen til 100 mio. kr., og bankens solvensprocent halveres (reduktion med 50 %).

Hvis en bank i et andet eksempel havde en kernekapital på 200 mio. kr. og led et underskud på 50 mio. kr., ville solvensprocenten blive reduceret med 25 %.

De viste eksempler illustrerer, at en banks modstandskraft til at imødegå underskud er mere robust, jo højere andel kernekapitalen udgør af bankens basiskapital.

I ledelsens beretning i årsrapporten for 2011 gives følgende oplysninger:

"Kreditbanken fokuserer på at opretholde en høj solvensprocent i forhold til det solvensbehov, banken måtte have. Derfor er bankens interne solvensmål på 13 % fastsat betydeligt højere end bankens internt opgjorte solvensbehov, som pr. 31. december 2011 er beregnet til 8,1 %. Bankens solvensprocent er ved udgangen af 2011 på 21,9 %. Banken har således en solvensmæssig overdækning på 13,8 %-points."

Vedrørende opgørelse af det individuelle solvensbehov oplyses yderligere i ledelsens beretning i årsrapporten for 2010:

"Banken vurderer løbende sin metode til opgørelse af det individuelle solvensbehov, genberegner løbende sit individuelle solvensbehov, og udsætter det desuden for stresstests. I beregning og stresstest følger banken såvel en model udviklet af Lokale Pengeinstitutter som Finanstilsynets vejledning om tilstrækkelig basiskapital og solvensbehov for kreditinstitutter. Derudover forholder banken sig løbende til eventuelle virkninger af Basel 3-reglerne."

Et væsentligt element i opgørelse af solvensbehovet i Kreditbanken er kreditrisici. De oplysninger Kreditbanken giver i årsrapporten til belysning af risiciene på bankens udlån belyser boniteten af bankens udlån og dermed de kreditrisici, banken har.

Kreditbanken giver følgende oplysninger til belysningen af udviklingen i kreditkvaliteten.

Figur 5.2.2.1: Nedskrivninger fordelt på modpartskategorier

Tkr.	Offentlig myndighed	Erhverv	%	Privat	%
2011					
Samlet udlån før nedskrivninger	148	868	100	720	100
Udlån med individuelle nedskrivninger	0	137	16	86	12
Udlån, der ikke er værdiforringede	148	731	84	634	88
Udlån med svaghedstegn	0	39	4	36	5
Udlån med normal bonitet	148	692	80	598	83
2010					
Samlet udlån før nedskrivninger	209	933	100	680	100
Udlån med individuelle nedskrivninger	0	120	13	75	11
Udlån der ikke er værdiforringede	209	813	87	604	89
Udlån med svaghedstegn	0	86	9	26	4
Udlån med normal bonitet	209	728	78	578	85

Kilde: Kreditbankens regnskaber.

Tabellerne over udviklingen i udlånenes bonitet fra 2010 til 2011 viser, at bankens klassifikation af udlån, der skal nedskrives og udlån med svaghedstegn, er konsistent fra år til år. Dette giver en indikation af, at banken foretager en korrekt identifikation af udlån, der skal nedskrives, og af udlån med svaghedstegn.

Dette underbygges også af, at Finanstilsynet i undersøgelsen af Kreditbanken i foråret 2010, jf. afsnit 3.5, ikke har ændringer til de af banken foretagne nedskrivninger. Finanstilsynet har tiltrådt det af banken opgjorte solvensbehov, hvori indgår en vurdering af de tab og kreditrisici, der potentielt kan være på udlånsporteføljen.

I årsrapporten for 2011 note 34 har Kreditbanken oplyst den akkumulerede nedskrivning på udlån, der er foretaget nedskrivning på.

tkr.	2011		2010	
	Eksposering før nedskrivning	Nedskrivning	Eksposering før nedskrivning	Nedskrivning
	223	133	218	127

Kilde: Kreditbankens regnskaber.

Ovenstående tabel indikerer, at der fra 2010 til 2011 ikke er væsentlige udsving i den akkumulerede nedskrivningsprocent på udlån identificeret som havende objektive indikationer på værdiforringelse, og derfor skal nedskrives.

Regnskabsbekendtgørelsen angiver i nedenstående §§ 51-53, hvornår der foreligger objektiv indikation for værdiforringelse, og der således skal foretages test af behov for nedskrivning.

§ 51. Virksomheden skal på balancedagen vurdere, om der er objektiv indikation for, at virksomhedens udlån og tilgodehavender omfattet af § 50, stk. 1, er værdiforringede. Vurderingen foretages for udlån og tilgodehavender enkeltvis (individuel vurdering), jf. § 52, og for grupper af udlån og tilgodehavender (gruppevis vurdering), jf. § 53.

§ 52. Individuel vurdering efter § 51 skal i det mindste foretages for alle udlån og tilgodehavender, der er af betydelig størrelse for virksomheden, samt for udlån, der ikke kan indpasses i en gruppe, jf. § 53, stk. 2.

Stk. 2 Ved individuel vurdering anses objektiv indikation for værdiforringelse i det mindste at være indtruffet i tilfælde af en eller flere af følgende begivenheder

- 1) låntager er i betydelige økonomiske vanskeligheder,
- 2) låntagers kontraktbrud, eksempelvis i form af manglende overholdelse af betalingspligt for afdrag og renter,
- 3) virksomheden yder låntager lempelser i vilkårene, som ikke ville være overvejet, hvis det ikke var på grund af låntagers økonomiske vanskeligheder, eller
- 4) det er sandsynligt, at låntager vil gå konkurs eller bliver underlagt anden økonomisk rekonstruktion.

Stk. 3 Hvis der er indtruffet objektiv indikation for værdiforringelse, jf. stk. 2, og den eller de pågældende begivenheder har en virkning på størrelsen af de forventede fremtidige betalinger fra udlånet eller tilgodehavendet, der kan måles pålideligt, skal udlånet eller tilgodehavendet nedskrives med forskellen mellem den regnskabsmæssige værdi før nedskrivningen og nutidsværdien af de forventede fremtidige betalinger fra udlånet eller tilgodehavendet.

Stk. 4 Ved beregning af nutidsværdien af de forventede fremtidige betalinger, jf. stk. 3, anvendes for fast forrentede udlån og tilgodehavender den oprindeligt fastsatte effektive rentesats. For variabelt forrentede udlån og tilgodehavender anvendes den aktuelle effektive rentesats på udlånet eller tilgodehavendet. De forventede fremtidige betalinger skal indbefatte forventede indtægter og omkostninger fra overtagelse og realisation af sikkerheder.

§ 53. Gruppevis vurdering efter § 51 skal omfatte alle virksomhedens udlån og tilgodehavender bortset fra udlån og tilgodehavender, der er nedskrevet efter en individuel vurdering, samt udlån og tilgodehavender, der ikke kan indpasses i en gruppe, jf. stk. 2.

Stk. 2 Gruppevis vurdering foretages på grupper af udlån og tilgodehavender, der har ensartede karakteristika med hensyn til kreditrisiko.

Stk. 3 Ved gruppevis vurdering anses objektiv indikation for værdiforringelse at være indtruffet, når observerbare data indikerer, at der er indtruffet et fald i de forventede fremtidige betalinger fra den pågældende gruppe af udlån eller tilgodehavender, som kan måles pålideligt, og som ikke kan henføres til enkelte udlån eller tilgodehavender i gruppen, herunder

- 1) forværring af betalingsmønsteret fra den pågældende gruppe af udlån eller tilgodehavender eller
- 2) ændring i forhold, der erfaringsmæssigt har sammenhæng med omfanget af betalingssvigt i en gruppe af udlån eller tilgodehavender som den foreliggende.

Stk. 4 Hvis der foreligger objektiv indikation for værdiforringelse af en gruppe af udlån eller tilgodehavender, skal den samlede værdi af gruppen af udlån eller tilgodehavender nedskrives med forskellen mellem den regnskabsmæssige værdi før nedskrivningen og nutidsværdien af de forventede fremtidige betalinger fra gruppen.

Stk. 5 Ved beregning af nutidsværdien, jf. stk. 4, anvendes for fast forrentede udlån og tilgodehavender det vejede gennemsnit af de oprindeligt fastsatte effektive rentesatser. For variabelt forrentede udlån og tilgodehavender anvendes det vejede gennemsnit af de aktuelle effektive rentesatser på udlånene og tilgodehavenderne i gruppen. De forventede fremtidige betalinger skal indbefatte forventede indtægter og omkostninger fra overtagelse og realisation af sikkerheder.

Regnskabsreglerne for nedskrivning af udlån viser, at når der er identificeret nedskrivningsbehov, skal lånet nedskrives til nutidsværdien af de forventede fremtidige betalinger tilbagediskonteret med den ved låneindgåelsen fastsatte effektive rente. Dette betyder, at såfremt nedskrivningen er korrekt foretaget, vil den eneste forskel på den bogførte værdi af et regnskabsmæssigt nedskrevet lån og dagsværdien af tilsvarende lån bestå i forskellen mellem den effektive rente afvendt for lånet og renten for et nyt lån. Da hovedparten af kreditbankens udlån ikke har lang løbetid (18 % har en løbetid over 5 år, jf. 2011 regnskabsnote 13), er effekten af denne renteforskel ikke stor.

Den største forskel mellem dagsværdien af udlånene og den regnskabsmæssige værdi opstår i forbindelse med identifikationen af nedskrivningsbehovet. I henhold til ovenstående regler for nedskrivningerne skal der først foretages regnskabsmæssige nedskrivninger når der er objektive identifikationer på nedskrivningsbehov, hvilket defineres som låntagers manglende indbetalinger på lånet eller betydelige økonomiske vanskeligheder, herunder konkurs.

Der vil imidlertid være store dele af udlånsporteføljen, som ikke kan indgå i denne definition, men hvor der stadig er et nedskrivningsbehov, såfremt lånet skulle føres til dagsværdi. Et eksempel herpå kunne være en virksomhed hvor risikoen for konkurs er øget fra 5 % til 20 % som følge af den økonomiske krise. Denne forskel vil ikke medføre en regnskabsmæssig nedskrivning, men ville fordrer en regulering af dagsværdien. Den regnskabsmæssige nedskrivning foretages først, når det kan dokumenteres, at debitor er i økonomiske problemer. Dette resulterer blandt andet i følgende:

- Det gennemsnitlige nedskrivningsbehov for de udlån, hvor der er foretaget regnskabsmæssig nedskrivning, er meget stort. Den gennemsnitlige nedskrivning på de individuelt nedskrevne udlån er 60 % ultimo 2011. Dette ville ikke være tilfældet, såfremt der havde været tale om en dagsværdiregulering frem for en regnskabsmæssig nedskrivning.
- Iht. figur 5.1.1.3 har nedskrivningerne siden krisen indtraf i 2008 været 10 gange så høje som før krisen. Såfremt udlånene havde været ført til dagsværdi, havde der været en meget stor regulering da krisen indtraf, f.eks. 500 mio. kr., og herefter havde dagsværdireguleringerne formentligt ikke været væsentlig forskellige fra normalen. De regnskabsmæssige nedskrivninger foretages altså over en år-række, da man afventer OIV, før nedskrivningen foretages, hvorimod en dagsværdiregulering vil slå igennem med det samme, når de økonomiske faktorer ændrer sig, som da krisen indtraf.

5.2.3 Udlån i forhold til egenkapital

Udlån i forhold til egenkapital viser følgende udvikling i årene 2006-2011.

Figur 5.2.3.1: Udlån i forhold til egenkapital

	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Kreditbanken	3,7	3,9	4,4	4,7	4,9	4,5
FT gruppe 3 gennemsnit		5,8	5,6	5,3	5,0	4,5

Kilde: Kreditbankens regnskaber og Finanstilsynets nøgletalsdatabase.

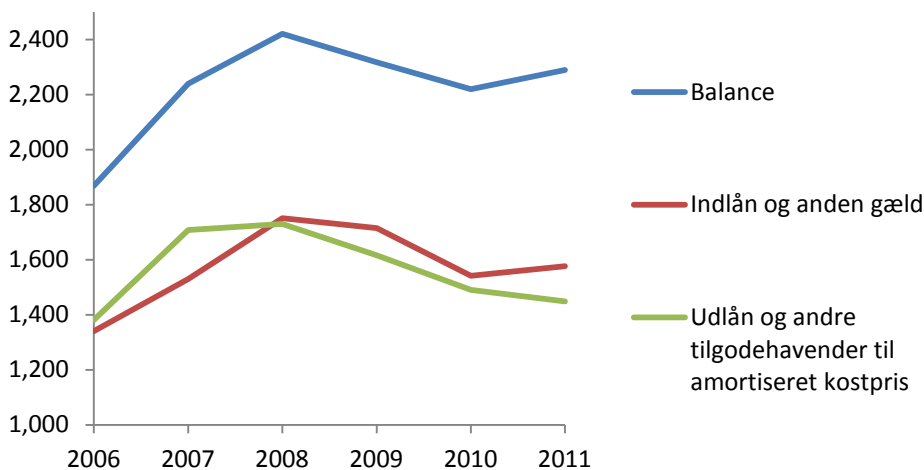
Nøgletallet udtrykker, at udlån i eksempelvis 2010 udgør egenkapitalen multipliceret med 3,9. Jo højere nøgletal des højere gearing af egenkapitalen og højere afkastpotentiale kombineret med højere risiko. Ovenstående tabel viser, at Kreditbankens udlån-egenkapital-ratio lå på brancheniveau i 2006, men er siden aftaget, mens branchegennemsnittet er øget. Dette forhold skyldes formentligt, at Kreditbanken i modsætning til branchegennemsnittet har haft positiv egenkapitalforrentning under krisen, jf. ovenstående figur 5.2.3. Dette har gjort det muligt for Kreditbanken at forøge egenkapitalen, samtidig med at banken har nedbragt sin udlånsportefølje.

5.2.4 Udviklingen i total balancesum

For at give et overblik over, hvordan Kreditbankens samlede forretning har udviklet sig, beskrives udviklingen i den totale balancesum samt udviklingen i aktivmassens sammensætning.

Figur 5.2.4.1 viser, at Kreditbankens balancesum har været stigende til og med 2008, hvorefter balancesummen er aftaget. Dette indikerer, at finanskrisen, som startede i 2007, først har haft påvirkning på størrelsen af Kreditbankens balance fra ultimo 2008. Mellem ultimo 2008 og ultimo 2010 er balancesummen faldet med 201 mio. kr., hvorefter den er forøget med 69 mio. kr..

Figur 5.2.4.1: Udviklingen i balancesum samt ind og -udlån, mio. kr..



Kilde: Kreditbankens regnskaber.

Faldet i Kreditbankens aktivmasse forklares af et fald i udlån og andre tilgodehavender på 281 mio. kr. På passivside er Kreditbankens indlån og anden gæld aftaget med 174 mio. kr. Forskellen udgøres i høj fra af

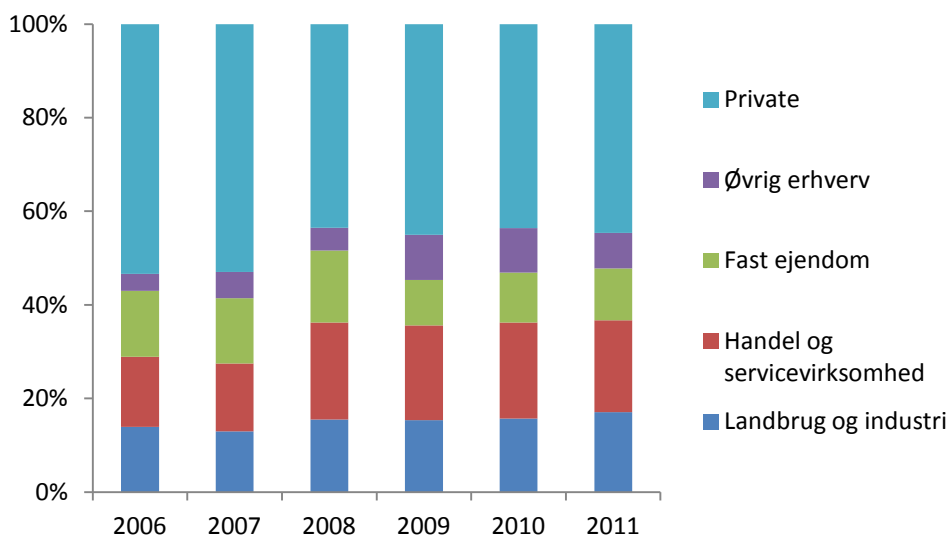
en stigning i beholdningen af obligationer til dagsværdi på 159 mio. kr. samt en stigning i egenkapitalen på 41 mio. kr..

Faldet i Kreditbanken aktivmasse og dermed dens forretningsgrundlag skyldes, at ind- og -udlånsforretningen er aftaget. Denne udvikling er i overensstemmelse med den økonomiske afmatning som finanskrisen har medført. Under sådanne økonomiske forhold vil der være færre indlån og færre rentable udlån at indgå i for banken.

5.2.5 Udlån

Kreditbankens udlånssammensætning er vist i nedenstående graf. Grafen viser, at Kreditbankens udlånsfordeling mellem private og erhverv er forholdsvis stabilt fra 2006 til 2011. Der er i 2008 sket en ændring fra en svag overvægt af privatudlån, 53 % i 2006 og 2007, til erhvervsudlån, som udgør mellem 55 % og 57 % i perioden 2008 til 2011.

Figur 5.2.5.1: Udlånssammensætning i Kreditbanken



Kilde: Kreditbankens regnskaber og egen tilvirkning.

Kreditbankens sammensætning af erhvervsudlån har ændret sig i perioden 2006 til 2011. Andelen af udlån til fast ejendom er aftaget fra at udgøre 14 % af den samlede udlånsmasse i 2006 til at udgøre 11 % i 2011. Andelen af udlån til handel- og servicevirksomhed samt øvrige erhvervsudlån er forøget med ca. 5 % for begge kategorier i samme periode. Udlånsandelen til landbrug og industri er stabil i perioden.

Ovenstående beskrivelse viser, at over de sidste 5 år er erhvervsudlånenes andel af de samlede udlån steget med små 10 %. Denne forøgelse er sket i udlån til handels- og servicevirksomhed og øvrige erhvervsudlån. Samtidig er andelen af udlån til fast ejendom aftaget i perioden.

5.2.6 Summen af store engagementer

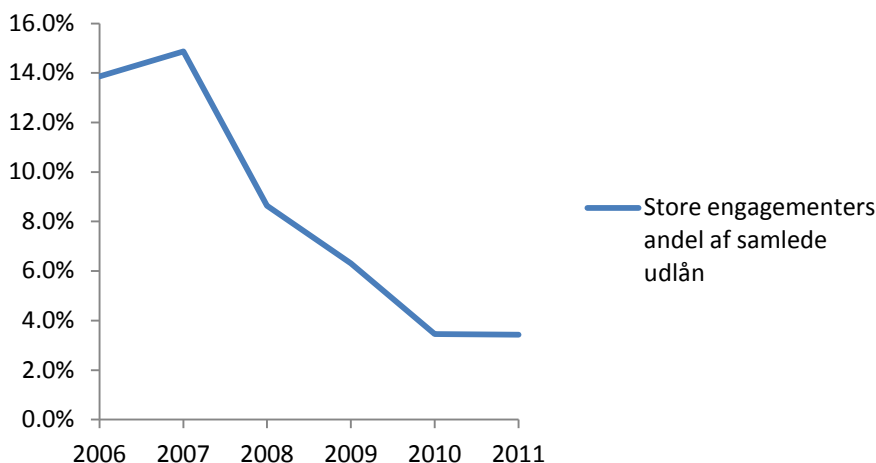
Nedenstående figur 5.2.6.1 viser, at bankens samlede engagementer er faldet under finanskrisen. Figur 5.1.1.3 viser, at de engagementer, som banken har nedskrevet mest på har været nedskrevet individuelt hvilket kan indikere, at der er tale om større engagementer, da disse iht. regnskabsbekendtgørelsen nedskrives individuelt. Nedenstående figur 5.2.6.1 viser bankens andel af store engagementer ud af de samlede udlån og

tilgodehavender. Figuren viser, at de store engagements andel af de samlede udlån er aftaget fra 14 % ultimo 2006 til 3,5 % ultimo 2011.

Samlet set indikerer dette, at Kreditbanken som følge af forøgede nedskrivninger på store engagementer har ønsket at begrænse krediteksponeringen mod disse engagementer⁴.

På denne måde har Kreditbanken gennem de seneste seks år opnået en større diversifikation i udlånsporteføljen.

Figur 5.2.6.1: Store engagementer i Kreditbanken

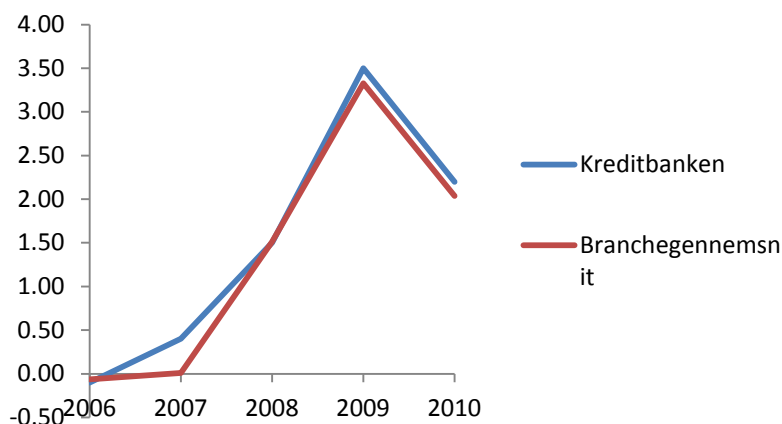


Kilde: Kreditbankens regnskaber.

Nedenstående figur viser nedskrivningsprocenten for Kreditbanken og Finanstilsynets branchegruppe 3. Grafen illustrerer, at Kreditbankens nedskrivningsprocent har været svagt højere end branchegennemsnittet. Kreditbankens konvergens mod branchegennemsnittet for indtjening pr. omkostningskrone, jf. afsnit 5.1.5, må derfor skyldes andre omkostningsfaktorer end nedskrivninger på udlån og garantier.

⁴ Et stort engagement er i bekendtgørelse om indberetning af store engagementer defineret som et engagement der overstiger 10 % af basiskapitalen. I henhold til lov om finansiel virksomhed § 145 må et engagement ikke overstige 25 % af basiskapitalen, uden der søges om særlig dispensation hertil. Et stort engagement kan på denne baggrund defineres som et engagement, der udgør mellem 10 % og 25 % af basiskapitalen.

Figur 5.2.6.2: Nedskrivningsprocent i Kreditbanken



Kilde: Finanstilsynet.

Det er i forbindelse med analysen af afkastet af de risikovægtede aktiver nævnt, at Kreditbankens aktivmasse er mindre risikabel end branchegennemsnittet. Når dette sammenholdes med ovenstående nedskrivninger indikerer det, at Kreditbanken enten har en strengere nedskrivningspolitik end branchegennemsnittet, eller Kreditbanken har lavere risici på sine andre aktiver, som ikke er inkluderet i udlån og andre aktiver.

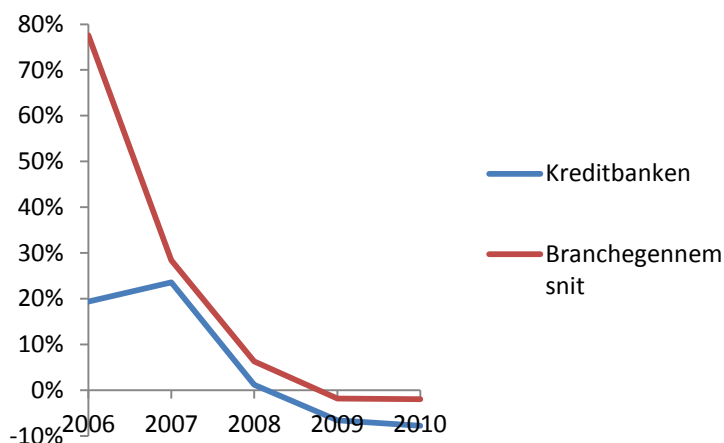
5.2.7 Udlånsvækst

Vurderet ud fra antallet af bankkrak de seneste 3 år må det formodes, at mange banker har ydet risikable udlån under den danske højkonjunktur før finanskrisen, da de økonomiske vilkår betød, at mange debitorers virksomhed så rentabel ud. Banker med den mest lempelige kreditpolitik må forventes at udlåne til debitorer med laveste tilbagebetalingsevne. Derfor kan det forventes, at de banker, som har haft en stor udlånsvækst i årene op til finanskrisen også har opbygget en udlånsportefølje med lavere bonitet end gennemsnittet.

Nedenstående Figur 5.2.7.1 viser, at Kreditbanken har haft en markant lavere udlånsvækst i perioden op til finanskrisen. Fra 2007 til 2011 har ændringen i udlånsvæksten i Kreditbanken fulgt branchegennemsnittet, men udlånsvæksten i Kreditbanken har været ca. 5 % lavere end branchegennemsnittet i perioden.

Denne udvikling kan indikere en strammere kreditpolitik hos Kreditbanken end branchegennemsnittet.

Figur 5.2.7.1: Årlig udlånsvækst, procent.



Kilde: Finanstilsynets nøgletalsdatabase.

Ovenstående fortolkning af udviklingen i udlånsvæksten, samt det forhold at Kreditbankens nedskrivninger har været svagt højere end branchegennemsnittet, kan indikere, at Kreditbanken har en strammere nedskrivningspolitik end branchegennemsnittet.

5.3 Likviditet

5.3.1 Overdækning i forhold til lovkrav om likviditet

Et centralt nøgletal for ledelsen i en bank er tallet til opfyldelse af det lovpligtige krav til likviditet. Opgørelsen af nøgletallet er fastlagt af i Lov om finansiel virksomhed § 152, og det er et lovkrav, at banken overholder likviditetskravet. Kreditbankens ledelse har internt fastsat krav til den likviditet, man ønsker i Kreditbanken. Kreditbankens ledelse har fastsat et mål for likviditetsoverdækning på minimum 100 %, jf. årsrapporten for 2011 side 9.

Udviklingen i Kreditbankens overdækning i forhold til lovkrav om likviditet i årene 2006-2011 viser:

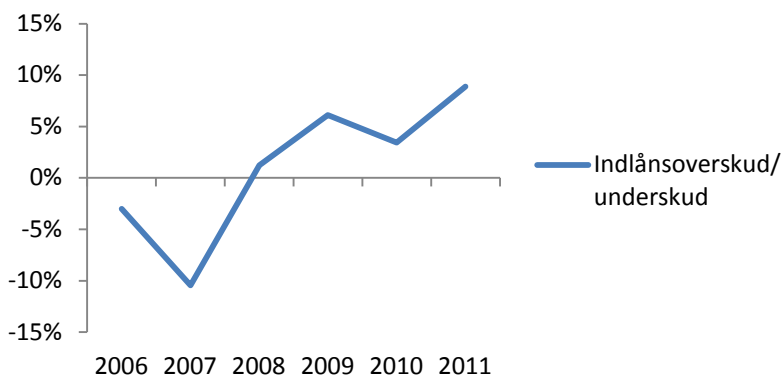
2011	2010	2009	2008	2007	2006
242 %	344 %	191 %	201 %	103 %	84 %

Ovenstående udvikling viser, at Kreditbanken formentligt som følge af den manglende effektivitet i interbank-markedet under finanskrisen har haft fokus på at øge sin likviditet. Dette skyldes formentligt, at banken ønsker at undgå at skulle hente dyr likviditet fra andre banker eller høje indlånsrenter, hvis banken skulle få problemer med en lav likviditetsoverdækning. Ved at sikre en høj likviditetsoverdækning mindsker banken risikoen for at komme i en sådan situation.

5.3.2 Udlån i forhold til indlån

Kreditbanken funder sig primært ved indlån. Dette ses af nedenstående figur, som viser indlånsoverskud/underskuddet i perioden 2006-2010. Det ses, at banken under finanskrisen har haft et indlånsoverskud. Dette kan være et resultat af bankens konservative strategi, som har fået indlånere til flytte deres indskud til mere sikre pengeinstitutter, kombineret med et fald i bankens udlån.

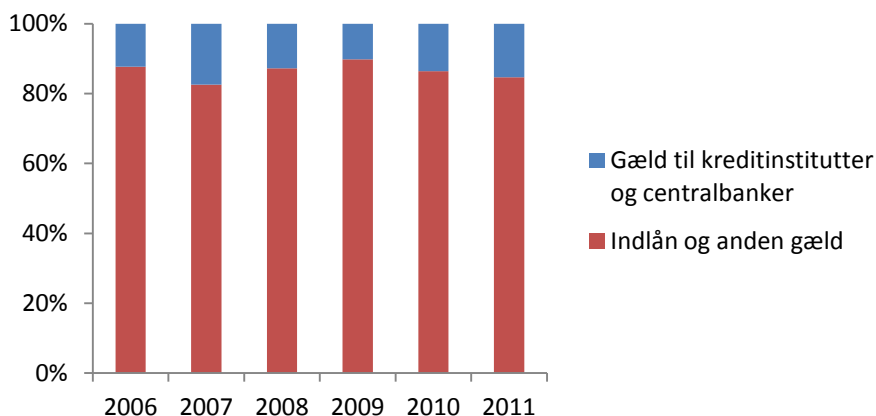
Figur 5.3.2.1: Relativt indlånsoverskud i procent.



Kilde: Kreditbankens regnskaber og egen tilvirkning.

Kreditbankens funder sig hovedsageligt via indlån. Banken har dog også optaget gæld til andre kreditinstitutter og centralbanker, hvilket fremgår af nedenstående figur 5.3.2.2.

Figur 5.3.2.2: Fundings sammensætning i kreditbanken.



Kilde: Kreditbankens regnskaber samt egen tilvirkning.

Ovenstående figur viser, at Kreditbankens funding i perioden 2006-2011 har fordelt sig på 82 % - 90 % indlån og 10 % - 18 % gæld til kreditinstitutter og centralbanker. Kreditbanken har i 2010 og 2011 forøget sin andel af gæld til kreditinstitutter og centralbanker, hvilket indikerer, at Kreditbanken ikke har problemer med at funde sig på interbank-markedet.

Som følge af finanskrisen etablerede regeringen i 2008 et sikkerhedsnet for indlånere og andre kreditorer i bankerne. Der indførtes statsgaranti, der sikrede indlånerne og andre kreditorer i bankerne mod tab i tilfælde af en banks konkurs. Formålet var at skabe tillid til bankvæsenet og hindre "run" på enkelte banker. Statsgarantiordningen udløb 30. september 2010. Banksektorens betaling for denne statsgaranti var betaling af en samlet garantiprovision på 15 mia. kr. samt to kautionforpligtelser på hver 10 mia. kr. Banksektorens samlede regning for statsgarantien er efter 30. september opgjort til i alt 25 mia. kr.

Kreditbanken var tilsluttet statsgarantiordningen og har betalt sin andel af denne udgift, og beløbet er udgiftsført i årene 2008-2010.

Som følge af statsgarantiens udløb etablerede regeringen en ny ordning (bankpakke 2), der indebar mulighed for, at bankerne kunne få en statsgaranti for udvalgte lån mod at betale en provision til staten for denne garanti.

I årsrapporten for 2010 oplyser Kreditbanken i ledelsesberetningen:

"Kreditbanken vurderede i foråret 2010, at bortfaldet af den i 2008 indførte statsgarantiordning (bankpakke 1) ved dens estimerede udløb i september 2010 kunne udløse en vis likviditetsmæssig uro i sektoren. Derfor valgte banken - i lighed med i øvrigt de fleste pengeinstitutter i Danmark - at ansøge Finansiell Stabilitet om individuel statsgaranti for ikke-efterstillet, usikret gæld. Banken fik den 29. april bevilget en ansøgt ramme på 750 mio. kr., og den 30. juni udnyttede banken 150 mio. kr. af rammen til optagelse af et børsnoteret obligationslån, der løber i 3 år. ... I efteråret 2010 besluttede banken ikke at udnytte den resterende del af den bevilgede ramme på 750 mio. kr."

Den efterfølgende udvikling i Kreditbankens indlån understøtter, at Kreditbankens beslutning om at frasige sig retten til at anvende den resterende statsgaranti var rigtig. I 2011 har Kreditbanken valgt at indfri den statsgaranterede obligationsgæld på 150 mio. kr., for at undgå at betale 0,95 % i garantiprovision, jf. årsrapporten 2011 side 9.

5.4 Sammenfatning af regnskabsanalysen

Kreditbanken har præsteret regnskabsmæssige overskud i alle årene 2006-2011. Før finanskrisen lå resultatet i niveauet 60 mio. kr. før skat, svarende til en forrentning af egenkapitalen i niveauet 20 %. Under finanskrisen 2008-2011 er egenkapitalforrentningen før skat faldet til niveauet 5 %.

Bankens nettorenteindtægter har i perioden været stabile i niveauet 5,5 % - 7,5 % af de samlede udlån. Rentemarginalen har i samme periode ligget i niveauet 6,0 % - 6,5 %.

Nettogebyrindtægterne er i perioden 2006-2010 faldet lidt.

Bankens lønsomhed i den analyserede periode 2006-2010 målt på "overskud før skat, nettorenteindtægter og nettogebyrindtægter" viser en bedre performance end tilsvarende målinger for gennemsnittet af Finanstilsynets gruppe 3, som er den størrelsesgruppering, som Kreditbanken indgår i.

Nedskrivninger målt som det udgiftsførte beløb i resultatopgørelsen viser en betydelig stigning i årene under finanskrisen, 2008-2011. Dog er nedskrivningerne i 2010 og 2011 aftaget fra toppunktet i 2009. Bankens lave solvensbehov, jf. afsnit 5.2.2 indikerer imidlertid en god bonitet i udlånsporteføljen. Det bemærkes, at Finanstilsynet ved undersøgelsen i 2010 ikke havde ændringer til bankens nedskrivninger.

Nøgletallet indtjening pr. omkostningskrone er i årene 2006-2011 faldet fra ca. 2,0 til ca. 1,1, men ligger i alle årene over branchegennemsnittet. Kreditbankens solvensprocent og kernekapitalprocent ligger i niveauet 21 %, hvilket er meget solidt. Banken har opgjort det individuelle solvensbehov til ca. 8 %. Banken har således en solvensmæssig overdækning på 13 %.

Bankens udlån har i alle årene 2006-2011 i det store og hele været finansieret af indlån i banken. Dette har vist sig at være en styrke under finanskrisen - både i relation til nettorenteindtægternes størrelse og bankens likvide beredskab.

Bankens udlån viser en god spredning på private og erhverv, og banken er ikke ensidigt eksponeret mod eksempelvis ejendomssektor eller landbrug. Banken holder sig inden for kravene i Finanstilsynets tilsynsdiamant.

Banken er heller ikke ved enkeltstående store engagementer eksponeret mod risici som følge heraf. Banken holder sig også på dette område inden for kravene i Finanstilsynets tilsynsdiamant.

Bankens likviditetsnøgletal viser en betydelig sikkerhedsmargin, som tilmed er øget under finanskrisen.

Alt i alt viser regnskabsanalysen af Kreditbanken, at banken er drevet efter sunde principper med fokus på lønsomhed, konservativ udlånspolitik, høj soliditet og tillid hos kunderne til at placere indskud i banken.

6 Værdiansættelsesmodeller

I nærværende afsnit præsenteres en række klassiske tilgange til værdiansættelse af virksomheder, herunder særlige problemstillinger ved anvendelse af disse modeller i forbindelse med værdiansættelse af pengeinstitutter. Slutteligt vil en værdiansættelsesmodel særligt udarbejdet for værdiansættelse af pengeinstitutter udarbejdet af Jean Dermine blive præsenteret.

Værdiansættelser af virksomheder er en af de finansielle værdiansættelser, som er mest subjektiv. Værdiansættelse af derivater bygger i modsætning til virksomhedsværdiansættelsen i langt højere grad på matematiske modeller og empiriske data. Grunden til, at værdiansættelsen af virksomheder og herunder kapitalandele er mere subjektiv end værdiansættelsen af andre finansielle instrumenter, skyldes hovedsageligt to forhold. Dels baserer værdiansættelsen af virksomheder sig på mange underliggende variable, hvorimod derivater, herunder obligationer⁵, normalt højst er skrevet på et par underliggende variable. Derudover er der ikke markedsdata for de underliggende varierende faktorer i en virksomhedsværdiansættelse, hvilket i langt højere grad er tilfældet for derivater. Eksempelvis foreligger data for spot- og forwardrenter til brug for værdiansættelse af en renteswap, hvorimod der ikke foreligger prissatte markedsforventninger til en virksomheds fremtidige omsætning el. lign.

Følgende værdiansættelsesmetoder vil blive gennemgået:

- Dividende modellen
- Discounted Cash Flow modellen
- Economic Value Added modellen
- Jean Dermines fundamentale værdiansættelsesmodel.
- Multipelanalyse.

6.1 Dividendemodellen

Dividendemodellen værdiansætter egenkapitalen i en virksomhed ud fra nutidsværdien af de fremtidige dividender til aktionærene. Dette kan formuleres således

$$V_t = \sum_{t=1}^{\infty} D_t * (1 + R_e)^{-t}$$

(Formel 6.1.1)

Hvor V_t udtrykker værdien af egenkapitalen i virksomheden i tidspunkt t , D_t udtrykker dividenden i tidspunkt t , og R_e udtrykker ejernes afkastkrav. Dividendemodellen stiller krav om estimation af to variable. Dels skal dividenden estimeres for hver tidspunkt, t , og dels skal ejernes afkastkrav estimeres. Estimationen af ejernes afkastkrav behandles senere i dette afsnit, da afkastkravet og estimation heraf er ens for alle præsenterede modeller.

Estimationen af de fremtidige dividender udføres normalt i form af en budgetperiode og en terminalværdi. I budgetperioden estimeres dividende periode for periode, og terminalværdien beregnes som nutidsværdien af en perpetuitet startende efter budgetperioden. Dette medfører, at ovenstående udtryk for værdien af virksomheden skal omskrives til nedenstående

⁵ Ved værdiansættelse af obligationer vil disse normalt anskues som derivater på renten.

$$V_t = \sum_{t=1}^{T-1} D_t * (1 + R_e)^{-t} + \frac{D_T}{R_e - g} * (1 + R_e)^{-(T-1)}$$

(Formel 6.1.2)

hvor g angiver forventet vækst i dividenden.

Dividenderne vil ofte blive estimeret ved dels at budgettere den fremtidige indtjening, og dels ved at vurdere hvor stor dividendeudbetalingen heraf bliver.

Modellen kan også udbygges med en annuitet inden terminalværdiledet. Dette gør det muligt at indlægge en konstant, men eksempelvis overnormal, vækstrate i perioden, indtil virksomheden vurderes at være fuldt udviklet, hvorefter væksten kun kan forventes at være den generelle økonomisk vækst i samfundet, ofte beregnet ved nominal BNP vækst.

Modellens største svaghed består i, at dividendeudbetalingerne kan være meget vanskelige at forudsige. Hvis investor ikke får fuld kontrol over selskabet, kan der ske en ændring i dividendepolitikken, som gør værdiansættelsen fuldstændig forkert.

Derfor anvendes ofte en model, som forsøger at værdiansætte virksomheden ud fra virksomhedens fundamentale økonomiske forhold. Dette er eksempelvis tilfældet i en DCF model.

6.2 DFCF modellen

Discounted Free Cash Flow modellen er den mest anvendte værdiansættelsesmodel for virksomheder. Modellen værdiansætter hele virksomheden ud fra det frie cash flow, som virksomheden forventes at generere i fremtiden. Modellen anvendes til at fastsætte Enterprise Value, altså værdien af den underliggende virksomhed korrigeret for eventuelle positioner i likvider og gæld ud over den nødvendige likviditet til driften og andre investeringer, som ikke relaterer sig til den underliggende virksomhedsdrift. Enterprise Value defineres som nedenstående:

Enterprise Value = Markedsværdi af egenkapital + rentebærende gæld – likvider

hvor likvider i ovenstående formel også dækker over værdien af investeringer, der ikke er relevant for virksomhedsdriften.

Modellen baserer sig på at beregne nutidsværdien af de fremtidige frie pengestrømme. Dette vil sige de pengestrømme, som virksomheden genererer til alle investorer, altså både investorer i egenkapital og gældsinstrumenter.

De frie pengestrømme (FCF) er i (Berk, 2007) defineret som

FCF = EBIT × (1 – τ_c) + ikke likviditetskrævende omkostninger – investeringer – stigning i netto arbejdskapital

Hvor EBIT er "Earnings before interest and tax", og τ_c angiver den effektive skattesats.

Leddene EBIT × (1 – τ_c) udtrykker indtjeningen i virksomheden, hvis denne var gældsfri. Den resterende del af formelen korrigerer det regnskabsmæssige resultat til en pengestrøm.

Umiddelbart vil ovenstående formel virke forkert, hvis virksomheden er delvist gældsfinansieret. Dette skyldes, at renteomkostninger er skattemæssigt fradragsberettigede. Den skattemæssige fordelagtighed af gældsfinansieringen er ikke afspejlet i ovenstående formel. Forholdet afspejler sig imidlertid i diskonteringsfaktoren, hvilket beskrives nedenfor.

Som det ses af ovenstående formel for det frie cash flow, skal dette estimeres ved at estimere virksomhedens forventede fremtidige EBIT, ikke-likviditetskrævende omkostninger, investeringer og ændringer i arbejdskapitalen. Dette gøres ved at lave et budget for, hvordan virksomhedens resultatopgørelse vil se ud i fremtiden. Pengestrømmene i virksomheden, herunder det frie cash flow, er illustreret i nedenstående:

Nettoomsætning
- Driftsomkostninger
= Driftsresultat før skat (EBIT)
+ Afskrivninger og andre ikke likviditetskrævende omkostninger
- Betalt skat (af driftsresultatet)
= Cash earnings
Forskydning i arbejdskapital (varelager, tilgodehavender, driftslikvi- ditet og driftsgæld o.lign.)
= Pengestrøm fra driften
+/- Anlægsinvesteringer og -frasalg
= Frit cash flow til investorer (FCF)
+/- Finansielle ind- og udbetalinger (efter skat)
+/- Afdrag/optagelse af ny gæld
= Frit cash flow til ejere
- Udbytte
= Overskydende likviditet

Når det frie cash flow er estimeret for en given periode frem i tiden, er beregningen af virksomhedens værdi meget lig beregningen i dividendemodellen

$$EV_t = \sum_{t=1}^{T-1} FCF_t * (1 + WACC)^{-t} + \frac{FCF_T}{WACC - g} * (1 + WACC)^{-(T-1)}$$

(Formel 6.2.1)

hvor EV udtrykker enterprise value.

I ovenstående formel udtrykker første led værdien af det frie cash flow i budgetteringsperioden $t \in [1; T]$.

Det andet led udtrykker værdien i terminalledet, som er værdien af det frie cash flow efter budgetteringsperioden.

De frie pengestrømme diskonteres med WACC'en, "Weighted average cost of capital". Denne kapitalomkostning er den gennemsnitlige kapitalomkostning baseret på virksomhedens omkostninger til egenkapitalfinansiering og gældsfinansiering og forholdet mellem gælds- og egenkapitalfinansiering.

WACC'en kan udtrykkes i nedenstående

$$\begin{aligned} WACC &= r_E \times \left(\frac{MV(E)}{V} \right) + r_D \times \left(\frac{MV(D)}{V} \right) \times (1 - \tau_c) \\ &= r_E \times \left(\frac{MV(E)}{MV(E) + D} \right) + r_D \times \left(\frac{D}{MV(E) + D} \right) \times (1 - \tau_c) \end{aligned}$$

(Formel 6.2.2)

hvor r_E udtrykker ejernes afkastkrav, r_D udtrykker renten på gælden, τ_c udtrykker skattesatsen for virksomhedens overskud, $MV(E)$ udtrykker markedsværdien af egenkapitalen og $MV(D)$ udtrykker markedsværdien af gælden.

Ovenstående formel viser, at den skattemæssige fordel af gældsfinansieringen påvirker diskonteringsrenten, WACC'en, ved, at renten på gælden bliver mindre med en faktor på en minus skattesatsen, som i Danmark er 25 %. Andet lighedstegn antager desuden, at markedsværdien af gælden, $MV(D)$, er lig med den bogførte værdi af gælden D .

Renten på gælden er den vægtede gennemsnitlige rente på virksomhedens gældsfinansieringskilder. Denne vil ofte kunne beregnes direkte fra regnskabet ved at dividere virksomhedens renteomkostninger med gennemsnittet af virksomhedens bogførte gæld primo og ultimo året. Denne beregning antager dog, at dette simple gennemsnit udtrykker den faktiske gennemsnitlige gæld, som burde beregnes ud fra et tilsvarende gennemsnit beregnet i kontinuert tid, som udtrykt i nedenstående. Denne antagelse kan udtrykkes således:

$$r_D = r_{regnskab} \left(\frac{D_{Primo} + D_{Ultimo}}{2} \right) = \int_{t=0}^T D(t) \times r_D(t) dt \quad (\text{Formel 6.2.3})$$

hvor $t=0$ udtrykker tidspunktet primo året, og T udtrykker tidspunktet ultimo året.

Der er en række problemer ved at anvende Discounted Free Cash flow-modellen til værdiansættelse af banker. Et af problemerne består i, at DFCF-modellen har en klar afgrænsning mellem virksomhedens drift og dens finansiering. Ændringer i gældens størrelse indgår ikke i opgørelsen af FCF. Da en banks overskudsgenerering og forretningsmodel i høj grad varierer med indlånene og den resterende gæld i banken, er denne opsplitning i drift og finansiering svær at foretage. Dette hænger sammen med, at det er svært at definere arbejdskapitalen i en bank. Dette skyldes, at en bank i langt højere grad end en produktionsvirksomhed er finansieret ved kortfristet gæld, og det vil hurtigt blive en meget subjektiv vurdering, hvad der skal defineres som arbejdskapital, og hvad der skal defineres som gældsfinansiering.

Denne manglende klare definition på gælden i en bank er årsag til DFCF-modellens største svaghed ved værdiansættelse af banker. WACC'en afhænger af definitionen af gæld, og hvis al gælden i en bank inddrages i beregningen af WACC'en, vil denne blive meget lav, hvilket ikke afspejler den faktiske risiko forbundet med bankens cash flows.

På baggrund af disse faktorer må det generelt vurderes, at DFCF-modellen ikke kan anvendes til at værdisætte en bank.

Det bør dog nævnes, at DFCF-modellen kan være ganske udmærket til at værdiansætte en banks aktiviteter, som ikke relaterer sig til balanceposter. Dette vil være formueforvaltning, corporate finance og anden form for rådgivning, som genererer gebyrer og provisioner. Disse aktiviteter er dog ofte af insignifikant størrelse for mindre banker som Kreditbanken, hvorfor værdiansættelse af sådanne aktiviteter ikke behandles yderligere i denne opgave. Desuden kræver dette, at der allokeres en gældsandel til disse aktiviteter for at kunne beregne WACC'en forbundet hermed. Dette er meget vanskeligt at gøre på baggrund af den eksterne rapportering.

6.3 Economic Value Added

En alternativ værdiansættelsesmodel til DCF modellen er Economic Value Added (EVA) modellen. EVA modellen estimerer værdien af en virksomhed ved brug af virksomhedens økonomiske profit. Den økonomiske profit (EVA) afviger grundlæggende fra regnskabsmæssig profit ved, at den økonomiske profit tager højde for alternativinvesteringen. Den økonomiske profit defineres således:

$$\text{Economic Value Added} = \text{Invested Capital} \times (\text{ROIC} - \text{WACC}), \quad (\text{Koller, 2010})$$

hvor ROIC udtrykker afkastet på den investerede kapital, "Return On Invested Capital". Da dette afkast er lig med driftsøkonomiske overskud efter skat, i fagtermer kaldet NOPLAT "Net operating profit less adjusted taxes", divideret med den investerede kapital, kan ovenstående definition på EVA omskrives til

$$\text{Economic Value Added} = \text{NOPLAT} - (\text{Invested Capital} \times \text{WACC})$$

Værdien af virksomheden kan herefter beregnes som den investerede kapital, $I_{t=0}$, plus nutidsværdien af den fremtidige økonomiske profit.

$$V_{t=0} = I_{t=0} + \sum_{t=0}^{\infty} \frac{I_{t-1} \times (ROIC_t - WACC)}{WACC - g} = I_{t=0} + \sum_{t=0}^{\infty} \frac{EVA_t}{WACC - g}$$

(Formel 6.3.1)

I ovenstående formel for beregning af virksomhedens værdi ved brug af EVA konceptet anvendes en uendelig budgetteringsperiode. Dette kan naturligvis omskrives, som det er gjort for dividendemodellen og DCF modellen, til en finit budgetteringsperiode og en terminalværdi. Dette er gjort nedenfor:

$$EV_t = I_{t=0} + \sum_{t=1}^{T-1} EVA_t * (1 + WACC)^{-t} + \frac{EVA_T}{WACC - g} * (1 + WACC)^{-(T-1)}$$

(Formel 6.3.2)

EVA-modellen indeholder dog mange af de samme problemer, som DFCF-modellen. Den investerede kapital i modellen defineres som aktiver minus ikke-driftsmæssige aktiver og arbejdskapital. Det er under DCF modellen diskuteret, at det kan være svært definere arbejdskapitalen.

Modellen kræver også, at WACC'en estimeres. Som nævnt under DFCF-modellen kan gælden ikke defineres, hvilket giver store problemer med estimation af WACC'en.

Da EVA-modellen indeholder mange af de samme problemstillinger som DFCF-modellen, bør denne heller ikke anvendes til værdiansættelse af banker.

6.4 Jean Dermines fundamentale værdiansættelsesmodel (JD modellen)

Jean Dermine er professor i bankvæsen og finansiering ved INSEAD og har som følge af de klassiske værdiansættelsesmodellers svagheder ved værdiansættelse af banker udviklet den nedenfor beskrevne model.

Den grundlæggende ide i Jean Dermines model er at opsplitte værdien af bankens egenkapital i to dele:

- Likvidationsværdien
- Franchiseværdien

Likvidationsværdien udtrykker værdien, hvis bankens aktiver blev solgt nu, og franchiseværdien udtrykker den værdi, banken skaber ved at fortsætte sin drift.

Denne opdeling er meningsfuld for banker, da disse har indregnet meget af værdien i balancen, og bankens going concern værdi stammer fra nye balanceposter i form af nye udlån og indlån i modsætning til mange industrivirksomheder, som vil videreudvikle og profitere fra oprindeligt produktionsanlæg i længere tid.

Desuden er en banks balanceposter mulige at sælge i modsætning til et specielt produktionsanlæg, som sandsynligvis vil have meget lille værdi, hvis ingen andre kan bruge det. Der er derfor en relativt større andel af værdien, som er bundet i likvidationsværdien i en bank, end der er i en traditionel produktionsvirksomhed. JD-modellen kan i dens mest grundlæggende form, hvor der ikke tages højde for skatter og risici, defineres således:

Markedsværdi af egenkapital = Likvidationsværdi + Franchise værdi
 = Markedsværdi af aktiver – Markedsværdi af indlån og anden gæld + Franchise værdi

$$MV(E) = L_0^* + B_0^* - D_0^* + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(b_t^* - d_t^*) \times D_t^*}{\prod_1^t((1 + b_t^*))} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(l_t^* - b_t^*) \times L_t^*}{\prod_1^t((1 + b_t^*))} - \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Oper Expenses}{\prod_1^t((1 + b_t^*))}$$

(Formel 6.4.1)

hvor

$D_t^* = \text{Værdi af indlån i år } t, \text{ diskonteret med indlånsrenten i år } t, d_t^*$

$L_t^* = \text{Værdi af udlån i år } t, \text{ diskonteret med udlånsrenten i år } t, l_t^*$

$B_t^* = \text{Værdi af obligationer i år } t, \text{ diskonteret med obligationsrenten i år } t, b_t^*$

Værdien af egenkapitalen består således af fire dele, som beskrives individuelt herunder.

6.4.1 Likvidationsværdien

Likvidationsværdien af udlånene og obligationerne skal fortolkes som værdien af disse, hvis der anvendes en markedsmæssig diskonteringsrente for tilsvarende aktiver. Dette tilsvarende således regnskabsmæssig Fair Value accounting. Der er således ikke tale om en decideret realisationsværdi. Eksempelvis ville et delsalg af bankens udlån tabe værdi, da modparten vil være mistænkelig over for, om banken ønskede at sælge sine dårlige udlån. Prisen vil derfor blive lavere som følge af den såkaldte "lemon-effekt", som følger af informationsasymmetri i et marked, som beskrevet af George Akerlof. (George Akerlof, The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism).

6.4.2 Franchiseværdi af indlån

Franchiseværdien af indlån udtrykker nutidsværdien af den fremtidige indtjening ved at modtage indlån. Denne værdi opstår som følge af, at renten på indlån er lavere end renten på en virksomhedsobligation i banken, som indlånerne alternativt kunne investere i. Da de fleste indlån er risikofrie, som følger af indlånsgarantien, bør denne alternative obligationsrente tilsvare den risikofrie rente. Jo bedre banken er til at opnå indlån, og jo lavere rente den samtidigt er i stand til at forrente disse indlån med, desto højere franchiseværdi af indlån vil banken kunne generere. For at kunne estimere denne franchiseværdi er det blandt andet nødvendigt at estimere væksten i indlån samt marginalen herpå over tid.

6.4.3 Franchiseværdi af udlån

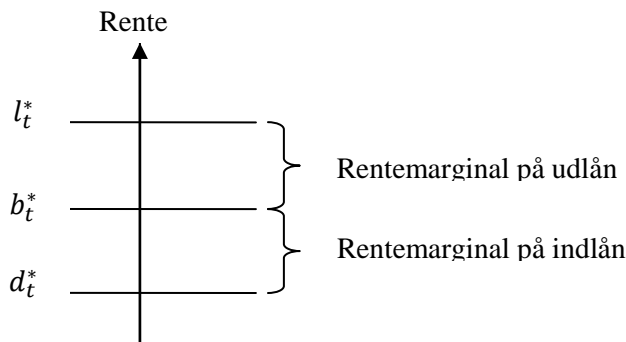
Franchiseværdien af udlån udtrykker rentemarginalen mellem bankens udlånsrente og renten på en tilsvarende obligation. Analogt til franchiseværdien af indlån skaber banken værdi ved at udlåne penge til så høj en marginal mellem udlånsrenten og denne alternative obligationsrente som muligt.

6.4.4 Nutidsværdi af driftsomkostninger

Denne del af beregningen består af alle driftsudgifter, der er forbundet med at generere de marginaler, som skaber franchiseværdien. Dette inkluderer alle omkostninger, herunder personaleomkostninger, investeringer mv.

Som det fremgår af beskrivelsen af franchiseværdien ovenfor, skabes denne dels gennem volumen dels gennem de rentemarginaler, som banken tjener penge på. For overblik er disse to marginaler illustreret herunder.

Figur 6.4.4.1: Rentemarginaler i JD-Modellen uden risiko og skat.



Kilde: Egen tilvirkning

Jean Dermine fremfører i (Dermine, 2008) en diskussion af, hvorvidt anlægsaktiver bør indgå i beregningen af værdien. Jean Dermine argumenterer for, at man kan lade anlægsaktiverne indgå i likvidationsværdien og herefter fratække omkostninger til disse i franchiseværdien, da disse aktiver er nødvendige for at opretholde driften og hermed franchiseværdien. Argumentet er her, at hvis banken værdiansættes som en going concern, skaber disse aktiver ikke nogen egentlig værdi ud over at afværge nogle omkostninger i franchiseværdien. Nettoeffekten er derfor nul.

Modellen indeholder heller ingen franchiseværdi af obligationer eller andre værdipapirer, som banken har på balancen. Grunden til dette er, at bankens ejere kan købe disse værdipapirer selv, og banken skaber ingen værdi ved at købe disse værdipapirer på ejernes vegne.

Modellen tager ikke højde for gebyrbaserede indkomster, herunder handelsgebyrer, M&A aktiviteter, rådgivning, kapitalforvaltning mv. Disse kan som tidligere beskrevet værdiansættes med en af de tidligere beskrevne modeller som DFCF eller EVA-modellen. Gebyraktiviteterne værdiansættes i nærværende opgave under en antagelse om, at disse er fuldstændigt egenkapitalfinansieret, hvorfor ejernes afkastkrav anvendes som diskonteringsrente for disse pengestrømme.

Ved at udvide Jean Dermines tidligere definerede model til at tage højde for risici, herunder væsentligst kreditrisici, samt skatter opnås følgende model for markedsværdien af egenkapitalen:

$$\begin{aligned}
 MV(E) = & L_0^* + B_0^* - D_0^* + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(1 - \tau) \times (b_t^* - d_t^{**}) \times D_t^*}{\prod_1^t((1 + b_t^{**}))} \\
 & + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(1 - \tau) \times (l_t^* - b_t^{**}) \times L_t^*}{\prod_1^t((1 + b_t^{**}))} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(1 - \tau) \times Gebyrer_t}{\prod_1^t((1 + b_t^{**}))} + \\
 & - \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(1 - \tau) \times Oper\ Expenses}{\prod_1^t((1 + b_t^{**}))} - \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(\tau \times b_t^{**}) \times (L_t^* + B_t^* - D_t^*)}{\prod_1^t((1 + b_t^{**}))}
 \end{aligned}$$

(Formel 6.4.4.1)

I ovenstående model er der korrigeret for skatter og risiko. Likvidationsværdien skal her fortolkes som markedsværdien af balanceposterne, hvor der i renterne tages højde for skatter. I Danmark er skattesatsen 25 %, som også anvendes som effektiv skattesats i værdiansættelsen. Når der tages højde for skatter og risiko, som i ovenstående beregning skal nedenstående nye variable introduceres.

τ : Udtrykker den effektive skattesats.

d_t^{**} : Udtrykker markedrenten for indlån.

b_t^{**} : Alternativafkastet på et aktiv med samme risici, som et udlån med renten l_t^* .

Som ovenstående formel viser, består værdien af egenkapitalen, når der tages højde for risiko og skatter, af en likvidationsværdi, en franchiseværdi af indlån, en franchiseværdi af udlån, en negativ værdi af fremtidige driftsomkostninger samt en korrektion af værdien, der tager højde for skatterne.

Likvidationsværdien består, som tidligere beskrevet, af markedsværdien af bankens nuværende balance. Likvidationsværdien af egenkapitalen opgøres således ved at værdiansætte balanceposterne til markedsværdi og beregne værdien af egenkapitalen som forskellen mellem aktiverne og forpligtelserne.

Franchiseværdien af indlån opstår, fordi banken er i stand til at opnå indlån til lavere forrentning end den forrentning, der er på indlånerens alternativafkast, som er afkastet på en investering med tilsvarende risiko som indlån i banken.

Franchiseværdien af udlån opstår som følge af, at banken er i stand til at låne ud til en højere forrentning end et tilsvarende aktiv giver i markedet, dvs. ejernes alternativafkast.

Ud over franchiseværdien af udlån og indlån skaber en bank indkomst fra gebyraktiviteter, som er indeholdt i modellens tredje led.

Det sidste led i formelen er den såkaldte "Tax Penalty". Denne opstår som følge af, at afkast, der er egenkapitalfinansieret, er pålagt skat, da dividendebetalinger, aktietilbagekøb eller yderligere investeringer af optjent egenkapital ikke er skattemæssigt fradragsberettiget. For gældsfinansierede afkast er der derimod fradrag for renten på gælden og skattepligt på renteindtægten, således at kun den indtægt der opstår som følge af rentemarginalen, og kan henføres til egenkapitalfinansieringsdelen, er skattepligtigt. Formlen viser, at man i værdien af markedsværdien af egenkapitalen må fradrage nutidsværdien af skatten af den forventede forrentning af markedsværdien af egenkapitalen.

6.5 Sammenfatning af værdiansættelsesmodeller

I ovenstående gennemgang af forskellige værdiansættelsesmodeller er dividendemodellen, discounted free cash flow-modellen, economic value added-modellen og Jean Dermine's fundamentale værdiansættelsesmodel præsenteret. Dividendemodellen værdiansætter egenkapitalen af en virksomhed ud fra de forventede fremtidige dividendebetalinger tilbagediskonteret med ejernes afkastkrav. Dividendemodellens største problem er, at det er vanskeligt, at forudsige de fremtidige dividendebetalinger og værdien af virksomheden baseres udelukkende på fremtidige dividender i stedet for på virksomhedens indre værdi. Discounted Free Cash Flow-modellen værdiansætter hele enterprise value af virksomheden, som består af den faktiske driftsdel af virksomheden fratrukket eventuelle placeringer af overskudslikviditet og andre poster, som ikke vedrører driften i virksomheden. Den relevante pengestrøm i modellen er et frit cash flow efter skat, som er pengestrømmen til ejerne af virksomheden, såfremt denne havde været fuldt egenkapitalfinansieret. Det frie cash flow tilbagediskonteres med WACC'en, den vægtede gennemsnitlige kapitalomkostning. Det er meget vanskeligt at bestemme WACC'en for en bank, da det er yderst vanskeligt at definere gælden. Dette skyldes, at gælden i en bank også repræsenterer en del af bankens drift, da en betydelig del af indtjeningsgrundlaget for en bank skabes af billige indlån. Economic value added-modellen værdiansætter enterpriseværdien af virksomheden som summen af den investerede kapital plus nutidsværdien af det fremtidige økonomiske profit/tab. Det økonomiske resultat er driftsresultatet fratrukket afkastkravet på den investerede kapital. Det økonomiske resultat skal ligesom det frie cash flow tilbagediskonteres med WACC'en, hvorfor man i forbindelse med værdiansættelse af en bank får samme problemer, som ved anvendelsen af discounted free cash flow modellen.

Jean Dermine præsenterer en værdiansættelsesmodel, hvor bankens egenkapitalværdi opgøres ud fra en opgørelse af markedsværdien af bankens regnskabsmæssige balance samt en opgørelse af markedsværdien af bankens fremtidige værdiskabelse. Denne fremtidige værdiskabelse består af franchiseværdien af udlån, ind-

lån og eventuelle gebyraktiviteter fratrukket nutidsværdien af omkostninger til opretholdelsen af disse aktiviteter samt skatter. Modellen har den fordel, at den forankrer en stor del af virksomhedens værdi i dens nuværende balance. Derudover fokuserer modellen på at værdiansætte de dele af bankens resultat, som er værdiskabende, og kræver i modsætning til de andre modeller ikke et forecast af alle elementer af resultatet. Endeligt værdiansætter modellen egenkapitalen i banken og ikke hele bankens værdi, hvilket medfører, at man kan anvende ejernes afkastkrav, som diskonteringsrente og undgår problemerne i definitionen på den vægtede kapitalomkostning, jævnfør tidligere.

Jean Dermines fundamentale værdiansættelsesmodel er implementeret i nedenstående værdiansættelse af Kreditbanken.

7 Værdiansættelse af Kreditbanken

I nedenstående er foretaget en værdiansættelse af Kreditbanken ved anvendelse af Jean Dermine-modellen. Afsnittet er struktureret i form af en opgørelse af markedsværdien af Kreditbankens balance, opgørelse af franchiseværdien af indlån, opgørelse af franchiseværdien af udlån, nutidsværdi af forventede fremtidige driftsomkostninger og opgørelse af tax penalty. Relevante forhold for hver enkelt opgørelse af beskrevet under de respektive afsnit.

Det skal bemærkes, at selvom værdiansættelsen opgøres pr. 31. marts 2012 tages der udgangspunkt i regnskabsstallene pr. 31. december 2011. Dette begrundes med, at der ikke er rapporteret nye regnskabsdata pr. 31. marts 2012 og udviklingen i det ene kvartal vurderes at være uvæsentlig for værdiansættelsen.

7.1 Opgørelse af markedsværdien af Kreditbankens balance

En del af Kreditbankens balanceposter er i regnskabet opgjort til markedsværdi. Denne opgørelse vil ikke blive anfægtet og bruges direkte i opgørelsen af balancens markedsværdi. Kreditbanken opgør imidlertid ikke dens primære balanceposter, som kan henføres til udlåns/indlånsforretningen, til dagsværdi, men derimod til amortiseret kostpris. Nedenfor er den ifølge årsrapporten anvendte regnskabspraksis for Kreditbankens balanceposter opstillet, hvor de flere poster er opgjort til dagsværdi og derfor indgår direkte i markedsværdi-opgørelsen af aktiverne med deres bogførte værdier.

Tabel 7.1.1: Oversigt over kreditbankens balance pr. 31/12 2011

Bogført, mio. kr.	Aktivpost	Måling	Yderligere note
91	Kassebeholdning og anfordringsstilgodehavender hos centralbanker	Dagsværdi	
142	Tilgodehavender hos kreditinstitutter og centralbanker	Dagsværdi	
1,448	Udlån	Amortiseret kostpris	Svarer normalt til nominelt beløb med fradrag af stiftelsesgebyrer mv., med fradrag af nedskrivninger til imødegåelse af indtrådte, men endnu ikke realiserede tab.
489	Obligationer	Dagsværdi	
56	Aktier	Dagsværdi	Såfremt en pålidelig dagsværdi ikke kan opgøres, måles til kostpris
5	Investeringsejendomme	Dagsværdi	
36	Domicilejendom	Omvurderet værdi	Bør i al væsentlighed svare til dagsværdi.
3	Øvrige materielle anlægsaktiver	Kostpris med fradrag af akk. ned- og afskrivninger	
2	Periodeafgrænsningsposter	Kostpris	
0	Aktuelle skatteaktiver	Dagsværdi	
0	Aktiver i midlertidig besiddelse		
15	Andre aktiver	Antaget dagsværdi	Består i væsentligt omfang af derivater, som måles til dagsværdi
Passivpost			
308	Gæld til kreditinstitutter og centralbanker	Amortiseret kostpris	
1,679	Indlån og anden gæld	Amortiseret kostpris	
2	Udstedte obligationer til amort. kostpris	Amortiseret kostpris	
39	Andre passiver	Antaget dagsværdi	Består i væsentligt omfang af derivater, som måles til dagsværdi
0	Periodeafgrænsningsposter	Kostpris	
0	Hensættelse til udskudt skat	Kostpris	
1	Hensættelse til tab på garantier	Nutidsværdi af forventede omkostninger/tab	tilsvarende dagsværdi

Kilde: Egen tilvirkning

7.1.1 Opgørelse af markedsværdien af Kreditbankens aktivposter

Ovenstående oversigt viser, at udlån, øvrige materielle anlægsaktiver og periodeafgrænsningsposter ikke er optaget til dagsværdi i regnskabet, hvorfor nødvendigheden af en omregning af den bogførte værdi til dagsværdi skal vurderes.

Den bogførte værdi af periodeafgrænsningsposterne pr. 31. december 2011 udgør 2 mio. kr. Disse indeholder sandsynligvis forudbetalte udgifter, og på grund af deres økonomisk insignifikante størrelse antages det, at kostprisen og markedsværdien er ækvivalente.

Ligeledes antages det, at den bogførte værdi af øvrige materielle anlægsaktiver og markedsværdien heraf er ækvivalente. Dette gøres med udgangspunkt i, at værdien kun er 3 mio. kr., og der ikke er noget informationsgrundlag for at opgøre markedsværdien.

Således er den eneste aktivpost, hvor der skal laves en beregning af dagsværdien, bankens udlånsportefølje. Markedsværdien af udlånene opgøres som nutidsværdien af de forventede fremtidige pengestrømme fra udlånene tilbagediskonteret med markedsforrentningen af tilsvarende udlån. Dette kan formuleres således:

$$L_M = \left(\frac{l_B \times L_B}{l_M} \right) - \frac{\left(\frac{l_B \times L_B}{l_M} \right)}{(1 + l_M)^{-T}} + \frac{(L_B)}{(1 + l_M)^{-T}}$$

(Formel 7.1.1)

Ovenstående formel udtrykker værdien af lånet som et stående lån med, l_B forrentningen af lånet, L_B bogført værdi af lånet, l_M markedsforrentningen af tilsvarende lån og T den resterende løbetid på lånet.

Da de specifikke lån er ukendte, er disse delt op efter løbetider, som det oplyses i årsrapporten for 2011.

Renten på udlånene er opdelt efter restløbetiden på udlånene, idet rentekurven normalt er stigende med løbetiden. Vurderingen af, hvordan niveauet af renterne for de forskellige løbetider skal vægtes i forhold til gennemsnittet, er foretaget på baggrund af den faktiske rentekurve i form af markedsforrentningen af nyudlån.

Figur 7.1.2: Forrentning af bogført portefølje

Forrentning af bogført portefølje					
Restløbetider, jf. note 13		Porteføljeandel	Vurderet niveau af gns rente	Vægtet renteandel	Vurderet sub gns rente
På anfordring	580,978	40%	112%	45%	8.9%
Til og med 3 måneder	98,125	7%	108%	7%	8.5%
over 3 måneder og til og med 1 år	156,370	11%	103%	11%	8.1%
Over 1 år og til med 5 år	352,105	24%	81%	20%	6.4%
over 5 år	260,341	18%	96%	17%	7.6%
Renteindtægter	Sum			Sum	Gennemsnit
	114,186		114,669	1.00	7.9%
	gns rente	7.89%			

Kilde: Kreditbankens 2011 regnskab og egen tilvirkning.

Som nævnt i regnskabsanalysen indeholder de regnskabsmæssige nedskrivninger ikke en fuld nedskrivning til dagsværdi. Nedskrivningen for 2010 og 2011 var 53 mio. kr. svarende til 4 % af de bogførte udlån. Det vurderes, at der stadig mangler at blive foretaget væsentlige nedskrivninger, for at udlånene er til markedsværdi. Denne manglende nedskrivning skønnes til at være ca. 15 % af den bogførte udlånsmasse. Dette medfører, at der de næste fire år vil være regnskabsmæssige nedskrivninger på det nuværende nedskrivningsniveau. Disse nedskrivninger kan henføres til nuværende kreditrisikoreguleringer, som endnu ikke er foretaget, da der ikke er indtruffet objektive indikatorer på værdiforringelse. Den manglende nedskrivning er fordelt over restløbetiderne, således at der mangler at bliver foretaget større nedskrivninger på udlån med længere løbetid. Denne fordeling er foretaget som specificeret i tabellen herunder.

Figur 7.1.3: Kreditrisikoregulering til dagsværdi

Nedskrivninger til dagsværdi udover OIV nedskrivninger				
	Andel af udlånmasse			Vægtet gennemsnit
<i>Private</i>	10.0%	<i>Erhverv</i>	20.0%	15.5%
På anfordring	4.0%		10.5%	7.6%
Til og med 3 måneder	6.0%		15.0%	11.0%
Over 3 måneder og til og med 1 år	11.5%		19.0%	15.6%
Over 1 år og til med 5 år	15.0%		28.5%	22.4%
Over 5 år	17.0%		32.0%	25.3%
Vægtet gennemsnit	10.0%		20.0%	15.5%

Kilde: Kreditbankens 2011 regnskab og egen tilvirkning

Markedsværdien af udlånene er beregnet i henhold til formel 7.1.1 med fradrag af de ovenfor specificerede kreditrisikoreguleringer (nedskrivninger).

For udlånene er anvendt den i tabel 7.1.2 beregnede subgennemsnitlige rente, svarende til den vurderede gennemsnitlige rente for hvert restløbetidsinterval. Markedsrenterne er bestemt på baggrund af data fra Danmarks Statistik, som har indberettede data fra bankerne for rentesatser for nyoprettede udlån fordelt på løbetider. Disse data er opdelt på erhvervsudlån og privatudlån. Der er beregnet et vægtet gennemsnit baseret på Kreditbankens fordeling af erhvervsudlån og privatudlån for at opnå en rente, som Kreditbankens udlån kan evalueres mod. Kreditbanken havde pr. 31/12 2011 en fordeling af udlånene på 45 % privatudlån og 55 % erhvervsudlån. Markedsrenterne for de forskellige restløbetider er fastsat i nedenstående tabel.

Tabel 7.1.4: Markedsforrentning af udlån pr. 31/03/2012

Markedsforrentning af udlån			
	Markedsrenter		
	Erhverv	Privat	Fordelt efter kreditbankens udlånsfordeling
På anfordring	4.9%	6.7%	5.7%
Til og med 3 måneder	4.3%	6.9%	5.5%
over 3 måneder og til og med 1 år	3.8%	7.0%	5.2%
Over 1 år og til med 5 år	4.1%	4.1%	4.1%
over 5 år	4.5%	5.2%	4.9%

Kilde: Kreditbankens 2011 regnskab og egen tilvirkning

Ved at anvende de i tabel 7.1.2 og tabel 7.1.4 beregnede renter og de bogførte værdier af lånene efter kreditrisikoreguleringen kan markedsværdien af udlånene iht. formel 7.1.1 opgøres til 1.264 mio. kr. efter fradrag af kreditrisikoreguleringen i 7.1.3, som vist i nedenstående tabel. Det bemærkes, at Kreditbankens udlånsforrentning pr. 31/12/2011 sammenholdes med markedsfrentningen pr. 31/03/2012, da der ikke foreligger et bedre informationsgrundlag herfor. Kreditbankens rapporteringer for 2012 indikerer dog, at der ikke er sket væsentlig udvikling/ændring i forrentningen af udlånsporteføljen i 2012.

Tabel 7.1.5: Værdi af udlån pr. 31/03/2012

Værdi af udlån			
Restløbetid	Restløbetid i år	Bogført værdi	Markedsværdi
På anfordring	0.00	580,978	536,969
Til og med 3 måneder	0.13	98,125	87,623
over 3 måneder og til og med 1 år	0.50	156,370	133,334
Over 1 år og til med 5 år	2.50	352,105	284,192
over 5 år	8.00	260,341	221,537
Markedsværdi af udlånsportefølje			1,263,655

Kilde: Kreditbankens 2011 regnskab og egen tilvirkning.

På baggrund af denne markedsværdiberegning af udlånenes værdi, kan markedsværdien af Kreditbankens balanceførte aktiver opgøres til 2.065 mio. kr., som vist i nedenstående oversigt.

Figur 7.1.6: Opgørelse af Kreditbankens aktiver til dagsværdi

Aktiver til dagsværdi	
Aktivpost	mio. kr.
Kassebeholdning og anfordringstilgodehavender hos centralbanker	91
Tilgodehavender hos kreditinstitutter og centralbanker	142
Udlån	1,264
Obligationer til dagsværdi	488
Aktier	56
Investeringsejendomme	5
Domicilejendom	
Øvrige materielle anlægsaktiver	
Periodeafgrænsningsposter	2
Aktuelle skatteaktiver	0
Andre aktiver	17
<i>I alt</i>	<i>2,065</i>

Kilde: Egen tilvirkning

I ovenstående opgørelse af markedsværdien af aktiverne er værdien af domicilejendommen og øvrige materielle anlægsaktiver ikke medtaget, da disse ellers ville skulle indgå som en tilsvarende omkostning i franchiseværdien, jf. tidligere diskussion under modelgennemgangen.

7.1.2 Opgørelse af markedsværdien af Kreditbankens passivposter

Som det fremgår af tabel 7.1.1 er passivposterne Gæld til kreditinstitutter og centralbanker, Indlån og anden gæld, Udstedte obligationer til amortiseret kostpris, Periodeafgrænsningsposter og Hensættelse til udskudt skat ikke opgjort til dagsværdi. Det skal derfor vurderes, hvorvidt disse poster kan indgå i markedsværdiopgørelsen med deres bogførte værdier, eller om der skal foretages en omregning til markedsværdi.

Periodeafgrænsningsposter og Hensættelser til udskudt skat udgør samlet cirka 1 mio. kr. På grund af den lave værdi foretages der ikke nogen omregning til markedsværdi af disse. Det samme gælder for udstedte obligationer til dagsværdi, som udgør 2 mio. kr., og restløbetiden er under 5 år ifølge note 22, hvorfor en omregning til dagsværdi vil medføre en korrektion af værdien af ubetydelig størrelse. Derfor indgår udstedte obligationer til dagsværdi også i markedsværdiopgørelsen med den bogførte værdi.

Der skal foretages en markedsværdiberegning af passivposterne Gæld til kreditinstitutter og centralbanker samt Indlån og anden gæld.

Opgørelse af markedsværdien af passivposten "Gæld til kreditinstitutter og centralbanker"

Markedsværdien af posten opgøres analogt til markedsværdiopgørelsen af Kreditbankens udlån. Kreditbankens indlånsrente er ligesom for udlånsrenten fordelt på forskellige restløbetider. Fordelingen er foretaget på samme vis og med samme fordeling som udlånsrenten. Som data for alternativforrentning af disse indlån er for restløbetider op til 1 år anvendt CIBOR renten, som er den rente, bankerne låner til i interbank-markedet. For restløbetider over 1 år er swaprenten plus 1 procentpoint anvendt. For lån på anfordringsvilkår er disse indregnet til deres bogførte værdi, da de i en likvidationsmæssig forståelse har en restløbetid på nul. Resultatet af beregningen er, at markedsværdien tilsvarende den bogførte værdi. Dette skyldes, at forskellen mellem Kreditbankens forrentning af indlån fra kreditinstitutter og markedsforsrentningen er negligerbar. Resultatet af beregningen kan ses herunder.

Tabel 7.1.2.1: Markedsværdi af gæld til kreditinstitutter og centralbanker pr. 31/03/2012

Markedsværdi af passivposten gæld til centralbanker og kreditinstitutter			
Restløbetid	Restløbetid i år	Bogført værdi, mio. kr.	Markedsværdi
Anfordring	0	45.4	45.4
Over 3 måneder og til og med 1 år	0.6	0.0	0.0
Over 1 år og til med 5 år	3.0	200.0	200.0
Over 5 år	8	39.7	39.7
<i>I alt</i>		285.1	285.1

Kilde: Kreditbankens 2011 regnskab og egen tilvirkning.

Opgørelse af markedsværdien af passivposten "Indlån og anden gæld"

Renten af Kreditbankens indlån er beregnet ud fra en fordeling på forskellige restløbetider på tilsvarende vis som udlånsrenterne. Markedsrenten for indlån og anden gæld er opgjort på baggrund af data herfor, som bankerne har indberettet til Danmarks Statistik. Det har kun været muligt at indhente markedsdata for indlånsrenten for indlån op til 1 år, hvorfor restløbetider 0-3 mdr. og 3 mdr. til 1 år er antaget at være lig med den indberettede rente for restløbetider op til 1 år.

Værdiansættelsen af indlånene er foretaget på samme måde, som udlånene og indlånene fra kreditinstitutter. Resultatet af markedsværdiopgørelsen viser, at markedsværdien af Kreditbankens indlån er DKKm 1.575 mod en bogført værdi på DKKm 1.576. Yderligere specifikation af resultatet kan ses i tabellen herunder.

Tabel 7.1.2.2: Markedsværdi af indlån og anden gæld pr. 31/03/2012.

Markedsværdi af passivposten indlån og anden gæld			
Restløbetid	Restløbetid i år	Bogført værdi, mio. kr.	Markedsværdi
Anfordring	0	920	920
Til og med 3 måneder	0.13	360	360
Over 3 måneder og til og med 1 år	0.50	77	77
Over 1 år og til med 5 år	2.50	34	34
Over 5 år	8.00	185	184
<i>I alt</i>		1,576	1,575

Kilde: Kreditbankens 2011 regnskab og egen tilvirkning

På baggrund af de udførte markedsværdiberegninger kan Kreditbankens passivposter opgøres på markedsværdibasis. Dette er gjort i nedenstående.

Tabel 7.1.2.3: Markedsværdiopgørelse af Kreditbankens passiver pr. 31/03/2012

Passiver til dagsværdi	
Aktivpost	mio. kr
Gæld til kreditinstitutter og centralbanker	285
Indlån og anden gæld	1,575
Obligationer til dagsværdi	2
Andre passiver	32
Periodeafgrænsningsposter	0
Hensættelser	1
<i>I alt</i>	1,895

Kilde: Egen tilvirkning

I ovenstående tabel er markedsværdien af Kreditbankens passivposter opgjort til 1.895 mio. kr.

Markedsværdien af Kreditbankens aktivposter blev tidligere opgjort til 2.065 mio. kr., jf. tabel 7.1.6. Da egenkapitalværdien i likvidationsværdien er forskellen mellem markedsværdien af aktiverne og markedsværdien af passiverne, medfører dette, at likvidationsværdien af egenkapitalen opgøres til 170 mio. kr., svarende til ca. 8 % af den opgjorte markedsværdi af aktiverne.

Ud over likvidationsværdien udgør den fremtidige drift i banken også et væsentligt element i markedsværdien af egenkapitalen. Værdien af den fremtidige drift, bestemt som franchiseværdien under modelgennemgangen, er estimeret i det følgende afsnit.

7.2 Opgørelse af franchiseværdierne i Kreditbanken

For at opgøre franchiseværdien af Kreditbanken er det nødvendigt at estimere værdien af de fremtidige værdiskabende cash flows, herunder franchiseværdien af udlån og indlån, værdien af gebyrforretninger og den negative værdi af fremtidige omkostninger til at generere disse værdiskabende cash flows i form af personale og andre omkostninger.

For at bestemme nutidsværdien af disse cash flows, er det nødvendigt at bestemme den relevante diskonteringsrente. Dette er gjort herunder.

7.2.1 Ejernes afkastkrav, b^{**}

Jean Dermine foreslår, at man i stedet for at beregne ejernes afkastkrav i en kapitalmarkedsmodel indhenter implicite spreads mellem den risikofrie rente, b^* , og bankens udlånsrenter, som afhænger af modpartsrisikoen. Disse kan indhentes ved hjælp af virksomhedsobligationer eller CDS-spreads. Argumentet herfor er, at den risikokompensation, bankens ejere forlanger, må tilsvare det afkast, som disse alternativt ville kunne opnå ved at udlåne penge til bankens kunder. Da brugen af virksomhedsobligationer og handlede CDS-kontrakter kun er til stede for de største danske virksomheder, og da Kreditbankens kundesegment vurderes at være væsentligt mindre virksomheder samt privatpersoner, er denne tilgang ikke anvendt. For at beregne ejernes afkastkrav anvendes derimod en kapitalmarkedsmodel, CAPM. I det følgende vil Capital Assets Pricing Model kort blive kort introduceret, og afkastkravet fra Kreditbankens aktionærer vil blive estimeret.

Capital Asset Pricing Model

Capital Asset Pricing Modellen, CAPM, som udviklet af Jack Treynor på baggrund af Markowitz arbejde med portefølje-teori, udtrykker det forventede afkast for en specifik aktie således:

$$E(r_i) = r_f + \beta_i \times (E(r_M) - r_f) \quad (\text{Formel 7.2.1.1})$$

hvor R_i udtrykker afkastet for aktie i , R_f udtrykker afkastet af et risikofrit aktiv, R_M udtrykker markedsafkastet og β_i udtrykker den relative volatilitet for det forventede afkast af aktie i , i forhold til den forventede risikopræmie i markedet. Mere præcist kan beta udtrykkes $\beta_i = \frac{COV(r_M, r_i)}{VAR(r_M)}$. Markedet er i den teoretiske

CAPM-model defineret som alle aktiver. Da der ikke findes data for markedet af alle aktiver i verden, anvendes aktiemarkedet normalt i en praktisk applikation af modellen.

CAPM-modellen kan udtrykkes i økonometrisk form, som

$$R_{it} - r_{ft} = \alpha_i + \beta_i(R_{Mt} - r_{ft}) + \varepsilon_{it} \Leftrightarrow Z_i = \alpha_i + \beta_i \times Z_M + \varepsilon_i \quad (\text{Formel 7.2.1.2})$$

$\varepsilon_{it} \sim iid N(0, \sigma^2)$ således, at fejlleddet ε_i er "White noise". Samtidigt implicerer CAPM-modellen, at $E(\alpha_i) = 0$. Her er Z_i en vektor af overnormale afkast for aktie i til t tidspunkter. Tilsvarende er Z_M en vektor af overnormale afkast for aktiemarkedet.

Modellen kan estimeres ved almindelig OLS regression, således at β_i estimatoren bliver

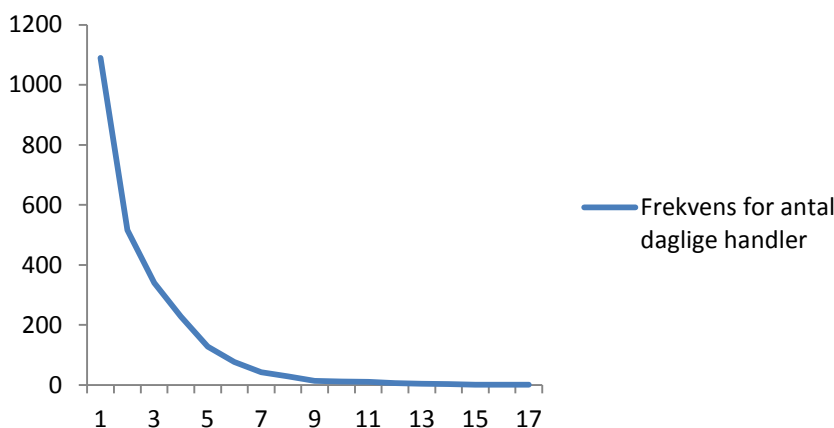
$$\beta_i = (Z_M Z_M^T)^T Z_M Z_i^T,$$

(Formel 7.2.1.3)

hvor T eksponenten indikerer, at vektoren er transponeret.

Nedenfor er frekvensen for antallet af handler med Kreditbankens aktie pr. dag fra primo 2002 til ultimo 2011 illustreret i en graf.

Figur 7.2.1.1: Daglige handler med Kreditbankens aktie.



Kilde: Nasdaq OMX Nordic og egen tilvirkning

Som ovenstående graf illustrerer, er Kreditbankens aktie illikvid, da der for de fleste dage er meget få eller ingen handler med aktien.

Dette medfører, at det kan være vanskeligt at måle volatiliteten i aktiens værdi i forhold til volatiliteten i værdien af det samlede marked. På grund af denne problematik er korrelationen mellem et indeks for mindre banker og markedet forsøgt estimeret i stedet. Dette indeks består af alle pengeinstitutter i Finanstilsynets gruppe 3, som har aktier noteret på Københavns Fondsbørs.

Ved at anvende de månedlige afkast for dette indeks og OMX Copenhagen GI, som er et indeks for alle noterede aktier på Københavns Fondsbørs, estimeres beta til 0,7 for Gruppe 3 indekset.

Det effektive afkast på 10-årige statsobligationer er 1,7 % pr. 31/03/2012. Denne rente anvendes som den risikofrie rente i estimationen af afkastkravet. I (Myers, 2010) argumenteres for et generelt risikotillæg på 5-8 %. Da volatiliteten i markederne har været forholdsvis høj de seneste i kølvandet på finanskrisen, og der er store usikkerheder om den fremtidige økonomiske udvikling på grund af gældskrisen i euro-zonen, anvendes en risikopræmie på 8 %, hvilket ligger i den høje del af det anbefalede interval. På baggrund heraf kan afkastkravet fastsættes til 7,35 %, der fremkommer som $\text{beta} \cdot \text{risikopræmie} + \text{risikofri rente} = 0,7 \cdot 8,0 \% + 1,75 \% = 7,35 \%$.⁶

7.2.2 Fastlæggelse af franchiseværdien af Kreditbankens indlån og udlån

Som beskrevet i teoriafsnittet opgøres franchiseværdien af indlånene således

$$\sum_{t=1}^{\infty} \frac{(1 - \tau) \times (b_t^* - d_t^{**}) \times D_t^*}{\prod_1^t (1 + b_t^{**})}$$

(Formel 7.2.2.1)

⁶ Det er væsentligt, at bemærke, at den anvendte risikofrie rente er pr. 31/03/2012. Denne rente er faldet efter denne opgørelse, som følge af store investeringer i danske stats kreditobligationer i foråret 2012.

Det er nødvendigt at budgettere den fremtidige indlånsmasse, den fremtidige forrentning af Kreditbankens indlån, den fremtidige markedsmæssige forrentning af disse indlån og ejernes afkastkrav.

Ejernes afkastkrav antages at være konstant. Dette skyldes, at det er min vurdering, at det ikke er muligt at beregne fremtidige ændringer i afkastkravet. Afkastkravet er i ovenstående fastlagt til 7,35 % hvilket anvendes for al fremtid.

Det vurderes, at det er meget svært at opgøre fremtidige indlånsrenter i Kreditbanken og det generelle bankmarked. Det vurderes at være nemmere, på baggrund af historiske data, at forecaste en eventuel marginal mellem Kreditbankens indlånsrenter og de markedsmæssige indlånsrenter.

Prognoseforudsætninger for 2012-2020

I nedenstående gennemgås prognosen for årene 2012-2020 samt forudsætninger for de enkelte prognosticerede poster.

Prognoseperioden er valgt ud fra, at vi pt. har en temmelig turbulent økonomi, og der forventes konvergens mod mere ligevægt i slutningen af prognoseperioden.

Udlån og indlån

Kreditbanken har, som det er vist i regnskabsanalysen, en overdækning af indlån i forhold til udlån. Det er i Kreditbankens årsrapport for 2011 oplyst, at "Kreditbanken styrer mod at have en passende overdækning af indlån i forhold til udlån". Dette medfører, at Kreditbanken styrer mod at have konstant relativt forhold mellem indlån og udlån. Dette medfører samtidigt, at Kreditbankens indlån og udlån kan forventes at have samme vækstrate, således at forholdet imellem dem forbliver konstant.

Væksten i indlån og udlån må forventes at være drevet af den generelle økonomiske udvikling. Efterspørgslen på lån, hvor den efterspørgende debitor er rentabel, er drevet af mængden af rentable investeringer, som afhænger af væksten i økonomien. Samtidigt må enkelte investorers overskudslikviditet også forventes at vokse med den økonomiske vækst. På baggrund af dette kan væksten i indlån og udlån forventes at følge den nominelle vækst i BNP.

Udlånsvæksten forventes ikke i udgangspunktet at følge den nominelle BNP vækst 1:1, men derimod med et konstant forhold. Dette forhold er i nedenstående tabel beregnet til, at Kreditbankens udlånsportefølje stiger 1,2 gange mere end den nominelle BNP vækst. Beregningen er fortaget som gennemsnittet af dette forhold for årene 2008-2011. 2007 er ikke medtaget, da dette år vurderes at være en outlier med et udlån til nominel BNP vækstfaktor på 6,1.

Figur 7.2.2.1: Sammenhæng mellem udlånsvækst og BNP vækst

Udlånsvækst og BNP Vækst					
	2008	2009	2010	2011	Gennemsnit
Udlånsvækst, Kreditbanken	1%	-7%	-8%	-3%	-4%
BNP vækst, løbende priser	3%	-5%	5%	2%	0%
Forhold ml udlånsvækst og BNP vækst	0.4	1.4	1.5	1.5	1.2

Kilde: Kreditbankens regnskaber, Danmarks Statistik og egen tilvirkning

I nedenstående tabel er forventningerne til udviklingen i real BNP og inflationen opstillet. Forventningerne til den reale BNP-vækst og væksten i inflationen fra 2012 til 2015 er baseret på forecast lavet af Economist Intelligence Unit, som er en analyseafdeling under tidsskriftet The Economist. Det er herefter min forventning, at den nominelle vækst i BNP vil konvergere mod 4 % i 2020 og fremadrettet. Udlån og indlån er i henhold til ovenstående beregnet til at vokse med 1,2 gange den nominelle BNP-vækst.

Figur 7.2.2.2: Vækstforventning til udlån og indlån

Budgetteret udlånsvækst										
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
BNP nominel vækst	2.4%	2.8%	3.4%	3.4%	3.8%	3.8%	3.9%	3.9%	4.0%	4.0%
Vækst i udlån	2.9%	3.4%	4.1%	4.1%	4.5%	4.6%	4.7%	4.7%	4.8%	4.8%
Vækst i indlån	2.9%	3.4%	4.1%	4.1%	4.5%	4.6%	4.7%	4.7%	4.8%	4.8%

Kilde: Economist Intelligence Unit og egen tilvirkning.

På baggrund af ovenstående vækstprognose for ind- og udlån kan de budgetterede ind- og udlån beregnes.

Figur 7.2.2.3: Forventet indlån og udlån før korrektion

Budgetteret ind- og udlån										
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Indlån og anden gæld	1,621,877	1,677,199	1,745,556	1,816,624	1,898,888	1,986,167	2,078,806	2,177,177	2,281,682	2,391,202
Udlån og andre tilgodehavender	1,489,642	1,540,453	1,603,238	1,668,511	1,744,068	1,824,231	1,909,317	1,999,668	2,095,652	2,196,243

Kilde: Egen tilvirkning

Franchiseværdierne af indlån og udlån opstår som følge af, at Kreditbanken er i stand til at generere nye ind- og udlån. Det vil sige, at det er nødvendigt at fradrage den del af udlånsporteføljen, som indgår i likvidationsværdien. Som det fremgår af 2011 årsrapportens note 13 har 352 mio. kr. af Kreditbankens bogførte portefølje en restløbetid på 1-5 år, og 260 mio. kr. har en restløbetid på over 5 år, hvilket fortolkes til 6-10 år. Hvis det antages, at disse udlån fordeler sig uniformt over restløbetidsintervallerne, kan der korrigeres for "gamle" udlån i franchiseværdien ved at fradrage $356 \text{ mio. kr.} / 5 = 70 \text{ mio. kr.}$ i år 2011-2015 og $242 \text{ mio. kr.} / 5 = 48 \text{ mio. kr.}$ i år 2016-2020.

Ligeledes har enkelte indlån, som indgår i likvidationsværdien, en løbetid over et år, hvilket der skal korrigeres for. Tabel 7.1.2.2 viser, at der i likvidationsværdien indgår indlån på 34 mio. kr. med en løbetid mellem 1 og 5 år og 186 mio. kr. med en løbetid mellem 6 og 10 år. Ved at korrigere for dette ligesom for udlånene skal indlånene være 7 mio. kr. mindre i årene 2011-2015 og 37 mio. kr. mindre i årene 2016-2020.

Dermed bliver de endelige udlåns- og indlåns budgetteringer, som indgår i Jean Dermines modellen, opgjort til nedenstående.

Figur 7.2.2.4: Forventet indlån og udlån efter korrektion

Budgetteret ind- og udlån korrigeret for poster, som indgår i likvidationsværdien, mio. kr.										
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Indlån og anden gæld	1,615	1,670	1,739	1,780	1,862	1,949	2,042	2,140	2,282	2,391
Udlån og andre tilgodehavender	1,420	1,470	1,533	1,617	1,692	1,772	1,857	1,948	2,096	2,196

Kilde: Egen tilvirkning

Det bemærkes, at der i værdiansættelsen af franchiseværdien af udlån og indlån er anvendt markedsværdien heraf. Dette medfører, at markedsværdien for 2011 er korrigeret til at udgøre samme værdi, der blev beregnet i ovenstående værdiansættelse af udlånene på balancen. For de følgende år er de angivne vækstrater anvendt.

Budgettering af rentemarginalen for indlån

Den værdiskabende rentemarginal for indlånene er, jævnfør modellen, forskellen mellem bankens indlånsrente og den risikofrie rente. Den risikofrie rente er tidligere defineret i opgaven som renten på en tiårig statsobligation.

Den gennemsnitlige indlånsrente var $0,8\%$ ⁷ i 2011. Data frem til 30. marts 2012 indikerer et fald i den værdiskabende rentemarginal på indlån, som er illustreret i nedenstående figur 7.2.2.4. Figur 7.2.2.5 viser marginalen mellem bankernes gennemsnitlige indlånsrenter og den effektive rente på 10-årige statsobligationer, som anvendes som en proxy for den risikofrie rente. Figur 7.2.2.6 viser, at rentemarginalen svinger omkring et gennemsnit på $1,6\%$ for erhverv og $1,8\%$ for husholdninger. Figuren viser samtidigt, at marginalen var negativ i 2009, hvilket sandsynligvis skyldes bankernes likviditetsproblemer, hvilket fik indlånsrenterne til at stige i en sådan grad, at de blev højere end renten på 10-årige statsobligationer. Rentemarginalen er ultimo

⁷ Den gennemsnitlige indlånsrente er beregnet som renteudgiften på indlån og anden gæld iht. 2011 årsregnskabs note 5 divideret med gennemsnittet af indlån og anden gæld ultimo 2010 og 2011.

marts 2012 0,9 % for erhverv og 0,3 % for husholdninger. Den tidligere værdiansættelse af Kreditbankens indlån viste, at markedsforrentningen af indlån var højere end Kreditbankens indlånsforrentning, hvilket kan tilskrives Kreditbankens relativt høje solvens. På denne baggrund forventes gennemsnitsmarginalen for Kreditbankens at være 1,6 % for selskaber og 1,8 % for husholdninger. Det forventes, at marginalerne ultimo november vil konvergere mod dette gennemsnit over perioden frem til 2020. Da der stadig må forventes turbulens på de finansielle markeder de næste par år, og denne usikkerhed og fremtidige høje nedskrivninger i bankerne må medføre, at bankerne også fremadrettet har problemer med at skaffe likviditet i interbankmarkedet. Derfor forventes rentemarginalerne at være uændret frem til ultimo 2015 og herefter konvergere lineært mod gennemsnitsværdierne frem til 2020, hvorefter de forventes at antage gennemsnitsværdierne i al fremtid.

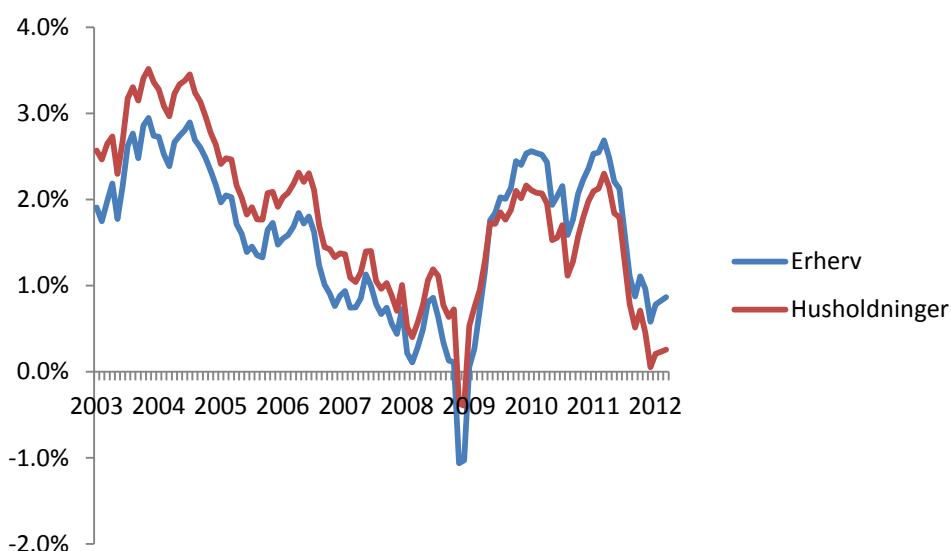
Baseret på ovenstående antagelse kan nedenstående budgetterede rentemarginaler beregnes:

Figur 7.2.2.5: Forventet rentemarginal på indlån

Budgetteret rentemarginal indlån	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Selskaber	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%	1.2%	1.3%	1.5%	1.6%	1.6%
Husholdninger	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.6%	0.9%	1.2%	1.5%	1.8%	1.8%
Vægtet gennemsnit baseret på antaget 50:50 fordeling	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.8%	1.0%	1.3%	1.5%	1.7%	1.7%

Kilde: Egen tilvirkning

Figur 7.2.2.6: Rentemarginal mellem bankernes gennemsnitlige indlånsrenter og 10-årig statsobligationer.



Kilde: Danmarks Statistik og egen tilvirkning

Budgetteringen af rentemarginalen for udlån

Rentemarginalen for udlån opstår, jævnfør Jean Dermines model, ved differencen mellem ejernes afkastkrav og lånerenten på udlån. Da ejernes afkast er estimeret tidligere og dette må antages at følge det generelle afkastniveau estimeret ved niveauet for den risikofrie rente, antages rentemarginalen i Jean Dermines model at være konstant.

For at kunne vurdere udlånsrenterne må det antages, at Kreditbankens kreditpolitik vil være uændret. En ændring i kreditpolitikken vil medføre enten højere eller lavere udlånsrenter afhængigt af om ændringen vil medføre en lempeligere eller strammere kreditpolitik.

Udlånsrenterne må forventes, at følge dels det generelle renteniveau i samfundet og dels reflektere markedets prissætning af modpartsrisikoen i udlånet. For at være konsistent med antagelsen om, at ejernes afkastkrav er konstant i tiden må det ligeledes antages, at markedets prissætning af modpartsrisikoen i bankudlån er kon-

stant i tiden. Under denne antagelse kan udlånmarginalen budgetteres på baggrund af en budgettering af den risikofrie rente.

Da begge sider af marginalen forventes at følge den risikofrie rente vil marginalen mellem udlånsrenten og ejernes afkastkrav være konstant.

Den gennemsnitlige forrentning af markedsværdien af udlånene er opgjort til 8,8 % for 2011 i værdiansættelsen af den nuværende udlånsmasse. Ejernes afkastkrav er jævnfør tidligere opgjort til 7,0 %, hvilket medfører en rentemarginal på 1,8 % mellem udlånsrenten på markedsværdien af udlånene og ejernes afkastkrav.

7.2.3 Nutidsværdien af fremtidige driftsomkostninger

Det tredje led i Jean Dermines fundamentale værdiansættelsesmodel beskriver værdien af de driftsomkostninger, det er nødvendigt for banken at afholde, for at kunne opretholde franchiseværdierne. Disse driftsomkostninger tilbagediskonteres med ejernes afkastkrav, som er fastlagt i ovenstående.

De driftsmæssige omkostninger i Kreditbankens regnskab kan afgrænses til følgende regnskabsposter:

- Udgifter til personale og administration
- Andre driftsudgifter

Det er i regnskabsanalysen vist, at Kreditbankens indtjening pr. omkostningskrone er aftaget over de sidste 5 år til at være på niveau med branchegennemsnittet. Som beskrevet i den strategiske analyse er tendensen i branchen, at der er fokus på omkostningsminimering i form af afskedigelser af medarbejdere i især filialnettene. Det må forventes, at denne udvikling også vil kunne ses i Kreditbanken, hvorfor omkostningsniveauet, målt på omkostninger pr udlånsmasse, må forventes at falde. Dette skyldes, at den væsentligste faktor for udgifterne til personale og administration må være forretningsomfanget, og dette kan i høj grad måles ved udlånsmassen.

I 2012 forventes lønsumsafgiften for finansielle virksomheder at stige i henhold til regeringens reformudspil (Nordjyske 12/06/2012), hvilket vil medføre en stigning i udgifterne til personale og administration.

Administrationsomkostninger udgjorde 4,6 % af udlånsmassen ultimo 2011. Det forventes, at som følge af øget effektivitet, som følge af yderligere selvbetjeningsydelser mv. i banker, vil dette forhold forbedres med 0,6 % frem mod 2021, hvorefter potentialet for omkostningsreduktioner vurderes at være indfriet. De 0,6 % forbedring begrundes med, at gennemsnitsforholdet for de sidste 5 år er 0,41 %, men stigningen de seneste par år skyldes udlånsfald, hvilket ikke forventes fremadrettet. Med baggrund heri vurderes det langsigtede forhold at udgøre 3,9 %.

Figur 7.2.3.1: Forventede administrationsomkostninger

Budgetterede udgifter til personale og administration, mio. kr.												
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
Udgifter til personale og administration	67	67	68	69	70	72	73	76	80	84	86	

Kilde: Egen tilvirkning

Budgettering af andre driftsudgifter

Andre driftsudgifter har i perioden 2008-2011 bestået af Kreditbankens andel af præmiebetaling på en kollektiv statsgaranti på 15 mia. kr. til Det Private Beredskab samt indbetalinger til Garantifonden for Indskydere og Investorer til dækning af dækningsberettigede indskud i konkursramte banker.

De samlede udgifter til Det Private Beredskab bestod for hele banksektoren af en tabskaution på 20 mia. kr. samt præmiebetaling på samlet 15 mia. kr. til staten for den etablerede garanti af indlån, der blev etableret under bankpakke 1. Det endelige regnskab for bankpakke 1 blev opgjort i 2010 ved, at Det Private Beredskab betalte 10 mia. kr. som følge af tabskautionen samt 15 mia. kr. i præmiebetaling.

Der kan derfor ikke forventes yderligere betalinger vedrørende Bankpakke 1.

Der må forventes at komme yderligere betalinger til Garantifonden for Indskydere og Investorer. Garantifonden for Indskydere og Investorer dækker fysiske og juridiske personers indskud efter modregning af eventuel gæld med op til 750 tkr. i konkursramte banker. Herudover dækker Indskydergarantifonden særligt dækkede indlån som pensionsopsparing, børneopsparing o.lign. Desuden har Garantifonden for Indskydere og Investorer over for Finansiell Stabilitet A/S stillet tabskaution for datterselskaberne under Bankpakke 3 og 4. Dette vil ligeledes gælde for banker, der fremadrettet bliver afviklet under bankpakke 3 og 4. Disse tabskautioner medfører, at der er en risiko for, at Garantifonden for Indskydere og Investorer skal dække tab, når disse banker er endeligt afviklet. Garantifonden for Indskydere og Investorer bidrager endvidere, i lighed med staten gennem Finansiell Stabilitet A/S, med en medgift til køber af dele af et konkursramt pengeinstitut under afviklingsordningen i bankpakke 4.

Garantifondens midler kommer fra bankerne, og bankerne opkræves betalinger, når Garantifonden mangler likviditet til at dække de krav, som opstår ved en banks konkurs. Kreditbanken har i årsregnskabet 2011 udgiftsført 5 mio. kr. til dækning af omkostninger til garantifonden i forbindelse med Amagerbanken, Fjordbank Mors' konkurs og udgifter til afviklingen af Max Bank under medgiftsordningen etableret i bankpakke 4.

Det er min vurdering, at der frem til 2016 vil være en gennemsnitlig omkostning forbundet med Garantifonden på ca. 2,5 mio. kr. til dækning af yderlige indbetalinger til Garantifonden. For de efterfølgende år er der i prognosen for Kreditbanken afsat 1 mio. kr. årligt frem til 2020. Herefter forventes det, at denne udgift vil aftage som følge af forbedrede økonomiske forhold, hvorfor posten er budgetteret til 0,5 mio.kr. i terminalleddet.

De budgetterede udgifter er sammenfattet i nedenstående tabel 7.2.3.2.

Figur 7.2.3.2: Forventede andre driftsudgifter

Budgetterede andre driftsudgifter, mio. kr.												
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
Udgifter til personale og administration	3.8	2.5	2.5	2.5	2.5	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.5	

Kilde: Egen tilvirkning.

Samlet set bliver de totale budgetterede driftsudgifter, som vist i nedenstående tabel der viser summen af andre driftsudgifter og udgifter til personale og administration.

Figur 7.2.3.3: Forventede omkostninger i alt

Budgetterede totale driftsudgifter, mio. kr.												
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
Udgifter til personale og administration	71	70	70	71	73	73	74	77	81	85	86	

Kilde: Egen tilvirkning.

7.2.4 Nettoindtægter fra gebyrer og provisionsindtægter

En væsentlig del af indtjeningen i Kreditbanken stammer fra gebyrer og provisionsindtægter. For 2011 androg provisionsindtægter en andel på ca. 1/3 af disse indtægter.

Kreditbanken har endvidere omkostninger til afgivne gebyrer og provisionsudgifter i mindre omfang.

Nedenfor er sammenhængen mellem provisionsindtægter og omkostninger vist.

Figur 7.2.3.4: Forhold mellem provisionsindtægter og omkostninger

Historiske indtægter og omkostninger relateret til provisioner						
	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Garanti og øvrige provosioner	7,416	9,201	9,412	9,901	11,736	10,628
Afgivne gebyrer og provisionsudgifter	1,093	1,266	1,277	1,773	1,839	2,271
Omkostninger/indtægter	14.7%	13.8%	13.6%	17.9%	15.7%	21.4%

Kilde: Kreditbankens regnskaber og egen tilvirkning.

Ovenstående figur 7.2.3.4 viser, at provisionsudgifterne i gennemsnit har udgjort ca. 16 % af provisionsindtægterne over de sidste 6 år. Det vurderes, at dette gennemsnit er det bedste estimat for forholdet fremadrettet.

Som tidligere nævnt i opgaven forventes Kreditbankens forretningsvolumen⁸ at kunne beskrives ved udlånsmassen. Gebyrer og provisionsindtægter relaterer sig til udlånsmassen i form af lånegebyrer, garantistillelser i forbindelse med låneomlægninger mv. Derudover må en forøget udlånsmasse forventes at være udtryk for flere kunder givet, at gennemsnitsudlånet pr. kunde er uændret. Desto flere kunder banken har, desto større er grundlaget for at skabe gebyrindtægter fra aktiehandel, valutahandel mv.

Nedenfor er vist sammenhængen mellem garanti- og provisionsindtægter og udlånsmassen.

Figur 7.2.3.5: Forhold mellem provisionsindtægter og udlånsmasse

Gebyrer og provisionsindtægter og udlånsmasse, tkr.						
	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Gebyrer og provisionsindtægter	30,929	33,568	27,128	27,470	32,043	29,012
Udlån og andre tilgodehavender til amortiseret kostpris	1,381,382	1,708,031	1,729,362	1,615,396	1,489,887	1,447,919
Omkostninger/indtægter	2.2%	2.0%	1.6%	1.7%	2.2%	2.0%

Kilde: Kreditbankens regnskaber og egen tilvirkning.

Gebyrer og provisionsindtægter pr. udlånsmasse udgør ca. 2 % over de sidste 6 år. Det vurderes, at dette gennemsnit er det bedste estimat for holdet fremadrettet, hvorfor dette forhold også er anvendt i de budgettede gebyr- og provisionsindtægter.

De stillede garantier medfører under tiden tab til Kreditbanken, som følge af at afgivne garantier skal indfries. Det kan forventes, at tabene på garantierne følger indtægterne fra garantierne. Forholdet mellem indtægterne fra garantier er opgjort herunder.

Figur 7.2.3.6: Forhold mellem garantiindtægter og tab på garantier

Forhold mellem Garantiindtægter og tab herpå						
	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Garanti og øvrige provisioner	7,416	9,201	9,412	9,901	11,736	10,628
Hensættelser på garantier	1,093	1,266	1,277	1,773	1,839	2,271
Omkostninger/indtægter	14.7%	13.8%	13.6%	17.9%	15.7%	21.4%

Kilde: Kreditbankens regnskaber og egen tilvirkning.

Ovenstående tabel viser, at der har været en tendens til stigende hensættelser i forhold til provisionsindtægter fra garantier de seneste tre år. 2011 vurderes dog, at være en outlier, hvorfor gennemsnittet af forholdet i perioden 2006-2010, 15,1 %, anvendes som bedste estimat for det fremadrettede forhold.

Det skal nævnes, at hensættelserne ikke direkte er udtryk for det faktiske tab eller udgående cash-flow. Det er dog ikke på baggrund af regnskabet muligt at opgøre det faktiske tab pr. år, hvorfor hensættelsen anvendes

⁸ Forretningsvolumen defineres ofte som summen af indlån og udlån. Da det er antaget, at indlån og udlån vokser med samme vækstrate, er det uden betydning for værdiansættelsen, hvilken definition der anvendes.

som bedste bud herpå. Tilsvarende for indtægterne fra garantierne og provisioner er der heller ikke taget højde for eventuelle periodiseringer, som vil medføre en forskel mellem den pengestrømsmæssige indtægt og den regnskabsmæssige indtægt. Dette skyldes, at det ikke er muligt at opgøre på baggrund af regnskabet, hvorfor den regnskabsmæssige indtægt anvendes som bedste estimat for den indgående pengestrøm.

Figur 7.2.3.7: Forhold provisionsindtægter og samlede gebyrindtægter

Forhold mellem Garantprovisioner og gebyr og provisionsindtægter i alt						
	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Garanti og øvrige provisioner	7,416	9,201	9,412	9,901	11,736	10,628
Gebyr og provisionsindtægter	30,929	33,568	27,128	27,470	32,043	29,012
Omkostninger/indtægter	24.0%	27.4%	34.7%	36.0%	36.6%	36.6%

Kilde: Kreditbankens regnskaber og egen tilvirkning

Til brug for estimering af tab på garantier og afgivne provisionsudgifter ved brug af ovenstående estimerede relationer, er det nødvendigt at estimere provisionsindtægternes andel af de fremtidige gebyr- og provisionsindtægter. I ovenstående tabel er det historiske forhold opgjort. Gennemsnittet af de sidste 6 år er ca. 33 %, hvilket vurderes at være det bedste estimat at anvende i budgetteringen.

På baggrund af de ovenfor vurderede forhold mellem gebyrer og provisioner og forretningsaktiviteten målt på udlånsmassen estimeres de fremtidige nettoindtægter, som antages at være lig pengestrømmene, da der ikke foreligger bedre opgørelsesgrundlag, til at udgøre de i nedenstående tabel specificerede.

Figur 7.2.3.8: Forventede gebyr- og provisionsindtægter samt udgifter.

Budgetterede gebyr og provisionsindtægter og udgifter, tkr.											
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Gebyr og provisionsindtægter	29,012	29,793	30,809	32,065	33,370	34,881	36,485	38,186	39,993	41,913	43,925
Afgivne gebyr og provisionsindtægter	2,271	1,573	1,627	1,693	1,762	1,842	1,926	2,016	2,112	2,213	2,319
Tab på provisioner	1,093	1,485	1,535	1,598	1,663	1,738	1,818	1,903	1,993	2,089	2,189
Nettoindtægt fra Gebyrer og provisioner	25,648	26,735	27,647	28,774	29,945	31,301	32,740	34,267	35,889	37,611	39,417

Kilde: Egen tilvirkning

7.2.5 Tax penalty

Som nævnt i modelbeskrivelsen i afsnit 6.4 indeholder Jean Dermines model en tax penalty, som udgøres af værdien af skat, som investorer skal betale på deres forrentning af aktivmassen fratrukket fradraget for gældsfinansieringsomkostningerne, i form af renter. Dette udtrykkes i modellen således,

$$\sum_{t=1}^{\infty} \frac{(\tau \times b_t^{**}) \times (L_t^* + B_t^* - D_t^*)}{\Pi_1^t((1 + b_t^{**}))}$$

(Formel 7.2.5.1)

For at beregne værdien af tax penalty er det nødvendigt at budgettere de fremtidige obligationsbeholdninger. Obligationsbeholdningerne kan ses som placering af overskudslikviditet. Da der i modellen ikke er andre balanceposter end udlån og indlån, kunne de fremtidige obligationsbeholdninger beregnes som forskellen mellem udlån og indlån. Dette ville imidlertid medføre, at der ikke var nogen egenkapital. Kreditbankens egenkapital er bundet af to forhold. Det ene er de regulatoriske krav til at have en egenkapital af en hvis størrelse og minimum 8 %. Det andet er, at Kreditbanken ønsker at være en solid bank, hvilket fremgår af ledelsesberetningen i 2011 årsrapporten og flere tidligere årsrapporters ledelsesberetninger. Da indlån og udlån forventes at stige med samme vækstrater, kan obligationsbeholdningen tilsvarende forventes at stige med samme vækstrate. Dette er implementeret i modellen.

7.2.6 Opgørelse af franchiseværdierne i Kreditbanken

I henhold til den ovenstående modelbeskrivelse og beskrivelse af praktisk implementering er franchiseværdien af udlån opgjort herunder til 537 mio. kr.

Figur 7.2.6.1: Franchiseværdi af udlån

Opgørelse af franchiseværdi af udlån, tkr.	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Terminalled
Værdiskabende cash flow	14,138	14,620	15,216	15,836	16,553	17,314	18,121	18,979	19,890	20,845
Diskonteringsfaktor	0.93	0.87	0.81	0.75	0.70	0.65	0.61	0.57	0.53	21
Nutidsværdi af franchiseværdi	13,170	12,687	12,300	11,924	11,611	11,313	11,030	10,761	10,505	431,753
Total	537,055									

Kilde: Egen tilvirkning

Franchiseværdien af indlån er opgjort til 684 mio. kr.

Figur 7.2.6.2: Franchiseværdi af indlån

Opgørelse af franchiseværdi af indlån, tkr.	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Terminalled
Værdiskabende cash flow	7,094	7,298	7,547	7,855	11,172	14,811	18,769	23,075	27,759	29,091
Diskonteringsfaktor	0.93	0.87	0.81	0.75	0.70	0.65	0.61	0.57	0.53	21
Nutidsværdi af franchiseværdi	6,608	6,333	6,101	5,915	7,837	9,678	11,424	13,083	14,662	602,569
Total	684,210									

Kilde: Egen tilvirkning

Nutidsværdien af omkostningerne, bestående af personaleomkostninger og andre omkostninger, er herunder opgjort til -1.695 mio. kr., hvilket indikerer, at der er et stort potentiale i at forsøge at opnå effektiviseringer i Kreditbanken, hvilket vil kunne skabe betydelig merværdi.

Figur 7.2.6.3: Nutidsværdi af forventede omkostninger

Nutidsværdi af omkostninger, tkr.	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Terminalled
Værdiskabende cash flow	-52,150	-52,710	-53,579	-54,433	-54,380	-55,477	-58,030	-60,740	-63,620	-64,615
Diskonteringsfaktor	0.93	0.87	0.81	0.75	0.70	0.65	0.61	0.57	0.53	21
Nutidsværdi af omkostninger	-48,580	-45,739	-43,310	-40,988	-38,144	-36,249	-35,321	-34,440	-33,603	-1,338,368
Total	-1,694,742									

Kilde: Egen tilvirkning

Nutidsværdien af gebyrer og provisioner er herunder opgjort til 762 mio. kr. Jean Dermine anbefaler, at der anvendes en WACC til diskontering af disse off-balance indtægter. Da det ikke har været muligt at opgøre, hvor stor en gældspost der skal henføres til disse aktiviteter, og da de vurderes i høj grad at være egenkapitalfinansieret, er ejernes afkastkrav, som for de andre cash flows, anvendt til diskonteringen.

Figur 7.2.6.4: Nutidsværdi af forventede gebyrindtægter

Nutidsværdi af gebyrer og provisioner, tkr.	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Terminalled
Værdiskabende cash flow	20,051	20,735	21,580	22,459	23,476	24,555	25,700	26,917	28,209	29,563
Diskonteringsfaktor	0.93	0.87	0.81	0.75	0.70	0.65	0.61	0.57	0.53	21
Nutidsværdi af gebyrer og provisioner	18,679	17,993	17,444	16,912	16,467	16,045	15,643	15,262	14,899	612,329
Total	761,672									

Kilde: Egen tilvirkning

Den negative værdi af tax penalty er herunder opgjort til - 127 mio. kr. i henhold til de tidligere angivne forudsætninger.

Figur 7.2.6.5: Nutidsværdi af tax penalty

Nutidsværdi af tax penalty, tkr.	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Terminalled
Tæller	-3,341	-3,455	-3,596	-3,742	-3,912	-4,092	-4,282	-4,485	-4,700	-4,926
Diskonteringsfaktor	0.93	0.87	0.81	0.75	0.70	0.65	0.61	0.57	0.53	21
Nutidsværdi af tax penalty	-3,112	-2,998	-2,907	-2,818	-2,744	-2,674	-2,607	-2,543	-2,483	-102,033
Total	-126,918									

Kilde: Egen tilvirkning

Samlet opgøres franchiseværdien i Kreditbanken og værdien af off-balance aktiviteter til 161 mio. kr., som specificeret i nedenstående tabel.

Figur 7.2.6.6: Franchiseværdi af Kreditbanken

Franchise værdi af Kreditbanken	
Komponent i opgørelse	Estimeret værdi, DKKm
Franchiseværdi af udlån	537
Franchiseværdi af indlån	684
Nutidsværdi af omkostninger	-1,695
Franchiseværdi af gebyrer og provisioner	762
Nutidsværdi af tax pentalty	-127
Samlet franchiseværdi	161

Kilde: Egen tilvirkning

I afsnit 7.1.2 blev likvidationsværdien af Kreditbanken opgjort til 170 mio. kr.. Ovenfor er franchiseværdien af Kreditbanken opgjort til 178 mio. kr. Dette giver en samlet værdi af Kreditbanken på 331 mio. kr.

7.3 Sammenfatning af værdiansættelsen

I ovenstående er likvidationsværdien af Kreditbanken opgjort til 170 mio. kr. Denne væsentligste forskel mellem den regnskabsmæssige værdi og likvidationsværdien består i forskellen mellem den vurderede markedsværdi af udlånene og den regnskabsmæssige værdi af udlånene, som opgøres til amortiseret kostpris med fradrag af regnskabsmæssige nedskrivninger.

De tre værdiskabende elementer i opgørelsen af franchiseværdien, udlån, indlån og gebyrer, bidrager alle med en værdi på 500-800 mio. kr. Nutidsværdien af de fremtidige omkostninger udgør små 1.700 mio. kr., og tax penalty udgør ca. 130 mio. kr. Den store negative nutidsværdi af de fremtidige driftsomkostninger viser, at der er et stort potentiale i at forsøge at reducere disse.

Dette giver en samlet franchiseværdi på 161 mio. kr.

Kreditbankens børskurs er pr. 30. marts 2012 1.670 kr. pr. aktie. Kreditbankens aktiekapital er fordelt på 178.200 aktier. Heraf havde Kreditbanken en egenbeholdning pr. 31/12/2011 på 3.050, jf. årsrapporten for 2011. I henhold til Nasdaq OMX Nordic's hjemmeside er der ikke foretaget handel med egne aktier i 2012. Antallet af udestående aktier er derfor 175.150 pr. 31/3/2012. Dette medfører, at børsværdien af egenkapitalen pr. 31/3/2012 var 293 mio. kr.

Forskellen mellem børsværdien af egenkapitalen og den opgjorte værdi i nærværende værdiansættelse kan skyldes flere forhold. Aktien er meget illikvid, hvilket medfører, at markedets vurdering af aktiens værdi kan afvige fra børsværdien, såfremt der ikke er nogen aktier, der handles.

Forskellen mellem den i værdiansættelsen opgjorte værdi og børsværdien af egenkapital er yderligere diskuteret under peer gruppe-analysen.

8 Følsomhedsanalyser

Værdiansættelsen af Kreditbanken bygger på en række antagelser, som værdiansættelsen er følsom over for ændringer i. Nedenfor er de væsentligste følsomhedsfaktorer for dels likvidationsværdien og dels franchiseværdien inkl. tax penalty angivet.

Væsentligste følsomhedsfaktorer for likvidationsværdien:

- *Størrelsen af mernedskrivningen ud over regnskabsmæssig nedskrivning på udlån*
- *Alternativforrentningen af udlån*
- *Alternativforrentningen af indlån.*

Væsentligste følsomhedsfaktorer for franchiseværdien

- *Størrelsen af afkastkravet*
- *Rentemarginal for indlån*
- *Rentemarginal for udlån*
- *Vækstrate for ind- og udlån.*

8.1 Følsomhed over for mernedskrivningen

I værdiansættelsen er der vurderet at mangle en ekstra nedskrivning af udlånsmassen på 15,5 %. Denne ekstra nedskrivning skal tage højde for hele kreditrisikoen ud over de regnskabsmæssige nedskrivninger, som først indtræffer, når der er objektive indikatorer på værdiforringelse, som omtalt i regnskabsanalysen. Den anvendte mernedskrivning fordeler sig på 10 % på privatudlån og 20 % på erhvervsudlån. I nedenstående tabel er følsomheden af værdiansættelsen af udlånene i likvidationsværdien over for ændringer i denne forudsætning opgjort.

Figur 8.1.1: Følsomhed over for mernedskrivning på privatudlån

Følsomhed over for ændringer i mernedskrivningsantagelse	
<i>Mernedskrivning, private</i>	Effekt på værdi af udlån, mio. kr.
-2%	14
-1%	7
0%	0
1%	-7
2%	-14

Kilde: Egen tilvirkning

Ovenstående tabel viser, at effekten af et procentpoints ændring i mernedskrivningen på privatudlån udgør 7 mio. kr. Værdien af udlånene er i værdiansættelsen opgjort til 1.299 mio. kr., hvor følsomheden udgør 0,4 % heraf. Dette medfører, at en ændring til kun 5 % mernedskrivning vil medføre en 2 % højere værdiansættelse af udlånene. Værdiansættelsen vurderes derfor samlet ikke at være meget følsom over for størrelsen af denne antagelse.

Figur 8.1.2: Følsomhed overfor mernedskrivning på erhvervsudlån

Følsomhed over for ændringer i mernedskrivningsantagelse	
Mernedskrivning, erhverv	Effekt på værdi af udlån, mio. kr.
-2%	17
-1%	8
0%	0
1%	-8
2%	-17

Kilde: Egen tilvirkning

Effekten af et procentpoints ændring i mernedskrivningen på erhvervsudlånene udgør 7 mio. kr., og værdiansættelsen er tilsvarende til privatudlån ikke specielt følsom over for størrelsen af denne antagelse.

Samlet vurderes værdiansættelsen ikke at være specielt følsom overfor størrelsen af mernedskrivningen. Det bemærkes dog, at hvis der ikke foretages en mernedskrivning, vil værdiansættelsen af udlånene stige med 201 mio. kr., hvilket er en væsentlig ændring. En mernedskrivning på 0 % vurderes dog, at være urealistisk.

8.2 Følsomhed over for alternativforrentning af udlån og indlån

I værdiansættelsen er følgende alternativforrentning opgjort på baggrund af data fra Danmarks Statistik, som beskrevet under værdiansættelsen.

Figur 8.2.1: Markedsforrentning af udlån

Markedsforrentning af udlån	
På anfordring	5.7%
Til og med 3 måneder	5.5%
over 3 måneder og til og med 1 år	5.2%
Over 1 år og til med 5 år	4.1%
over 5 år	4.9%

Kilde: Egen tilvirkning

Nedenfor er det opgjort, hvor stor effekten er af parallelle skift i denne alternativrentekurve. Skiftene er opgjort med 0,5 % procentpoints intervaller.

Figur 8.2.2: Følsomhed i udlån over for alternativforrentning

Følsomhed over for parallelle skift i alternativrentekurven	
Ændring, procentpoint	Effekt på værdi af udlån, mio. kr.
-2.0%	27
-1.5%	21
-1.0%	14
-0.5%	7
0.0%	0
0.5%	-7
1.0%	-14
1.5%	-21
2.0%	-28

Kilde: Egen tilvirkning

Ovenstående tabel viser, at værdiansættelsen af udlånene stiger med 27 mio. kr. ved et negativt skift i alternativrentekurven på 2 procentpoint. Tilsvarende falder værdien med 28 mio. kr. ved et positivt skift i alternativrentekurven på 2 procentpoint. Samlet viser dette, at værdiansættelsen ikke er meget følsom over for æn-

dringer i alternativrentekurven, da disse skift i alternativrentekurven vurderes at være meget store og usandsynlige, uden at Kreditbankens forrentning af udlånene ændre sig tilsvarende.

Figur 8.2.3: Følsomhed i indlån overfor alternativforrentning

Følsomhed over for parrallelle skift i alternativrentekurven	
Ændring, procentpoint	Effekt på værdi af indlån, mio. kr.
-2.0%	25
-1.5%	18
-1.0%	12
-0.5%	6
0.0%	0
0.5%	-6
1.0%	-11
1.5%	-17
2.0%	-22

Kilde: Egen tilvirkning

Tilsvarende udlånene er værdien af indlånene heller ikke specielt følsom over for skift i alternativrentekurven. Ovenstående tabel viser, at værdien af indlånene stiger med 25 mio. kr. ved et negativt skifte i alternativrentekurven på 2 procentpoint og falder med 22 mio. kr. ved et positivt skifte i alternativrentekurven på 2 procentpoint. Dette vurderes at være relativt små værdiændringer i forhold til størrelsen af skiftene i alternativrentekurven og viser, at værdiansættelsen af Kreditbanken ikke er særligt følsom over for fastsættelsen af alternativrentekurven.

8.3 Følsomhed over for ejernes afkastkrav

Ejernes afkastkrav påvirker værdien af genereringen af fremtidige cash flows i Kreditbanken, hvilke indgår i franchiseværdien og tax penalty. Samtlige cash flows, som opstår i forbindelse hermed, diskonteres med ejernes afkastkrav. Det er derfor relevant at beregne, hvor følsom værdiansættelsen af franchiseværdien er over for fastsættelsen af denne diskonteringsfaktor.

Figur 8.3.1: Følsomhed over for ejernes afkastkrav

Følsomhed over for ændringer i fastsættelsen af ejernes afkastkrav, mio. kr.							
Ændring, procentpoint	Udlån	Indlån	Opex	Gebyrer og provisioner	Tax Penalty	Total	
-2.0%	5,379	2,716	6,044	2,765	301	4,515	
-1.5%	2,114	1,065	2,375	1,086	118	1,772	
-1.0%	954	480	1,073	491	53	799	
-0.5%	361	181	405	185	20	302	
0.0%	0	0	0	0	0	0	
0.5%	-242	-122	-273	-125	-14	-202	
1.0%	-417	-209	-469	-214	-23	-348	
1.5%	-548	-274	-617	-281	-30	-456	
2.0%	-651	-325	-732	-334	-36	-542	

Kilde: Egen tilvirkning

Ovenstående tabel viser, at værdiansættelsen af franchiseværdien af Kreditbanken er ekstremt følsom over for ændringer i ejernes afkastkrav. Tabellen viser, at en negativ ændring i afkastkravet på 0,5 procentpoint næsten vil medføre en fordobling af franchiseværdien af Kreditbanken og næsten en forøgelse på 50 % af den samlede værdi. Tilsvarende vil en stigning i afkastkravet på under et procentpoint medføre, at den samlede værdiansættelse af egenkapitalen i Kreditbanken bliver nul, hvilket skyldes, at cash flowet fra franchiseværdien er negativt i de første seks år af budgetteringsperioden.

8.4 Følsomhed over for budgetteret rentemarginal for indlån

Nedenstående tabel viser ændringerne i franchiseværdien af indlånene, som følge af ændringer i den budgetterede rentemarginal på indlånene. De anvendte ændringer i rentemarginalen er, ligesom for rentekurverne for udlånene, parallelle skift.

Figur 8.4.1: Følsomhed over for rentemarginal på indlån

Følsomhed over for ændringer i rentemarginalen, mio. kr.	
Ændring, procentpoint	Ændring i franchiseværdi af indlån
-2.0%	-883
-1.5%	-662
-1.0%	-441
-0.5%	-221
0.0%	0
0.5%	221
1.0%	441
1.5%	662
2.0%	883

Kilde: Egen tilvirkning

Tabel 8.4.1 viser, at franchiseværdien af indlånene er meget følsom over for ændringer i rentemarginalen. En ændring på 0,5 procentpoint vil medføre, at franchiseværdien af indlånene ændrer sig med 221 mio. kr., hvilket tilsvarende 32 % af den værdi, som franchiseværdien af indlånene er opgjort til i værdiansættelsen.

8.5 Følsomhed over for budgetteret rentemarginal for udlån

Nedenstående tabel viser ændringerne i franchiseværdien af udlånene, som følge af ændringer i den budgetterede rentemarginal på indlånene. De anvendte ændringer i rentemarginalen er parallelle skift, ligesom i følsomhedsanalysen for indlånene.

Figur 8.5.1: Følsomhed over for rentemarginal på udlån

Følsomhed over for ændringer i rentemarginalen, mio. kr.	
Ændring, procentpoint	Ændring i franchiseværdi af udlån
-2.0%	-741
-1.5%	-556
-1.0%	-370
-0.5%	-185
0.0%	0
0.5%	185
1.0%	370
1.5%	556
2.0%	741

Kilde: Egen tilvirkning

Franchiseværdien af udlånene er ligesom franchiseværdien af indlånene følsom over for den budgetterede rentemarginal. Ovenstående tabel 8.5.1 viser, at en ændring i rentemarginal på 1,5 procentpoint vil medføre en ændring på over 100 procent af franchiseværdien af udlånene.

8.6 Følsomhed over for budgetteret vækstrate for udlån og indlån

Alle komponenter i franchiseværdien af Kreditbanken er relateret til den budgetterede vækstrate for udlån og indlån. Dette medfører, at værdien af de enkelte komponenter vil ændre sig, hvis vækstraten ændres. I nedenstående tabel er følsomheden i franchiseværdien over for ændringer i denne vækstrate vist.

Figur 8.6.1: Følsomhed over for vækstraten på ind- og udlån

Følsomhed over for ændringer i vækstraten for ind og udlån, mio. kr.								
Ændring, procentpoint		Udlån	Indlån	Opex	Gebyrer og provisioner	Tax Penalty	Total	
-2.0%		-85	-104	-264	-121	-20	-26	
-1.5%		-65	-79	-202	-93	-15	-20	
-1.0%		-44	-54	-138	-63	-11	-12	
-0.5%		-23	-27	-70	-32	-5	-7	
0.0%		0	0	0	0	0	0	
0.5%		24	28	73	34	5	8	
1.0%		48	58	149	68	11	14	
1.5%		74	89	229	105	17	22	
2.0%		101	120	312	143	24	28	

Kilde: Egen tilvirkning

Ovenstående tabel viser, at franchiseværdien af Kreditbanken vil stige med 28 mio. kr. ved en stigning i vækstraten for ind- og udlån på to procentpoint. Tilsvarende vil værdien falde med 26 mio. kr. ved et fald på to procentpoint. Dette viser, at værdiansættelsen af Kreditbanken ikke er særligt følsom over for den budgetterede vækstrate, og dette er, jævnfør de andre følsomhedsanalyser, ikke den mest kritiske faktor i værdiansættelsen. Den lave følsomhed over for ændringer i denne faktor skyldes, at indtægter og omkostninger i høj grad stiger og falder lige meget ved ændringer i vækstraten.

8.7 Sammenfatning af følsomhedsanalysen

Den foretagne følsomhedsanalyse viser, at opgørelsen af likvidationsværdien ikke er meget følsom over for de væsentligste antagelser foretaget i forbindelse med opgørelsen heraf.

Franchiseværdien er derimod ekstremt følsom over for ændringer i en række parametre. Væsentligst er følsomheden overfor ændringer i ejernes afkastkrav. Endvidere er følsomheden stor overfor de anvendte rentemarginaler. Dette er derfor væsentlige områder at undersøge i en due diligence ved et eventuelt køb af banken.

9 Peer-gruppe-analyse

Som supplement til værdiansættelsen er der foretaget en sammenholdelse af væsentlige nøgletal og risici i Kreditbanken med sammenlignelige pengeinstitutter.

Formålet med peer-ruppe-analysen er at vurdere hvorvidt Kreditbankens børsværdi er korrekt, når denne sammenholdes med en række andre pengeinstitutter. Dette gøres ved at sammenligne peer-gruppens kurs/indre værdi. Forskellen i kurs/indre værdi sammenholdes med forskellen i en række mål for indtjening, udlånsbonitet og risikofaktorer.

De kriterier, der er lagt til grund ved udvælgelse af de sammenlignelige pengeinstitutter, er:

- Indgår i Finanstilsynets gruppe 3. I Finanstilsynets størrelsesgruppering primo januar 2012 baseret på pengeinstitutternes arbejdende kapital ultimo 2011 indgår der 74 pengeinstitutter i gruppe 3. Pengeinstitutter i gruppe 3 har en arbejdende kapital mellem 250 mio. kr. og 12.000 mio. kr.
- Noteret på Nasdaq/OMX og indgår i small-cap
- Er lokale pengeinstitutter, der primært har ind- og udlån i et lokalt afgrænset område
- Pengeinstitutter, hvis primære aktivitet er ind- og udlån

De udvalgte pengeinstitutter er med baggrund i disse kriterier:

- Tønder Bank, Salling Bank, Østjysk Bank, Lollands Bank og Vestfyns Bank.

Analysen for peer-gruppen vil omfatte måling af følgende centrale nøgletal for bonitet, indtjening, risici og likviditet:

- Børskurs/indre værdi
- Indtjening pr. omkostningskrone
- Nedskrivninger og hensættelser
- Forskel mellem solvens og solvensbehov
- Forskelle i udlån - sektornoten
- Forskelle i tilsynsdiamanten
- Udlån i forhold til indlån
- Overdækning i forhold til lovkrav om likviditet.

9.1 Børskurs/indre værdi

Nedenfor er vist en oversigt over børskurs/indre værdi for Kreditbanken og de udvalgte banker i peer-gruppen.

Figur 9.1.1: Kurs/indre værdi

	2011	2010	2009	2008
Kreditbanken	0,7	0,9	0,9	1,0
Tønder Bank	0,8	0,9	0,9	1,0
Salling Bank	0,3	0,6	0,8	0,8
Østjysk Bank	0,2	0,4	0,5	0,5
Lollands Bank	0,3	0,6	0,7	0,6
Vestfyns Bank	0,6	0,7	0,7	0,7

Kilde: Bankernes årsrapporter.

Oversigten for kurs/indre værdi viser for alle de udvalgte bankers vedkommende et fald i nøgletallet fra 31. december 2008 til 2011. Med andre ord er børsprisen for andele i bankernes egenkapital blevet lavere.

De sønderjyske banker – Kreditbanken og Tønder Bank – har en højere børskurs/indre værdi i forhold til de øvrige 4 banker.

Der er en markant forskel i nøgletallet fra Østjysk Bank til de to bedst placerede Kreditbanken og Tønder Bank.

En høj eller højere børskurs/indre værdi bør være udtryk for, at investorer forventer en højere indtjening pr. investeret krone i disse banker end i banker med en lav børskurs/indre værdi.

9.2 Indtjening pr. omkostningskrone

Indtjening pr. omkostningskrone defineres som: Indtægter inkl. kursreguleringer i procent af omkostninger inkl. nedskrivninger på udlån.

Figur 9.2.1: Indtjening pr. omkostningskrone

	2011	2010	2009	2008
Kreditbanken	1,11	1,14	1,03	1,36
Tønder Bank	1,12	1,08	1,14	0,79
Salling Bank	0,95	1,08	1,02	0,97
Østjysk Bank	1,04	1,04	1,08	1,25
Lollands Bank	1,09	1,30	1,15	1,05
Vestfyns Bank	1,06	1,25	1,27	1,35
Gennemsnit ¹⁾	1,06	1,15	1,12	0,98

1) Gennemsnit er beregnet som et aritmetisk gennemsnit af de viste tal.

Kilde: Bankernes årsrapporter.

Kreditbanken deler sammen med Tønder Bank førstepladsen i 2011. Kreditbanken ligger i alle 4 år i top 2 med undtagelse af 2009.

I 2010 og 2009 har alle de udvalgte banker en indtjening pr. omkostningskrone, som er større end 1. Dette er også tilfældet i 2011 med undtagelse af Salling Bank.

I 2008 er der en betydelig spredning mellem i de udvalgte banker.

Kreditbanken er over gennemsnit i 2011, på niveau med gennemsnit i 2010 og er under gennemsnit i 2009, men er over gennemsnit i 2008.

Kreditbanken og Tønder Bank er bedre end de øvrige sammenlignede banker på dette nøgletal.

Det er dog værd at bemærke, at spredningen i indtjeningen pr. omkostningskrone for 2011 er væsentligt mindre i peer-gruppen end spredningen på kurs/indre værdi. Dette indikerer, at investorerne forventer lavere indtjening pr. omkostningskrone for Salling Bank, Østjysk Bank, Lollands Bank og Vestfyns bank.

9.3 Nedskrivninger og hensættelser

I det følgende vil nedskrivninger på udlånene og hensættelser til især tab på garantier blive sammenholdt for peer gruppen. Dette kan hjælpe til at vurdere forskellen i bankernes udlåns kvalitet.

Figur 9.3.1: Akkumuleret nedskrivningsprocent

	2011	2010	2009	2008
Kreditbanken	7,6 %	6,5 %	5,8 %	4,0 %
Tønder Bank	4,1 %	3,8 %	3,6 %	2,2 %
Salling Bank	4,3 %	4,0 %	3,5 %	2,6 %
Østjysk Bank	6,6 %	5,6 %	3,5 %	2,2 %
Lollands Bank	4,8 %	4,3 %	4,4 %	2,9 %
Vestfyns Bank	3,9 %	4,2 %	3,2 %	2,0 %
Gennemsnit ¹⁾	5,2 %	4,7 %	4,0 %	2,6 %

Kilde: Bankernes årsrapporter.

Figur 9.3.2: Årets nedskrivningsprocent

	2011	2010	2009	2008
Kreditbanken	3,1 %	2,7 %	3,5 %	1,8 %
Tønder Bank	1,1 %	2,8 %	2,4 %	0,5 %
Salling Bank	1,3 %	1,1 %	1,3 %	0,7 %
Østjysk Bank	1,9 %	2,2 %	1,7 %	0,8 %
Lollands Bank	1,2 %	1,6 %	2,2 %	1,2 %
Vestfyns Bank	1,2 %	1,4 %	1,7 %	0,8 %
Gennemsnit ¹⁾	1,6 %	2,0 %	2,1 %	1,0 %

Kilde: Bankernes årsrapporter.

Kreditbanken har i alle sammenligningsårene den højeste akkumulerede nedskrivningsprocent, og dermed ligger Kreditbankens akkumulerede nedskrivningsprocent også over den gennemsnitlige akkumulerede nedskrivningsprocent for de udvalgte banker.

Kreditbanken har i alle årene en nedskrivningsprocent, der overstiger gennemsnittet for det enkelte år. Endvidere er Kreditbankens nedskrivningsprocent enten den højeste eller næsthøjeste i alle årene.

Såfremt de viste banker praktiserer samme nedskrivningspolitik og følger ensartede principper, er tallene udtryk for, at Kreditbankens udlån er behæftet med størst tabsrisiko.

Tendensen i tallene kan imidlertid også være udtryk for, at Kreditbanken følger en mere konservativ nedskrivningspolitik end de øvrige banker og tager nedskrivningerne på et tidligere tidspunkt.

9.4 Forskelle mellem solvens og solvensbehov

Opgørelsen af en banks solvens - eller solvensnøgletallet - er fastlagt i Lov om Finansiell Virksomhed §§ 124 – 143: Heraf fremgår:

§ 124 stk. 2: ”Basiskapitalen i pengeinstitutter skal mindst udgøre

- (1) 8 % af de risikovægtede aktiver (solvenskravet) og
- (2) 5 mio. euro (minimumskapitalkravet).

Endvidere fremgår det af § 124 stk.4: ”Pengeinstitutters bestyrelse og direktion skal på baggrund af vurderingen i henhold til stk. 1 opgøre instituttets individuelle solvensbehov. Solvensbehovet skal udtrykkes som den tilstrækkelige basiskapital i procent af de risikovægtede poster. Solvensbehovet kan ikke være mindre end solvenskravet efter stk. 2 nr. 1 og minimumskapitalkravet i stk. 2 nr 2.”

Af § 124 stk. 5 fremgår det: ”Finanstilsynet kan fastsætte et højere individuelt solvenskrav, end det der fremgår af stk. 2 nr. 1”

Finanstilsynets krav er udmøntet i Bekendtgørelse om Kapitaldækning med tilhørende Vejledning om Tilstrækkelig Basiskapital og Solvensbehov for Kreditinstitutter. Det skal bemærkes, at der i opgørelsen af solvensbehov indgår en række subjektive vurderinger.

Figur 9.4.1: Solvens

	2011	2010	2009	2008
Kreditbanken	21,9 %	21,4 %	17,6 %	17,5 %
Tønder Bank	18,5 %	17,2 %	17,8 %	15,2 %
Salling Bank	15,6 %	16,5 %	16,8 %	14,1 %
Østjysk Bank	18,0 %	17,7 %	17,7 %	15,8 %
Lollands Bank	17,1 %	18,1 %	18,0 %	16,2 %
Vestfyns Bank	19,2 %	18,9 %	16,9 %	13,8 %
Gennemsnit	18,4 %	18,3 %	17,5 %	15,4 %

Kilde: Bankernes årsrapporter.

Kreditbanken har den højeste solvensprocent af de 6 banker både ultimo 2011 og ultimo 2010. Kreditbanken har siden ultimo 2009 forbedret sin solvensprocent fra 17,6 % til 21,9 % ved udgangen af 2011. Forøgelsen af solvensprocenten skyldes positiv indtjening og reduktion af de risikovægtede aktiver. Kreditbanken har i alle årene 2008–2011 haft positivt resultat efter skat, og selvom der er foretaget udlodning til aktionærene i 2010 og 2011, har banken haft en positiv konsolidering. Den væsentligste post, der indgår i de risikovægtede aktiver er udlån. I årene 2008–2011 er bankens udlån faldet fra 1.729 mio. kr. til 1.448 mio. kr.

Figur 9.4.2: Kernekapital

	2011	2010	2009	2008
Kreditbanken	21,9 %	21,4 %	17,6 %	17,4 %
Tønder Bank	12,7 %	11,5 %	11,7 %	9,3 %
Salling Bank	11,0 %	11,6 %	11,7 %	8,6 %
Østjysk Bank	13,9 %	12,5 %	12,0 %	9,5 %
Lollands Bank	17,1 %	18,1 %	18,0 %	16,2 %
Vestfyns Bank	17,3 %	16,2 %	14,4 %	11,3 %
Gennemsnit	15,7 %	15,2 %	14,2 %	12,1 %

Kilde: Bankernes årsrapporter.

Kreditbankens kernekapitalprocent er ultimo 2011 og ultimo 2010 markant bedre end de øvrige 5 bankers.

Ved udgangen af 2009 lå Lollands Bank højest med en kernekapitalprocent på 18,0 % mod Kreditbankens på 17,6 %.

Kreditbanken har forbedret sin kernekapitalprocent i forhold til de øvrige bankers som følge af:

- Positiv indtjening i alle årene under finanskrisen
- Fald i de risikovægtede aktiver.

Figur 9.4.3: Solvensbehov

	2011	2010	2009	2008
Kreditbanken	8,1 %	8,4 %	8,3 %	I/O
Tønder Bank	8,0 %	8,0 %	8,0 %	I/O
Salling Bank	9,4 %	9,1 %	9,0 %	I/O
Østjysk Bank	11,6 %	10,3 %	I/O	I/O
Lollands Bank	10,7 %	10,0 %	10,6 %	I/O
Vestfyns Bank	10,8 %	10,6 %	9,1 %	I/O
Gennemsnit	9,8 %	9,4 %	9,0 %	I/O

Kilde: Bankernes årsrapporter.

Kreditbanken og Tønder Bank ligger lavest i opgørelsen af solvensbehov med henholdsvis 8,1 % og 8,0 % pr. 31. december 2011. Tønder Bank har i alle årene 2009–2011 et solvensbehov på 8 %, svarende til lovens minimumskrav. Til sammenligning har Kreditbanken et solvensbehov på lige godt 8 % i den tilsvarende periode.

Østjysk Bank, Lollands Bank og Vestfyns Bank har opgjort solvensbehov, som ligger 2-3 % over Kreditbankens.

Solvensbehovet udtrykker den kapitalbuffer, som banken skal have til imødegåelse af risici – primært for at kunne imødegå behov for fremtidige nedskrivninger og hensættelser på udlån og garantier.

Kreditbankens (og Tønder Banks) lave solvensbehov er udtryk for, at bankens ledelse vurderer et lavere kapitalbehov til dækning af fremtidige nedskrivninger end de øvrige bankers ledelser.

Figur 9.4.5: Solvensoverdækning

	2011	2010	2009	2008
Kreditbanken	13,8 %	13,0 %	9,3 %	I/B
Tønder Bank	10,5 %	9,2 %	9,8 %	I/B
Salling Bank	6,2 %	7,4 %	7,8 %	I/B
Østjysk Bank	6,4 %	7,4 %	I/B	I/B
Lollands Bank	6,4 %	8,1 %	7,4 %	I/B
Vestfyns Bank	8,4 %	8,3 %	7,8 %	I/B
Gennemsnit	8,6 %	8,9 %	8,4 %	I/B

Kilde: Bankernes årsrapporter.

Solvensoverdækningen er et udtryk for den enkelte banks robusthed til at modstå tab. Solvensoverdækningen er et udtryk for den kapital, banken har til rådighed – ud over solvensbehovet – til at modstå tab. Jo højere solvensoverdækning des større robusthed.

Oversigten over solvensoverdækning viser, at Kreditbanken ligger bedst både ultimo 2010 og ultimo 2011. Kreditbanken og Tønder Bank har markant større solvensoverdækning end de øvrige viste banker.

Samlet har Kreditbanken en højere solvensprocent end de andre banker i peer gruppen, især udmærker Kreditbanken sig i forhold til peer-gruppen ved udelukkende at have kernekapital. Kreditbanken har samtidigt sammen med Tønder Bank det laveste solvensbehov ultimo 2011. Dette medfører, at Kreditbankens solvensoverdækning er højere end den resterende del af peer-gruppens.

Det lave solvensbehov indikerer, at Kreditbankens og Tønder Banks udlånsporteføljer er tilstrækkeligt nedskrevet i regnskabet, hvorimod solvensbehov over 8 % indikerer, at der er større risici på resten af peer-gruppens balance end for Kreditbanken og Tønder Bank. Kombinationen med den højeste solvens og især kernekapital gør, at Kreditbanken fremstår som den mest velkapitaliserede bank i peer-gruppen.

Det højere solvensbehov for Østjysk Bank, Salling Bank, Lollands Bank og Vestfyns Bank indikerer, at der kan komme større relativ nedskrivninger i disse banker i fremtiden end for Kreditbanken og Tønder Bank.

9.5 Forskelle i udlån - sektornoten

I henhold til Bekendtgørelse om finansielle rapporter for kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber m.fl. (Regnskabsbekendtgørelsen) er der krav om i årsregnskabet at vise bankens udlån og garantier fordelt på sektorer. Formålet hermed er at synliggøre for investorer og kreditgivere, om banken har en god spredning på sine udlån til forskellige sektorer. Nogle banker er under finanskrisen blevet kritiseret for at have en overvægt af udlånene til kriseramte sektorer som landbrug og ejendomme.

Til belysning af eventuelle forskelle i koncentrationen af udlån til enkelte sektorer er det valgt at foretage en sammenligning af de udvalgte bankers sektornoter.

Figur 9.5.1: Udlånsfordeling

	Kreditbanken	Tønder Bank	Salling Bank	Østjysk Bank	Lollands Bank	Vestfyns Bank
Offentlige myndigheder	0,0 %	0,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Landbrug, jagt, skovbrug og fiskeri	9,7 %	12,6 %	9,0 %	8,0 %	9,0 %	10,7 %
Industri og råstofindvinding	3,1 %	2,2 %	4,0 %	5,0 %	3,0 %	4,3 %
Energiforsyning	0,0 %	0,4 %	0,0 %	3,0 %	2,0 %	4,7 %
Bygge og anlæg	4,3 %	7,8 %	5,0 %	7,0 %	7,0 %	4,9 %
Handel	9,4 %	9,6 %	10,0 %	11,0 %	10,0 %	5,0 %
Transport, hoteller og restauration	4,6 %	2,6 %	2,0 %	3,0 %	4,0 %	2,4 %
Information og kommunikation	0,7 %	0,7 %	1,0 %	0,0 %	0,0 %	0,2 %
Finansiering og forsikring	4,9 %	4,8 %	3,0 %	2,0 %	5,0 %	5,3 %
Fast ejendom	11,1 %	9,4 %	10,0 %	15,0 %	8,0 %	13,0 %
Øvrige erhverv	7,6 %	9,8 %	10,0 %	15,0 %	6,0 %	5,5 %
I alt erhverv	55,4 %	59,9 %	55,0 %	70,0 %	54,0 %	56,0 %
Private	44,6 %	39,7 %	45,0 %	30,0 %	46,0 %	44,0 %

Kilde: Bankernes årsrapporter for 2011.

De banker, der under finanskrisen især er blevet ramt af store nedskrivninger og store stigninger i solvensbehov, har ofte haft betydelige eksponeringer i udlån til landbrug og fast ejendom.

Ved udgangen af 2011 havde kreditbanken 20,8 % af sine udlån til disse sektorer. Til sammenligning havde de øvrige udvalgte banker følgende andel af deres udlån til disse sektorer:

Figur 9.5.2: Udlån til landbrug og ejendomme

Tønder Bank	Salling Bank	Østjysk Bank	Lollands Bank	Vestfyns Bank
22%	19%	23%	17%	24%

Kilde: Bankernes årsrapporter for 2011.

Kreditbankens procentvise andel af de samlede udlån til landbrug og fast ejendom svarer til gennemsnittet for de 6 banker.

Kreditbankens procentvise andel af de samlede udlån til private udgør 44,6 %. Til sammenligning udgør gennemsnittet for de 6 bankers procentvise andel af de samlede udlån til private 41,6 %. Gennemsnittet trækkes dog ned af Østjysk Bank, der kun har en procentvis andel af de samlede udlån til private på 30 %.

Analysen af de udvalgte bankers sektornoter viser, at Kreditbanken er på niveau med gennemsnittet. Der er således ikke i analysen særlige forhold, der indikerer, at Kreditbankens udlånsportefølje sektoropdelt afviger markant fra de sammenlignede banker.

Det bemærkes samtidigt, at Tønder Bank, som har en kurs/indre værdi på niveau med Kreditbanken, har en større andel erhvervsudlån end den resterende del af peer gruppen. Da erhvervsudlån generelt må antages at være individuelt større og mere konjunkturfølsomme end privatudlån, kan dette indikere en større risiko i Tønder Banks udlånsportefølje.

9.6 Forskelle i tilsynsdiamanten

I forbindelse med Finanstilsynets overvågning og kontrol med risici i de danske pengeinstitutter har Finanstilsynet udviklet den såkaldte tilsynsdiamant. Ud over tilsynsdiamantens overvågningsfunktion er målepunkterne også anvendelig i en vurdering af risici i de enkelte pengeinstitutter.

Baggrunden for Finanstilsynets introduktion af tilsynsdiamanten er, at Finanstilsynet har identificeret en række fællestræk, som karakteriserer pengeinstitutter, der er kommet i problemer under finanskrisen. Finanstilsynet har med baggrund i de konstaterede fællestræk opstillet en række risikoområder "Tilsynsdiamanten", der angiver grænseværdier, som det enkelte pengeinstitut bør ligge inden for ultimo 2012.

Tilsynsdiamanten indeholder følgende 5 grænseværdier:

- Summen af store engagementer bør være under 125 % af basiskapitalen.
- Udlånsvækst under 20 %. Grænseværdien defineres som vækst i udlån baseret på udlån primo regnskabsåret.
- Ejendomseksponering under 25 %. Grænseværdien defineres som den procentvise andel af udlån og garantidebitorer, som kan henføres til branchekoderne for "fast ejendom samt gennemførelse af byggeprojekter" efter nedskrivninger.
- Stabil funding. Der anvendes som pejlemærke en funding-ratio svarende til "udlån/(arbejdende kapital fratrukket obligationer med en restløbetid under 1 år). Udlån/indlån opgøres ekskl. repo'er. Pejlemærket er fastsat til 1 – hvis funding ratio udgør eksempelvis 1,1, er grænseværdien overskredet.
- Likviditetsoverdækningen skal være større end 50 %.

En analyse af oplysninger vedrørende tilsynsdiamanten i de 5 bankers årsrapporter for 2011 viser følgende resultater:

Figur 9.6.1: Summen af store engagementer ultimo 2011

Kreditbanken	Tønder Bank	Salling Bank	Østjysk Bank	Lollands Bank	Vestfyns Bank
13%	0%	58%	17%	14%	59%

Kilde: Bankernes årsrapporter for 2011.

Figur 9.6.1 viser, at Kreditbanken har en eksponering mod store engagementer, som er mindre end peer-gruppens. Tønder Bank har en eksponering mod store engagementer på 0 %, hvilket kombineret med den relativt store andel af erhvervsudlån indikerer, at banken har mange mindre erhvervsudlån.

Figur 9.6.2: Udlånsvækst i 2011

Kreditbanken	Tønder Bank	Salling Bank	Østjysk Bank	Lollands Bank	Vestfyns Bank
-2.8%	1,8%	0,3%	-0.3%	2,4%	-0.7%

Kilde: Bankernes årsrapporter for 2011.

Ovenstående figur 9.6.2 viser, at Kreditbanken har haft et fald i udlånene på små 3 % mod en udvikling på enten nul eller ca. 2 % stigning for peer-gruppen. Dette kan indikere to forhold. Kreditbankens fald i udlånsmassen kan skyldes, at Kreditbanken har sværere ved at tiltrække rentable debitorer, som ønsker nye lån. Såfremt hele peer-gruppen har samme konkurrenceevne må udviklingen forklares med, at peer gruppen påtager sig større kreditrisici end Kreditbanken.

Figur 9.6.3: Ejendomseksponering ultimo 2011

Kreditbanken	Tønder Bank	Salling Bank	Østjysk Bank	Løllands Bank	Vestfyns Bank
12,1%	9,4%	10,0%	15,0%	8,2%	N/A

Kilde: Bankernes årsrapporter for 2011.

Ejendomseksponeringen er markant højere i Østjysk Bank end i resten af peer gruppen. Kreditbankens ejendomseksponering ligger lidt over gennemsnittet i peer gruppen. Kreditbankens lave solvensbehov kan imidlertid indikere, at Kreditbanken og Tønder Bank har foretaget de nødvendige regnskabsmæssige nedskrivninger relateret til ejendomseksponeringen.

Figur 9.6.4: Stabil funding faktor ultimo 2011

Kreditbanken	Tønder Bank	Salling Bank	Østjysk Bank	Løllands Bank	Vestfyns Bank
1,0	0,74	0,71	0,72	0,74	N/A

Kilde: Bankernes årsrapporter for 2011.

Kreditbanken har den bedste funding faktor i gruppen. Dette har vist sig at være en stor styrke under finans-krisen, hvor mange banker havde problemer med at skaffe funding og måtte tilbyde høje indlånsrenter for at opnå tilstrækkelig likviditet.

Figur 9.6.5: Likviditetsoverdækning ultimo 2011

Kreditbanken	Tønder Bank	Salling Bank	Østjysk Bank	Løllands Bank	Vestfyns Bank
242%	218%	168%	257%	137%	201%

Kilde: Bankernes årsrapporter for 2011.

Kreditbanken har en højere likviditetsoverdækning end peer gruppen med undtagelse af Østjysk Bank. Generelt vurderes peer-gruppen dog at have en tilstrækkelig stor likviditetsoverdækning, til at de ikke umiddelbart kommer i likviditetsproblemer.

9.7 Udlån i forhold til indlån

Figur 9.7.1: Udlån i forhold til indlån

	2011	2010	2009	2008
Kreditbanken	100%	105%	102%	104%
Tønder Bank	106%	114%	134%	123%
Salling Bank	87%	89%	96%	92%
Østjysk Bank	123%	146%	147%	160%
Løllands Bank	95%	94%	87%	105%
Vestfyns Bank	91%	90%	88%	89%
Gennemsnit 1)	101%	106%	109%	112%

Kilde: Bankernes årsrapporter.

Oversigten viser, at Kreditbanken ultimo 2011 funder sit udlån via indlån. Der er betydelige forskelle på bankerne på dette nøgletal. Eksempelvis ligger Østjysk Bank væsentligt over gennemsnittet.

Kreditbankens funding af udlån via indlån giver en god stabilitet. Funding via indlån er også den billigste funding. Østjysk Bank har betydelig funding fra andre kilder end indlån, hvilket medfører højere funding omkostninger.

Salling Bank, Lollands Bank og Vestfyns Bank har et væsentligt indlånsoverskud. Da dette indlånsoverskud ikke er placeret i udlån, må disse alt andet lige være placeret i investeringer i markedsprodukter som statsobligationer og lignende. I henhold til Jean Dermines model repræsenterer denne investering af indlånene ingen værdi for investorerne, da disse selv kan foretage samme investering. Set fra investorerens synspunkt må en stabil udlån/indlån ratio på 100 % derfor være at foretrække.

9.8 Sammenfatning af peer-gruppe-analysen

Som anført i afsnit 1.1 er kurs/indre-værdi nøgletallet for Kreditbanken i den høje ende i forhold til de sammenlignede banker. En høj (højere) kurs pr. krone indre værdi er udtryk for, at investor giver en højere pris for en kroners indre værdi.

Analysen af de udvalgte nøgletal i peer-gruppen viser, at der er en række forhold, der begrundes den højere pris pr. kroners indre værdi.

Kreditbanken har en indtjening pr. omkostningskrone, der ligger over gennemsnittet for peer-gruppen, men der er dog ikke tale om et markant bedre nøgletal end gennemsnittet for peer-gruppen.

Kreditbanken har i finanskrise årene 2008–2011 foretaget nedskrivninger, der ligger over gennemsnittet for peer-gruppen. Kreditbanken har ultimo 2011 en akkumuleret nedskrivningsprocent, der ligger væsentligt over den akkumulerede nedskrivningsprocent for peer-gruppen. Stigningen i den akkumulerede nedskrivningsprocent fra 2008 til 2011 viser, at der ikke realiseret tab i takt med, at nedskrivningerne er foretaget. Dette kan indikere, at Kreditbanken har en konservativ nedskrivningspolitik.

Kreditbankens solvensnøgletal og kernekapitalprocent er højest blandt de sammenlignede banker. Banken er meget velkonsolideret og økonomisk robust. Dette underbygges yderligere af, at solvensbehovet ultimo 2011 er nede på 8,1 %, således at der er en solvensoverdækning på hele 13,8 % både i forhold til solvensnøgletallet og i forhold til kernekapitalprocenten.

Den lave solvensbehovsprocent på 8,1 % udtrykker, at bankens ledelse har vurderet, at der ikke er behov for at have en væsentlig kapitalbuffer til imødegåelse af fremtidige nedskrivninger. Dette underbygger – som nævnt ovenfor – at banken har en konservativ nedskrivningspolitik.

I analysen af tilsynsdiamanten er der ikke forhold, der indikerer, at Kreditbanken er eksponeret over for særlige risici. Kreditbanken er på alle pejlemærkerne inden for grænseværdierne.

Bankens udlån er fundet af indlån, hvilket giver en stabil funding og ydermere en god rentemarginal. Som anført i ovenstående under punkt 9.7, må Kreditbankens udlån/indlån ratio på 100 % være optimal.

Kreditbankens likviditetssituation overstiger gennemsnittet for peer-gruppen og ligger betydeligt over lovkra-
vet.

Peer-gruppe analysen viser, at kurs/indre værdi nøgletallet skal være højere end for gennemsnittet af de sammenlignede banker.

Kurs/indre værdi udgør ultimo 2011 for Kreditbanken 0,7 og for Tønder Bank 0,8. Også de øvrige nøgletal for Kreditbanken og Tønder Bank ligger i det store og hele på samme niveau.

Peer gruppe analysen underbygger, at Fondsbørsens markedsværdi af Kreditbanken synes rimelig og velbegrunderet.

Under værdiansættelsen af Kreditbanken er det opgjort, at børsværdien af Kreditbankens udgør 293 mio. kr. pr. 31/03/2011.

Da peer-gruppe-analysen viser, at Kreditbanken umiddelbart er korrekt værdiansat, når børsværdien sammenholdes med peer gruppen og den opgjorte værdi af Kreditbanken i værdiansættelsen er 18 % højere, er det relevant at vurdere, hvad denne forskel skyldes.

Følsomhedsanalysen viser, at værdiansættelsen af Kreditbanken er meget følsom over for ændringer i en række parametre i opgørelsen af franchiseværdien. Selv små ændringer i de anvendte parameterværdier kan medføre, at værdiansættelsen vil vise samme værdi som børsværdien.

Herudover kan det være svært at gennemskue værdien af en banks udlån og kvaliteten af disse på baggrund af årsrapporterne. Dette gør det svært for investorerne at vurdere kvaliteten af de præsenterede resultater i regnskaberne. Denne uigennemsigthed i bankrapporteringerne kan medføre, at investorerne tager et ekstra risikotillæg. Da værdiansættelsen er meget følsom over for ændringer i afkastkravet, vil blot et lille risikotillæg medføre, at værdiansættelsen og børsværdien vil være ens.

Forskellen mellem værdiansættelsen og børsværdien skyldes ikke, at værdiansættelsen indeholder en kontrolpræmie, som følge af at det er en værdiansættelse af hele selskabet. Dette skyldes, at der i værdiansættelsen ikke er indregnet effekter af eventuelle forbedringer i ledelsen af banken.

Der kan dog argumenteres for, at kontrol over selskabet repræsenterer en værdi, da denne giver ejer mulighed for at selv at bestemme udbytteprocenten og bankens solvensprocent.

Værdiansættelsen udgør altså en værdi af Kreditbankens egenkapital, som er 18 % højere end børsværdien. Baseret herpå er Kreditbanken altså er godt købt.

Den ovenstående diskussion viser imidlertid, at værdiansættelsen er meget følsom over for visse inputparametre, som investor bør forhold sig til.

10 Konklusion

I nærværende opgave er Kreditbanken blevet værdiansat til 331 mio. kr. Som grundlag for værdiansættelsen er der udarbejdet en virksomhedsbeskrivelse, en strategisk analyse samt en regnskabsanalyse.

Virksomhedsbeskrivelsen viste, at Kreditbanken er en lokalbank funderet i Sønderjylland. Banken udbyder almindelige bankprodukter, som bolig- og bil-finansiering til private samt lån til mindre virksomheder. Banken har tre storaktionærer, som besidder i alt 39,1 % af aktierne. Banken har ikke stemmeretsbegrænsninger indført i vedtægterne.

Den strategiske analyse viste, at banken er underlagt et omfattende regelsæt, som regulerer regnskabsafregningen, bankens solvens samt overordnede krav til driften af banken. Banken er endvidere underlagt Finanstilsynet som tilsynsmyndighed. Dette medfører, at Finanstilsynet kan kræve banken lukket, såfremt banken ikke opfylder væsentlige solvenskrav. For lav solvensgrad i en række banker har de seneste år medført, at disse er blevet afviklet under en af de bankpakker, som regeringen har indført som følge af finanskrisen. Bankens kundegrundlag vurderes at blive fastholdt fremadrettet på baggrund af demografiske data for det lokalområde, banken opererer i. Banken vurderes endvidere at have det fornødne teknologiske grundlag for at kunne konkurrere. Blandt bankens største konkurrenter er Sydbank, som ligeledes har hovedsæde i Aabenraa. Der er de seneste år sket en konsolidering i den danske banksektor, hvilket umiddelbart har medført øget konkurrence i form af aftagende rentemarginaler. Rentemarginalerne er dog steget svagt de seneste år som følge af finanskrisen, hvilken har medført et behov for større indtjening i sektoren, som har været ramt af store nedskrivninger. Endvidere forventes der øgede solvenskrav.

Regnskabsanalysen viste, at egenkapitalforrentningen er faldet fra niveauet 20 % før krisen til 5 % i perioden 2008-2011. Regnskabsanalysen viste, at Kreditbankens generelle performance har været bedre end branchegennemsnittet for banker af tilsvarende størrelse. Kreditbanken har haft relativt store nedskrivninger på udlånene, men det opgjorte solvensbehov på 8 % ultimo 2011 kan indikere, at Kreditbanken har ført en relativt strammere nedskrivningspolitik end konkurrenterne. Kreditbanken har endvidere en høj solvensoverdækning på 13 % ultimo 2011, hvilket medfører, at risikoen for, at banken går konkurs, er relativt lav. Banken klarer sig desuden godt på de risikomål, som Finanstilsynet har indført i tilsynsdiamanten.

Kreditbanken er værdiansat på baggrund af en værdiansættelsesmodel for banker udviklet af Jean Dermine. Denne model opdeler bankens værdi i to hovedelementer, en likvidationsværdi og en franchiseværdi. Likvidationsværdien udtrykker værdien af egenkapitalen, når alle regnskabsmæssige aktiver og passiver måles til dagsværdi. Franchiseværdien måler værdien af den fremadrettede værdiskabelse, som banken bidrager med. Denne består af franchiseværdien af udlån, indlån samt værdien af gebyraktiviteterne. Herfra fratrækkes nutidsværdien af de omkostninger, banken har til at opretholde disse aktiviteter, samt den negative værdi af skat, som opstår, da en bank har positive finansielle poster.

Likvidationsværdien opgøres til 170 mio. kr., baseret på en opgjort markedsværdi af aktiverne på 2.065 og en markedsværdi af passiverne på 1.895 mio. kr. Den væsentligste forskel på de regnskabsmæssige værdier og markedsværdierne udgøres af udlånene, hvor den opgjorte markedsværdi er væsentligt mindre end regnskabsmæssige værdi.

Franchiseværdien er opgjort til 161 mio. kr. baseret på en franchiseværdi af udlånene på 537 mio. kr., en franchiseværdi af indlånene på 684 mio. kr., en nutidsværdi af gebyraktiviteterne på 762 mio. kr., en nutidsværdi af fremtidige driftsomkostninger på -1.695 mio. kr. og en værdi af tax penalty på -127 mio. kr.

Den samlede værdi af Kreditbanken opgjort efter Jean Dermine's model kan således opgøres til 331 mio. kr.

Følsomhedsanalysen viser, at likvidationsværdien ikke er særligt følsom over for de forudsætninger, som opgørelsen heraf baserer sig på.

Franchiseværdien er derimod ekstremt følsom over for ændringer i væsentlige parametre. Den væsentligste inputparameter er ejernes afkastkrav, hvor selv små ændringer medfører, at franchiseværdien enten mangesdobles eller bliver negativ. Franchiseværdien er desuden meget følsom over for de budgetterede rentemarginaler.

For at vurdere om relevante forhold er overset i værdiansættelsen, er der udført en peer gruppe analyse. I peer-gruppe-analysen blev Kreditbanken sammenholdt med peer-gruppen på en række relevante forhold. I analysen blev konkluderet, at Kreditbankens børskurs/indre værdi ikke vurderes, at være misvisende ved sammenholdelse med øvrige banker i peer-gruppen.

Værdiansættelsen af Kreditbanken efter Jean Dermines model er opgjort til 331 mio. kr. pr. 31. marts 2012. Til sammenligning udgør børsværdien af Kreditbankens aktier 293 mio. kr. pr. 31. marts 2012. Værdiansættelsen efter Jean Dermines model overstiger således børsværdien med 38 mio. kr. eller 13 %.

Ud fra de foretagne analyser, herunder regnskabsanalyse og peer gruppe analyse kan det ikke umiddelbart konkluderes, at der er specifikke årsager til afvigelsen mellem børsværdien og værdien opgjort efter Jean Dermines model. Jean Dermines model er dog meget følsom over for ændringer i enkelte inputparametre, hvorfor små ændringer i inputparametrene kan medføre, at den beregnede værdi vil tilsvare børsværdien.

Det er samlet set min vurdering, at værdiansættelsen efter Jean Dermines model underbygger børsmarkedets værdiansættelse af Kreditbanken. Denne vurdering understøttes af de supplerende analyser i regnskabsanalysen og peer-gruppe-analysen.

11 Kildeoversigt

Bøger

Jean Dermine: Bank valuation & value-based management, McGraw-Hill 2009. 1. udgave.

Tim Koller, Marc Goedhart & David Wessels: Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, McKinsey & Company Inc.

Brealey, Myers, Allen: Principles of Corporate Finance, McGraw-Hill

Artikler

Erhvervsbladet d. 19/02/2009: <http://www.erhvervsbladet.dk/boersnyt/kreditbankenceo-foelger-den-sikre-strategi>

Finanstilsynet: Markedsudviklingen 2010. www.ftnet.dk

George Akerlof: The Market for Lemons: Quality, Uncertainty and the Market Mechanism

Nordjyske d. 12/06/2012: <http://nordjyske.dk/erhverv/skattereform-rammer-lokale-pengeinstitutter/dcOffcae-d201-42a6-8d02-5b4ef2fc3aae/25/1156>.

Statistik og databaser

Nationalbankens statistikbank: www.nationalbanken.dk

Danmarks statistik: www.statistikbanken.dk

Realkreditraadet: www.realkreditraadet.dk

Finansraadet: Sektoren i tal, www.finansraadet.dk

Bankinfo: Indikatorer for indtjening, risiko og pris: Danske pengeinstitutter, årsregnskaber 2005-2011. www.bank-info.dk

Reuters: <http://www.reuters.com/finance/stocks/officerProfile?symbol=KRE.CO&officerId=868637>

Årsrapporter og anden rapportering

Der henvises til de enkelte bankers hjemmesider

Kreditbankens årsrapporter 2006-2011

Kreditbanken: Lovpligtig redegørelse for virksomhedsledelse jf. årsregnskabslovens §107b.

Kreditbankens vedtægter

Tønder Banks årsrapporter 2008-2011

Salling Banks årsrapporter 2008-2011

Østjysk Banks årsrapport 2008-2011

Lollands Banks årsrapport 2008-2011

Vestfyns Banks årsrapporter 2008-2011

Lovtekster mv.

Der henvises til Finanstilsynets hjemmeside, ftnet.dk, hvor links til lovtekster og bekendtgørelser kan findes.

Bekendtgørelse om finansielle rapporter for kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber m.fl.

Bekendtgørelse om kapitaldækning

Bekendtgørelse om ledelse og styring af pengeinstitutter m.fl.

Vejledning om tilstrækkelig basiskapital og solvensbehov for kreditinstitutter

Lov om finansiell virksomhed

12 Figuroversigt

Figur 3.5.3.1: Kreditbankens sektoreksponering	side 15
Figur 4.3.1: Antal husstande pr. kommune	side 19
Figur 4.5.1: Antal konkurser	side 20
Figur 4.5.2: Antal pengeinstitutter og filialer	side 21
Figur 4.5.3: Gennemsnitlig solvensprocent i danske banksektor	side 21
Figur 4.5.4: Historiske rentemarginaler i danske penge- og realkreditinstitutter	side 22
Figur 5.1.1.1: Resultat før skat i mio. kr.	side 26
Figur 5.1.1.2: Kreditbankens resultat før skat	side 27
Figur 5.1.1.3: Nedskrivninger i Kreditbanken	side 27
Figur 5.1.2.1: Nettorenteindtægter	side 28
Figur 5.1.2.2: Rentemarginal	side 29
Figur 5.1.3.1: Netto gebyr og -provisionsindtægter i forhold til nettoindtjeningen	side 29
Figur 5.1.4.1: Årlige nedskrivninger i Kreditbanken	side 30
Figur 5.1.5.1: Indtjening pr. omkostningskrone	side 31
Figur 5.1.6.1: Egenkapitalforrentning før skat og forrentning af risikovægtede aktiver	side 32
Figur 5.2.2.1: Nedskrivninger fordelt på modpartskategorier	side 35
Figur 5.2.3.1: Udlån i forhold til egenkapital	side 37
Figur 5.2.4.1: Udviklingen i balancesum samt ind og -udlån	side 38
Figur 5.2.5.1: Udlåns sammensætning i Kreditbanken	side 39
Figur 5.2.6.1: Store engagementer i Kreditbanken	side 40
Figur 5.2.6.2: Nedskrivningsprocent i Kreditbanken	side 40
Figur 5.2.7.1: Årlig udlånsvækst	side 41
Figur 5.3.2.1: Relativt indlånsoverskud	side 42
Figur 5.3.2.2: Fundings sammensætning i Kreditbanken	side 42
Figur 6.4.4.1: Rentemarginaler i JD modellen uden risiko og skat	side 52
Figur 7.1.1: Oversigt over Kreditbankens balance pr. 31/12/2011	side 55
Figur 7.1.2: Forrentning af bogført portefølje	side 56
Figur 7.1.3: Kreditrisikoregulering til dagsværdi	side 57
Figur 7.1.4: Markedsforrentning af udlån pr. 31/03/2012	side 57
Figur 7.1.5: Værdi af udlån pr. 31/03/2012	side 58
Figur 7.1.6: Opgørelse af Kreditbankens aktiver til dagsværdi	side 58
Figur 7.1.2.1: Markedsværdi af gæld til Kreditinstitutter og centralbanker	side 59
Figur 7.1.2.2: Markedsværdi af indlån og anden gæld	side 60
Figur 7.1.2.3: Markedsværdiopgørelse af Kreditbankens passiver	side 60
Figur 7.2.1.1: Daglige handler med Kreditbankens aktie	side 62
Figur 7.2.2.1: Sammenhæng mellem udlånsvækst og BNP vækst	side 64
Figur 7.2.2.2: Vækstforventning til udlån og indlån	side 64
Figur 7.2.2.3: Forventet udlån og indlån før korrektion	side 64
Figur 7.2.2.4: Forventet indlån og udlån efter korrektion	side 65
Figur 7.2.2.5: Forventet rentemarginal på indlån	side 65
Figur 7.2.2.6: Rentemarginal mellem bankernes gns. indlånsrenter og 10årige statsobl.	side 66

13 Bilagsoversigt

Excel-ark vedlagt på CD-rom:

Opgørelse af Franchiseværdi

Opgørelse af likvidationsværdi

CAPM estimation af afkastkrav